

全球产能扩张仍需时间消化

中性

投资要点:

- 2010 年全球 TDI 供略大于求
- 2011 年及未来三年, TDI 盈利能力大受考验
- 公司 10 万吨一期工程将于明年 2-3 月达产

报告摘要:

- **2010 年全球 TDI 供略大于求。**2010 年, 全球 TDI 实际有效产能总计 220 万吨左右, 新增产能为 15 万吨, 均为我国国内新建装置, 全球 TDI 产能增长不足 2%; 下游实际消耗增长约在 5% 左右; 但各套装置产能利用率却由 2009 年的 83% 略有下降至 2010 年的 82.5%, 此足见市场供大于求现状仍在继续扩大。
- **2011 年及以后全球(特别是国内)TDI 扩张迅速, 盈利能力大受考验。**2011 年及以后, 国内新增的 TDI 产能包括拜耳(上海)增加 25 万吨; 沧州大化 10 万 t/a TDI 一期装置预计 2012 年上半年建成投产; 烟台巨力 5 万 t/a TDI 今年初已开工建设, 预计 2011 年底建成投产。另外, 中国化工蓝星集团、福州二化、延长石化等多家企业也计划新建或扩建 TDI 项目。预计到 2015 年国内 TDI 生产能力将达到 200 万 t/a。
- **10 万吨 TDI 一期工程将于明年 2-3 月份达产。**公司新建 7 万吨 TDI 项目为 10 万吨 TDI 项目首期工程, 预计投资总额为 10.39 亿元, 该项目正在建设, 预计明年初二三月份一期达产, 二期是在 7 万吨建完之后再考虑。
- **业绩预测与投资建议。**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.31、0.32、0.41 元/股。公司 TDI 产能虽然在 2012 年达到 12 万吨, 较 2011 年 8 万吨大幅增加, 但由于产能扩张太快, 我们把 TDI 毛利率水平从 12% 下调至 10% 左右。按此预测, 公司 2011-2013 年对应 PE 水平在 40X 左右, 给予中性的投资评级。

主要经营指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,585	2,637	3,493	4,041
(+/-%)	46.9%	2.0%	32.5%	15.7%
净利润(百万元)	95	79	83	107
(+/-%)	42.6%	--	4.0%	29.4%
每股收益(元)	0.37	0.31	0.32	0.41
市盈率(PE)	34.0	40.9	39.4	30.4

化工研究组

分析师:

张延明 (S1180510120009)

电话: 01088085975

Email: zhangyanming@hysec.com

康铁牛(S1180511020002)

电话: 01088085991

kangtieniu@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话: 01088085610

zuguangping@hysec.com

联系人:

柴沁虎

电话: 01088085267

Email: chaiqinhu@hysec.com

股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331		
20101231		
20100930		

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

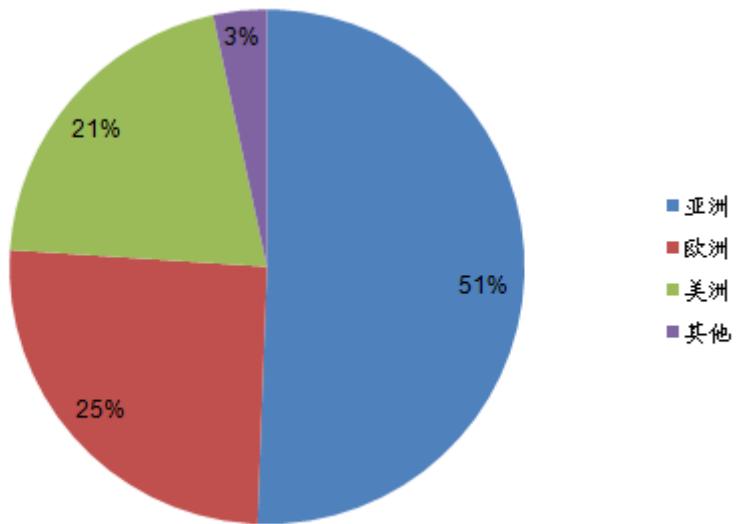
报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进 出情况		

数据来源: 港澳资讯

相关研究

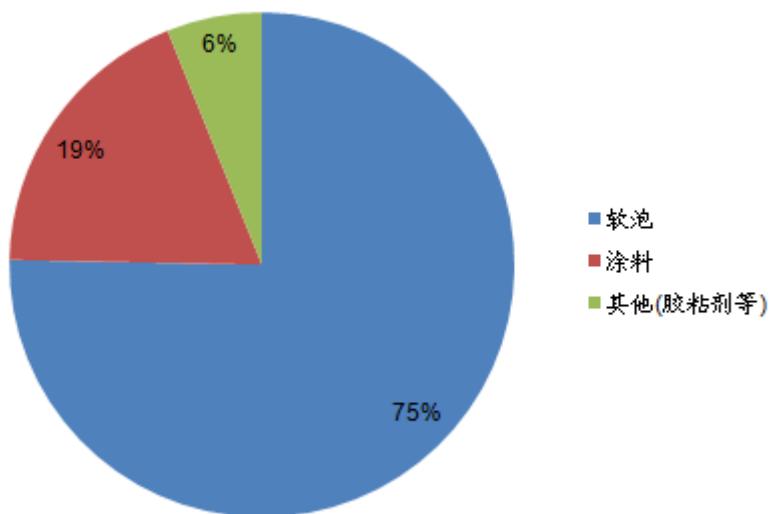
1、首次覆盖

图 1: 2010 年全球 TDI 产能分布



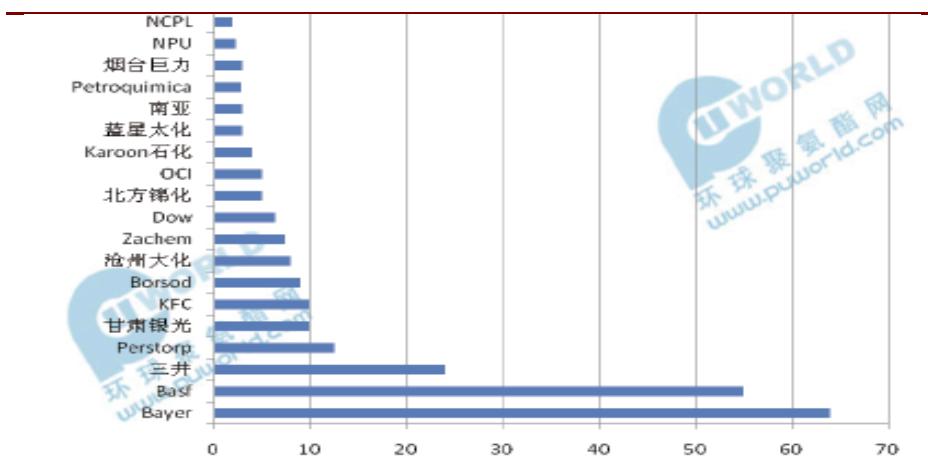
资料来源: 宏源证券

图 2: 2010 年全球 TDI 消费结构



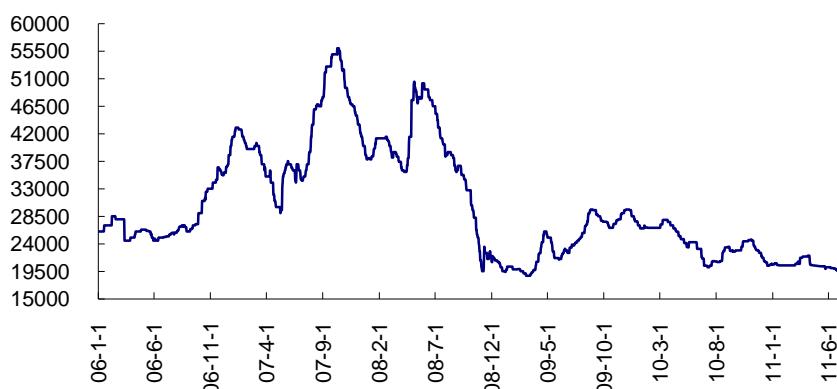
资料来源: 宏源证券

图 3: 2010 年全球 TDI 主要生产商



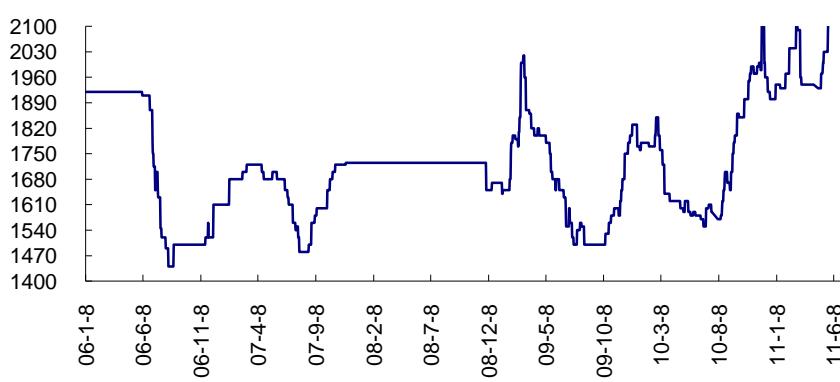
资料来源：聚氨酯

图 4：TDI 价格走势



资料来源：百川资讯

图 5：国内尿素价格走势



资料来源：百川资讯

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)				
					营业收入	营业成本	营业税金及附加	销售费用	管理费用
现金及现金等价物	920	920	920	920	2585	2637	3493	4041	
应收款项	148	151	200	231	2118	2171	2935	3428	
存货净额	326	343	467	548	6	6	8	9	
其他流动资产	56	57	76	88	17	17	23	27	
流动资产合计	1450	1472	1664	1787	221	223	284	287	
固定资产	2510	2851	3050	2925	97	114	133	148	
无形资产及其他	129	124	120	116	0	0	0	0	
投资性房地产	20	20	20	20	(6)	0	0	0	
长期股权投资	0	0	0	0	(0)	0	0	0	
资产总计	4109	4467	4853	4847	121	106	110	142	
短期借款及交易性金融负债	629	987	1232	1154	1	0	0	0	
应付款项	208	220	299	350	122	106	110	142	
其他流动负债	228	239	324	375	47	26	28	36	
流动负债合计	1065	1446	1855	1879	(20)	0	0	0	
长期借款及应付债券	1282	1282	1282	1282	95	79	83	107	
其他长期负债	253	253	253	253					
长期负债合计	1535	1535	1535	1535					
负债合计	2600	2981	3390	3415	95	79	83	107	
少数股东权益	304	304	304	304	(11)	(6)	0	0	
股东权益	1204	1182	1159	1129	220	168	206	229	
负债和股东权益总计	4109	4467	4853	4847	6	0	0	0	
					97	114	133	148	
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(147)	(4)	(28)	(21)
每股收益	0.37	0.31	0.32	0.41	其它	16	6	0	0
每股红利	0.47	0.39	0.41	0.53	经营活动现金流	180	243	261	315
每股净资产	4.64	4.56	4.47	4.35	资本开支	(354)	(500)	(400)	(100)
ROIC	4%	5%	5%	6%	其它投资现金流	(1)	0	0	0
ROE	8%	7%	7%	9%	投资活动现金流	(355)	(500)	(400)	(100)
毛利率	18%	18%	16%	15%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	7%	7%	负债净变化	526	0	0	0
EBITDA Margin	17%	15%	13%	13%	支付股利、利息	(122)	(102)	(106)	(137)
收入增长	47%	2%	32%	16%	其它融资现金流	(507)	358	245	(78)
净利润增长率	43%	--	4%	29%	融资活动现金流	301	257	139	(215)
资产负债率	71%	74%	76%	77%	现金净变动	125	0	0	0
息率	3.8%	3.1%	3.3%	4.2%	货币资金的期初余额	795	920	920	920
P/E	34.0	40.9	39.4	30.4	货币资金的期末余额	920	920	920	920
P/B	2.7	2.7	2.8	2.9	企业自由现金流	(59)	(171)	(39)	326
EV/EBITDA	13.2	16.0	14.8	12.8	权益自由现金流	(39)	102	106	137

资料来源：公司资料和宏源证券预测

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhang jun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wang junwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为宏源证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。