

分析师：宋颖

执业证书编号：S0270511060002

电话：021-60883486

研究助理：谢裕青

电话：021-60883497

邮箱：xieyuq@wlzq.com.cn

发布日期：2012年05月24日

## TDI 产能投放顺利，未来市场有待观察

——沧州大化（600230）公告点评

### 公司点评报告

观望（首次）

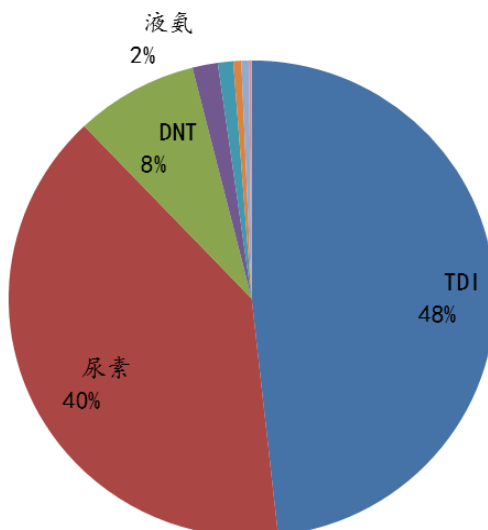
#### 事件：

**沧州大化7万吨TDI项目试车成功：**公司自筹资金建设的年产10万吨TDI项目一期工程7万吨TDI项目，于2012年5月16日一次投料试车成功，生产出合格的TDI产品。今年以来尿素以及TDI价格上涨，沧州大化一季度业绩提升明显。此次TDI项目投产成功符合市场预期，但近期大幅上涨已经反映了业绩增长对股价的影响，而且未来TDI市场供应过剩风险增大，是否能持续向好仍然有待观察，首次给予公司评级“观望”。

#### 点评：

- **尿素与TDI并行发展：**沧州大化以原来的沧州化肥厂为前身，是国家重点的化肥生产企业之一。九十年代末开始生产TDI，2011年年报中，公司TDI占营业收入比例已经达到52%。此次7万吨产能释放后，公司将拥有15万吨TDI总产能，比2011年增长近一倍。TDI在聚氨酯产品中的应用主要包括海绵，家具垫材，吸音材料以及玩具等行业，尽管近年来下游需求不断增长，但同时也面临了产能增长较快，过剩风险加大的问题。

图1 2011年沧州大化营业收入构成



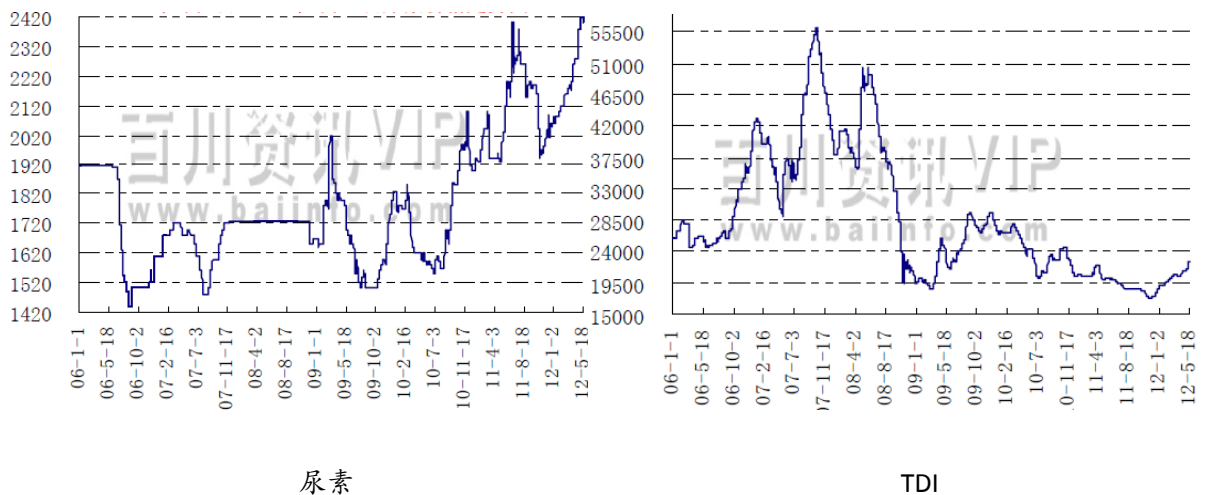
资料来源：万联证券研究所

- **TDI市场产能逐步饱和：**随着国内TDI产能逐步增长，市场饱和度逐步增加。目前沧州大化在国内的主要竞争对手包括巴斯夫，拜尔等国际巨头和甘肃银光，莱阳巨力等国内厂商。随着行业扩容，竞

争程度加剧，TDI市场从2010年开始逐步下行。去年拜尔25万吨项目投产后，TDI已经陷入供大于求的境地。2011年总计TDI产能80余万吨。而11年国内需求仅有不到60万吨。尽管巴斯夫装置今年六月计划检修，对市场短期供应造成一定影响，但长期来看产品毛利降低的趋势明显。

图2 2006年至2012年尿素与TDI价格走势

单位：元/吨

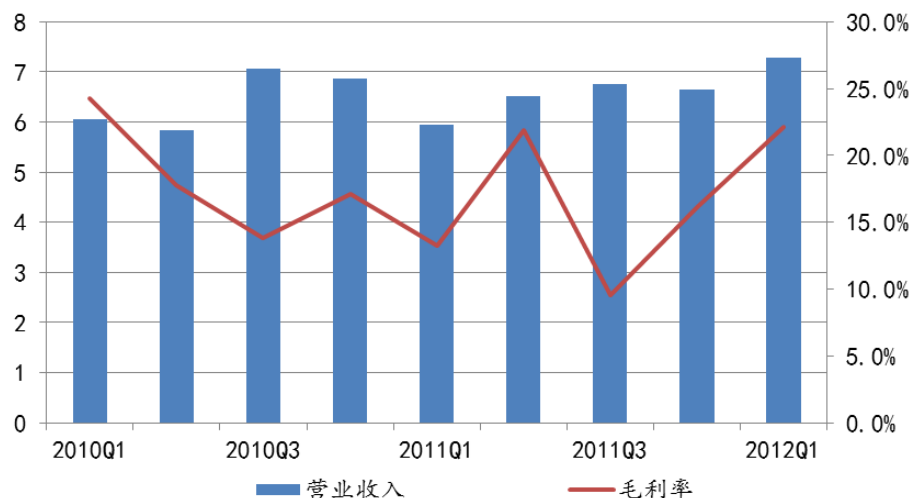


资料来源:万联证券研究所, 百川资讯

- **公司一季度业绩增长明显，后市还需观察：**今年年初以来，尿素价格受需求影响不断上涨，TDI价格有所回升，因此公司盈利大幅增加，实现净利润0.51亿元，基本每股收益0.20元，毛利率回升至二年来高点。尽管近几日尿素价格有所回落，但行业数据显示各环节库存仍然较低，我们预期今年尿素价格将高位震荡。TDI方面，我们判断短期内将仍然受到停产检修等事件因素支撑，但是中长期而言毛利率下降压力大。

图3 2010年至2012年一季度沧州大化营业收入与毛利率

单位：亿元



资料来源:万联证券研究所, WIND

- **盈利预测与投资建议：**基于对尿素价格高位震荡以及TDI短期价格向好的判断，我们预测2012，2013年EPS分别为0.70，0.82元，对应于目前股价市盈率分别为18.3，15.6倍。尽管TDI新产能顺利投放，但未来市场存在风险，而尿素作为较稳定的化工品种高增长概率不大，因此给予评级“观望”。
- **风险因素：**TDI产能过剩市场价格下跌，尿素价格风险

### 盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	25.9	25.9	32.9	39.1
增长比率 (%)	46.9%	0.1%	27.0%	18.8%
净利润 (亿元)	0.95	0.70	1.82	2.13
增长比率 (%)	41.8%	-26.3%	160%	17.0%
每股收益 (元)	0.37	0.27	0.70	0.82
市盈率 (倍)	32.8	44.9	18.3	15.6

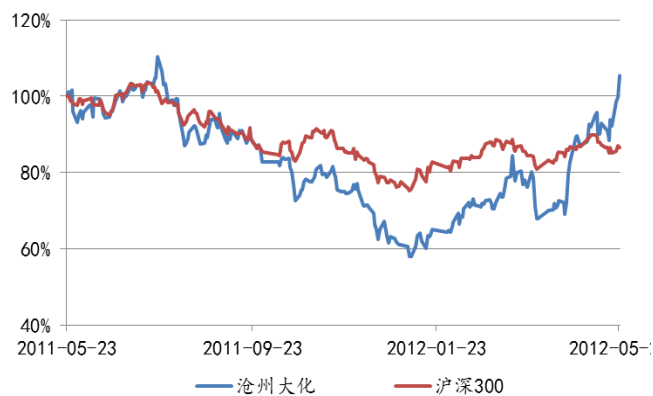
### 市场数据

收盘价 (元)	12.80
一年内最高/最低 (元)	13.74/6.77
沪深300 指数	2616.87
市净率 (倍)	2.59
流通市值 (亿元)	33.19

### 基础数据

每股净资产 (元)	4.95
每股经营现金流 (元)	0.47
毛利率 (%)	22.1%
净资产收益率 (%)	3.93%
资产负债率 (%)	73.04%
总股本/流通股 (万股)	25933/25933
B股/H股 (万股)	/

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 相关研究

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

### 证券分析师承诺

姓名：宋颖

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录[www.wlzq.cn](http://www.wlzq.cn)万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

### 免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。

### 万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 中山二路18号电信广场36层

电话：020-37865161 传真：020-22373718-1008