



双高点下机会难持久

中性 首次

投资要点:

- 尿素的盈利达到历史次高点, 恐难以为继
- TDI 的价格已经回落, 报复性的修复显示供需并没有发生根本变化
- 预计明年业绩会大幅下滑

报告摘要:

- 尿素的盈利达到历史次高点, 恐难以为继。从公司公布的产品盈利情况看, 公司尿素的毛利率一度达到历史次高点, 为 34.63%, 仅低于 2005 年 3 季度的 44.82%, 根据目前尿素的产能情况, 这样的高点恐怕难以为继。公司预计今年产销 57-58 万吨, 开工率基本接近满产状态。
- TDI 的价格已经回落, 报复性的修复显示供需并没有发生根本变化。TDI 的价格和毛利率的反弹是各种因素综合的, 超出之前的预期, 但从调研和我们持续跟踪的情况来看, TDI 也在持续回落中, 目前价格回落到 21500 元/吨, 较前期高点已经大幅回落, 目前的价格再回落到 20000 元/吨左右会有支撑。TDI 回落如此之快, 可见其基本的供需情况并没有发生根本的变化, 预计明年如果没有其他情况, 恐难恢复。公司的产能仍然在扩张, 目前产能达到 15 万吨, 预计今明两年产销达到 11.5 和 13 万吨, 毛利率也将会有所回落。
- 对公司的看法。公司今年的投资机会的确超出预期, 尿素、TDI 双顺造就了业绩增长和投资机会, 但明年恐怕又是双杀, 至少 TDI 我们认为恐难恢复, 尿素想超越今年恐怕很难。
- 估值与投资建议。我们预测公司 2012-2013 年的 EPS 分别为 1.03、0.80 元/股, 明年 0.80 元的业绩依然是不错的假设下计算的。对应目前的估值是 13X 和 17X, 总体认为双高点下机会难以为继, 中性评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	2584.90	2586.46	3,593	3,985	4,318
增长率 (%)	46.93	0.06	38.9%	10.9%	8.4%
归母净利润(百万)	95.48	70.20	268	208	147
增长率 (%)	42.58	-26.48	281.2%	--	--
每股收益	0.37	0.27	1.03	0.80	0.57
市盈率	71.00	96.57	13.4	17.2	24.3

化工研究组

分析师:

张延明(S1180510120009)

电话: 010-88085975

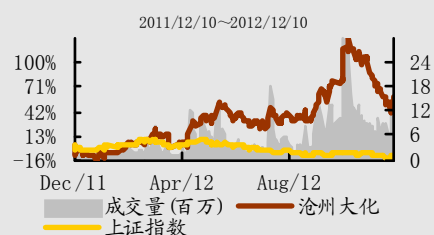
Email: zhangyanming@hysec.com

祖广平(S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

市场表现



相关研究

基础化工行业年度报告

2012/12/10

基础化工行业周报(12月第1期)

2012/12/5

辉丰股份: 情绪退去, 黄金尽显

2012/11/28

基础化工行业周报(11月第4期)

2012/11/28

基础化工行业周报(11月第3期)

2012/11/20

基础化工行业周报(11月第2期)

2012/11/16

深圳惠程: 新材料业务转化业绩仍需时日

2012/11/9

海利得: 业绩改善有限, 期待新产能投放

2012/11/6

资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	563	563	563	563	营业收入	2586	3593	3985	4318
应收款项	171	238	264	286	营业成本	2194	2921	3352	3713
存货净额	305	426	483	535	营业税金及附加	3	4	4	4
其他流动资产	54	75	83	90	销售费用	15	18	16	17
流动资产合计	1096	1304	1395	1475	管理费用	209	238	244	264
固定资产	3023	3357	3531	3374	财务费用	96	138	177	208
无形资产及其他	133	128	124	120	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4263	4801	5062	4981	营业利润	68	274	193	112
短期借款及交易性金融负债	514	1276	1781	1875	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	291	406	461	510	利润总额	70	274	193	112
其他流动负债	177	242	272	301	所得税费用	52	69	48	28
流动负债合计	982	1925	2514	2685	少数股东损益	(52)	(62)	(63)	(63)
长期借款及应付债券	1593	1593	1593	1593	归属于母公司净利润	70	268	208	147
其他长期负债	200	200	200	200					
长期负债合计	1793	1793	1793	1793					
负债合计	2775	3718	4308	4479					
少数股东权益	252	190	127	64					
股东权益	1236	893	627	439					
负债和股东权益总计	4263	4801	5062	4981					
关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.27	1.03	0.80	0.57	净利润	70	268	208	147
每股红利	0.62	2.35	1.83	1.30	资产减值准备	(4)	(1)	0	0
每股净资产	4.77	3.44	2.42	1.69	折旧摊销	224	172	231	261
ROIC	1%	8%	7%	6%	公允价值变动损失	2	0	0	0
ROE	6%	30%	33%	34%	财务费用	96	138	177	208
毛利率	15%	19%	16%	14%	营运资本变动	(19)	(29)	(7)	(3)
EBIT Margin	6%	11%	9%	7%	其它	71	(61)	(63)	(63)
EBITDA Margin	15%	16%	15%	13%	经营活动现金流	344	348	369	342
收入增长	0%	39%	11%	8%	资本开支	(725)	(500)	(400)	(100)
净利润增长率	-26%	281%	--	--	其它投资现金流	(1)	0	0	0
资产负债率	71%	81%	88%	91%	投资活动现金流	(725)	(500)	(400)	(100)
息率	3.9%	14.8%	11.5%	8.1%	权益性融资	0	0	0	0
P/E	58.8	15.4	19.9	28.0	负债净变化	311	0	0	0
P/B	3.3	4.6	6.6	9.4	支付股利、利息	(160)	(610)	(474)	(336)
EV/EBITDA	17.7	13.4	14.1	14.8	其它融资现金流	(277)	762	505	94
					融资活动现金流	24	152	31	(242)
					现金净变动	(357)	0	0	0
					货币资金的期初余额	920	563	563	563
					货币资金的期末余额	563	563	563	563
					企业自由现金流	(354)	(48)	101	398
					权益自由现金流	(320)	610	474	336

资料来源：公司资料和宏源证券预测

作者简介:

张延明: 宏源证券研究所化工行业组组长&化工行业研究员, 从业6年, 2010年6月加盟宏源证券, 主要覆盖化纤、氯碱、农药、新材料等板块。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@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。