

沧州大化（600230）：

增发项目为公司业绩增长提供动力

分析师：丁思德

执业证书编号：S0300511010008

Email: dingside@lxzq.com.cn

日期：2013年1月24日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、产业链不断完善的化肥、新材料龙头

公司主营业务为尿素和聚氨酯原料 TDI，公司现有尿素产能 58 万吨左右，拥有 TDI 产能装置三套，合计产能 15 万吨，同时公司还配备了尿素原料合成氨和 TDI 原料浓硝酸产能，产业链不断完善。公司尿素是以天然气为原料的气头尿素，由于天然气供应紧张，有停气导致停产的风险，但从近两年的情况看，虽然偶有停气现象发生，但持续时间较短，对公司影响较小；TDI 方面，下游聚氨酯应用领域不断得到拓展，而公司产能也在不断增加，未来增长可期。

2、TDI 规模不断扩大

2012 年 5 月，公司在建项目年产 10 万吨 TDI 项目的一期工程完工，新增 TDI 产能 7 万吨，公司产能达到 15 万吨，增幅 87.5%，TDI 产能的增加为公司业绩增长打下了基础。预计年内公司剩余 3 万吨产能将完工，届时公司产能将达到 18 万吨。TDI 是聚氨酯的主要原料之一，聚氨酯产品以其优异的性能，在家具、汽车、建筑等领域得到了广泛应用，近年来发展迅速，成为高分子材料中的一个重要门类，聚氨酯泡沫塑料、涂料、胶粘剂需求量逐年扩大，从而有效拉动了对 TDI 产品的需求。



图表1 尿素价格走势



数据来源：百川资讯，联讯证券投资研究中心

图表2 TDI价格走势



数据来源：百川资讯，联讯证券投资研究中心

3、增发项目为公司增长提供动力

公司近期发布公告称，拟通过公开发行股票的方式募集资金用于年产5万吨TDI技术改造、二硝基甲苯(DNT)技改、13.5万吨/年硝酸和16万吨/年离子膜烧碱四个项目的建设，其中年产5万吨TDI技术改造项目是在2009年8月建成投产的5万吨/年TDI生产装置的基础上，将该套装置的产能扩建至8万吨/年，届时公司总产能将达到21万吨。而其他三个项目将为TDI生产提供原料，是其配套项目，项目建成后有望进一步降低TDI生产成本，在收入增加的基础上毛利率有望提升。

4、盈利预测及估值

我们假设公司在建项目顺利进行，并按计划全部达产，且正常运转，预计2012-2014年公司每股收益分别为1.09元、1.30元和1.51元，对应的动态市盈率分别为16倍、13倍和11倍，相对于烟台万华等其他可比公司而言，公司目前估值相对较高，因此我们首次给予公司“持有”评级，待股价回调后我们再适时调高评级。

5、风险提示

原材料价格波动风险；在建项目不达预期风险。

图表3 沧州大化盈利预测表

资产负债表 (万元)						利润表 (万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E		2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
流动资产	145,024	109,554	180,337	212,671	230,426	营业收入	258,490	258,646	330,561	415,872	474,846
现金	92,011	56,345	117,850	132,462	139,254	营业成本	211,817	219,371	257,118	326,342	372,342
应收账款	736	1,007	1,250	1,524	1,777	营业税金及附加	571	256	478	591	644
其它应收款	10,192	546	4,820	6,057	5,933	营业费用	1,706	1,541	2,076	2,589	2,943
预付账款	5,235	5,181	5,743	7,558	8,549	管理费用	22,056	20,858	27,701	34,518	39,353
存货	32,565	30,548	38,644	48,034	54,698	财务费用	9,656	9,601	11,667	15,074	17,130
其他	4,286	15,928	12,030	17,036	20,215	资产减值损失	569	211	-	-	-
非流动资产	265,831	316,734	388,551	461,542	518,720	公允价值变动收益	-	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	-	投资净收益	-	-	-	-	-
固定资产	213,211	193,464	288,471	370,470	437,681	营业利润	12,115	6,809	31,522	36,758	42,434
无形资产	12,863	13,284	13,866	14,248	14,609	营业外收入	294	382	-	-	-
其他	39,757	109,986	86,213	76,824	66,430	营业外支出	237	197	-	-	-
资产总计	410,855	426,288	568,888	674,212	749,146	利润总额	12,172	6,994	31,522	36,758	42,434
流动负债	106,507	98,196	198,136	261,276	293,965	所得税	4,650	5,184	16,941	21,300	25,138
短期借款	19,100	8,800	100,912	154,501	179,402	净利润	7,522	1,810	14,580	15,458	17,295
应付账款	18,042	25,725	27,002	34,526	40,008	少数股东损益	-2,026	-5,210	-13,791	-18,187	-21,954
其他	69,365	63,670	70,221	72,249	74,555	归属母公司净利润	9,548	7,020	28,372	33,645	39,249
非流动负债	153,542	179,309	208,166	241,268	273,222	EPS (元)	0.37	0.27	1.09	1.30	1.61
长期借款	128,198	159,280	189,547	221,058	253,572						
其他	25,344	20,029	18,620	20,210	19,650	主要财务比率	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
负债合计	260,050	277,505	406,302	502,544	567,187	成长能力					
少数股东权益	30,400	25,190	11,399	-6,788	-28,742	营业收入	46.9%	0.1%	27.8%	25.8%	14.2%
股本	25,933	25,933	25,933	25,933	25,933	营业利润	55.1%	-43.8%	362.9%	16.6%	15.4%
资本公积	35,614	35,614	35,614	35,614	35,614	归属于母公司净利润	42.6%	-26.5%	304.2%	18.6%	16.7%
留存收益	58,398	62,046	89,640	116,909	149,155	盈利能力					
归属母公司股东权益	120,406	123,593	151,187	178,456	210,702	毛利率	18.1%	15.2%	22.2%	21.5%	21.6%
负债和股东权益	410,855	426,288	568,888	674,212	749,146	期间费用率	12.4%	12.5%	12.5%	12.5%	15.4%
						净利率	3.7%	2.7%	8.6%	8.1%	8.3%
						ROE	7.9%	5.7%	18.8%	18.9%	18.6%
现金流量表 (万元)	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E	偿债能力					
经营现金流	19,781	13,000	52,667	59,720	80,347	资产负债率	63.3%	65.1%	71.4%	74.5%	75.7%
净利润	7,522	1,810	14,580	15,458	17,295	净负债比率	73.5%	75.9%	81.1%	82.9%	83.5%
折旧摊销	22,138	22,518	25,725	37,497	49,056	流动比率	1.36	1.12	0.91	0.81	0.78
财务费用	9,656	9,601	11,667	15,074	17,130	速动比率	1.06	0.80	0.72	0.63	0.60
投资损失	-	-	-	-	-	营运能力					
营运资金变动	-20,730	-22,636	1,050	-8,410	-3,111	总资产周转率	0.67	0.62	0.66	0.67	0.67
其它	1,194	1,708	-355	102	-23	应收账款周转率	309.21	296.74	292.85	299.82	287.74
投资活动现金流	-40,842	-56,323	-97,458	-110,780	-106,432	应付账款周转率	12.59	10.02	9.75	10.61	9.99
资本支出	40,856	56,592	96,282	109,683	105,354	每股指标 (元)					
长期投资	-	-	-	-	-	EPS	0.37	0.27	1.09	1.30	1.61
其他	14	270	-1,177	-1,097	-1,078	每股净资产	4.64	4.77	5.83	6.88	8.12
筹资活动现金流	37,611	9,801	106,296	65,671	32,878	估值比率					
短期借款	-40,500	-10,300	92,112	53,589	24,901	P/E	46.5	63.2	15.6	13.2	11.3
长期借款	52,600	31,082	30,267	31,512	32,514	P/B	3.7	3.6	2.9	2.5	2.1
普通股增加	-	-	-	-	-						
资本公积增加	-	-	-	-	-						
其他	25,511	-10,981	-16,082	-19,429	-24,538						
现金净增加额	20,000	15,300	61,505	14,612	6,792						

数据来源：联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

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。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。