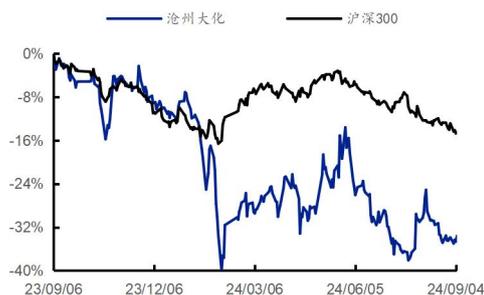


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师：李振方 S0350524080003
 lizf@ghzq.com.cn

持续推进技术进步，2024H1 业绩承压

——沧州大化（600230）2024 年中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
沧州大化	-4.8%	-10.2%	-33.2%
沪深 300	-2.6%	-9.4%	-14.7%

市场数据

市场数据	2024/09/05
当前价格（元）	9.68
52 周价格区间（元）	8.22-14.82
总市值（百万）	4,007.14
流通市值（百万）	4,007.14
总股本（万股）	41,396.10
流通股本（万股）	41,396.10
日均成交额（百万）	15.49
近一月换手（%）	0.82

事件：

2024 年 8 月 31 日，沧州大化发布 2024 年半年度报告：2024 年上半年实现营业收入 25.53 亿元，同比+11.03%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比-75.97%；实现扣非归母净利润 0.30 亿元，同比-75.80%；销售毛利率 8.28%，同比-7.72 个 pct，销售净利率 1.41%，同比-3.92pct；经营活动现金流净额为 1.96 亿元，同比-35.49%。

2024Q2 单季度，公司实现营业收入 13.09 亿元，同比+13.76%，环比+5.14%；实现归母净利润为 0.09 亿元，同比-82.14%，环比-56.34%；扣非后归母净利润 0.09 亿元，同比-82.54%，环比-58.11%；经营活动现金流净额为 0.94 亿元，同比-63.86%，环比-0.07 亿元。销售毛利率为 7.48%，同比-7.40 个 pct，环比-1.64 个 pct；销售净利率为 0.97%，同比-3.39 个 pct，环比-0.91 个 pct。

投资要点：

■ PC、双酚 A 产品销量增加，2024H1 营收同比上涨

2024 年上半年，受益于公司 PC、双酚 A 等产品销量上涨，公司实现营业收入 25.53 亿元，同比+11.03%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比-75.97%；期间费用方面，2024 年上半年公司销售费用率为 0.12%，同比-0.01 个 pct；管理费用率为 3.42%，同比-1.31 个 pct，主要系第三期股权激励未达到行权条件导致管理费用较上年同期减少所致；研发费用率为 3.62%，同比-0.07 个 pct；财务费用率为 0.18%，同比-0.64 个 pct，主要系 2024H1 贷款本金及利率均降低，利息费用减少影响所致。经营活动现金净流量为 1.96 亿元，同比减少 35.49%，主要系 2024H1 购买商品、接受劳务支付的现金较上年增加所致。2024 年上半年公司继续保持生产稳定，共销售液碱 17.5 万吨。

■ 终端需求减弱，公司 2024H1 业绩承压

2024 年上半年实现净利润 0.36 亿元，同比下降 70.57%。公司的主营业务包括甲苯二异氰酸酯（TDI）、烧碱产品、聚碳酸酯（PC）产品和双酚 A（BPA）产品。2024 年上半年 TDI 实现营收 11.22 亿元，同比下降 14.91%，主要系终端消费始终未见改善，恰逢行业淡季、市场价格持续下跌所致。2024 年上半年液碱实现营收 1.19 亿元，同比下降 14.81%，

主要系下游需求弱化影响所致。2024年上半年PC实现营收6.97亿元，同比上涨24.06%。国内PC集中扩能暂告一段落，行业发展进入消化存量产能周期，由于上游原料集中扩能，大幅让利位于下端的PC，因此PC行业的盈利情况较过去几年有所改善，国内产能利用率及产量也随之大幅提升，供需矛盾仍存在。近几年来，国内双酚A产能增速加快，导致行业供需紧平衡态势逐步转变为供应过剩。目前公司双酚A产能20万吨/年，占国内产能的3.6%，公司双酚A主要以满足公司下游PC装置自用为主，部分双酚A外售。

■ 上下游配套衔接，持续推进技术进步

目前，公司拥有年产16万吨TDI、10万吨PC及相关配套产品的生产规模，形成了上下游产业链相衔接的优势，在国内同业中具备一定的规模优势。公司是我国首家规模生产TDI的企业，通过引进瑞典国际化工技术并进行自主改造，获得了部分自主知识产权，巩固了在TDI生产领域的地位。公司现有TDI和PC装置的运行管理水平处于行业领先，部分PC产品可替代进口，并在高端领域取得突破，成为国内首家连续生产共聚硅PC和高分子量溴化PC的企业。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司2024-2026年营业收入为51.08、53.03、56.13亿元，归母净利润分别为0.52、1.67、3.05亿元，对应PE分别77.39、24.06、13.13倍，考虑公司经营稳健，TDI、PC等装置技术成熟可靠，具有一定规模优势和上下游配套优势，公司有望快速成长。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示** 安全生产风险；产品价格波动风险；环保风险；原材料价格波动等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4867	5108	5303	5613
增长率(%)	-1	5	4	6
归母净利润(百万元)	190	52	167	305
增长率(%)	-55	-73	222	83
摊薄每股收益(元)	0.46	0.13	0.40	0.74
ROE(%)	5	1	4	7
P/E	29.07	77.39	24.06	13.13
P/B	1.40	1.00	0.97	0.92
P/S	1.15	0.78	0.76	0.71
EV/EBITDA	8.06	7.46	5.87	4.55

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

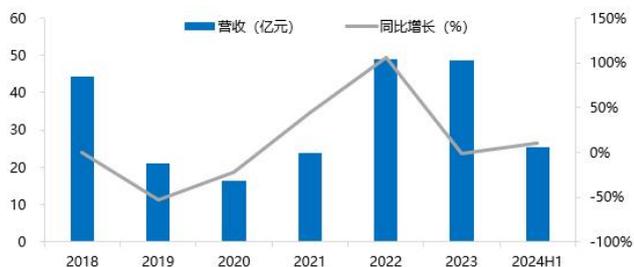
表 1：沧州大化分板块经营数据

业务板块		2020	2021	2022	2023	2024H1	2024H1 同比
TDI	营收 (亿元)	13.03	18.14	27.23	24.77	11.22	
	毛利 (亿元)	0.46	1.86	3.91	3.21		
	毛利率 (%)	3.53%	10.24%	14.36%	12.94%		
改性聚碳酸酯 (PC)	营收 (亿元)			13.90	12.92	6.97	
	毛利 (亿元)			-0.10	1.31		
	毛利率 (%)			-0.75%	10.13%		
双酚 A (BPA)	营收 (亿元)				7.31	5.58	
	毛利 (亿元)				0.07		
	毛利率 (%)				1.01%		
离子膜烧碱	营收 (亿元)	1.94	2.51	3.47	2.40	1.19	
	毛利 (亿元)	0.34	1.10	1.83	1.00		
	毛利率 (%)	17.30%	43.73%	52.81%	41.79%		
其他	营收 (亿元)	1.56	3.23	4.54	1.27	0.57	
	毛利 (亿元)	0.37	1.34	2.28	0.94		
	毛利率 (%)	23.72%	41.57%	50.16%	73.75%		
营业收入 (亿元)		16.53	23.87	49.14	48.67	25.53	11.03%
毛利润 (亿元)		1.17	4.29	7.92	6.53	2.12	-42.51%
毛利率 (%)		7.05%	17.99%	16.11%	13.42%	8.28%	-7.72 个 pct
归母净利润 (亿元)		0.37	2.20	4.20	1.90	0.29	-75.97%

资料来源：Wind，国海证券研究所

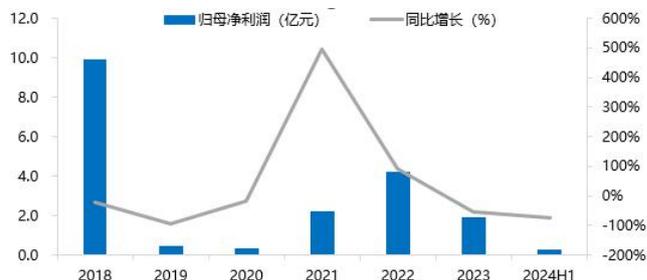
2、公司财务数据

图 1：2024 年上半年营收同比+11.03%



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：2024 年上半年归母净利润同比-75.97%



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：2024 年上半年净资产收益率为 0.73%



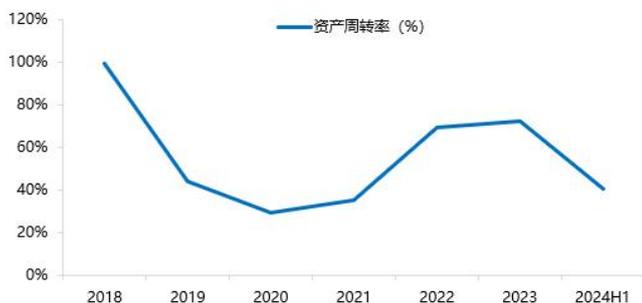
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：2024 年上半年资产负债率为 30.72%



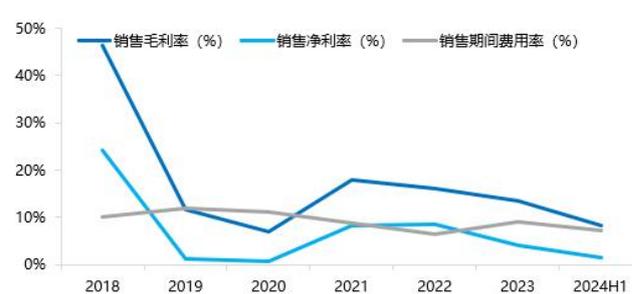
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：2024 年上半年资产周转率为 40.47%



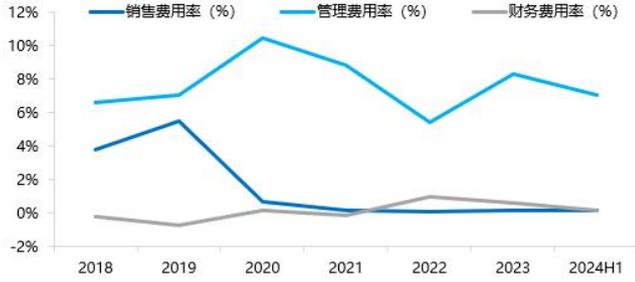
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：2024 年上半年毛利率为 8.28%



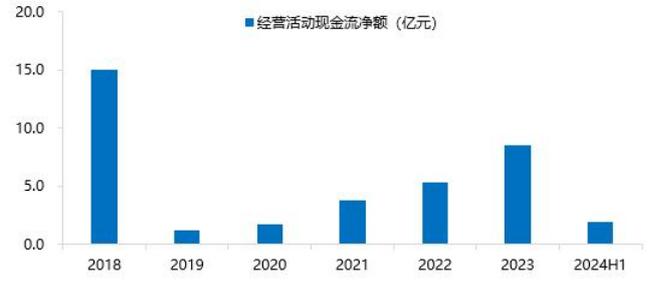
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：2024 年上半年期间费用率为 7.34%



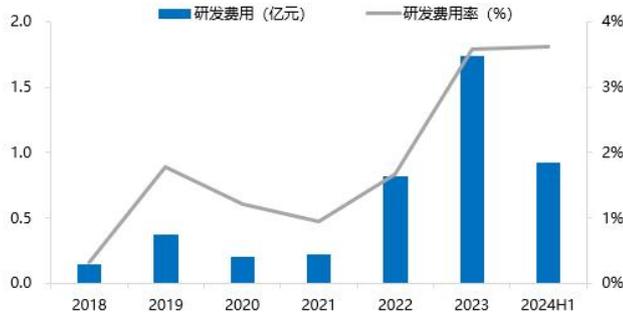
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：2024 年上半年经营活动现金净额 1.96 亿元



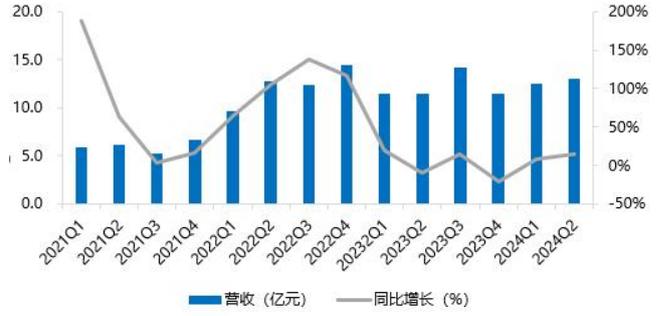
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：2024 年上半年研发费用达 0.92 亿元



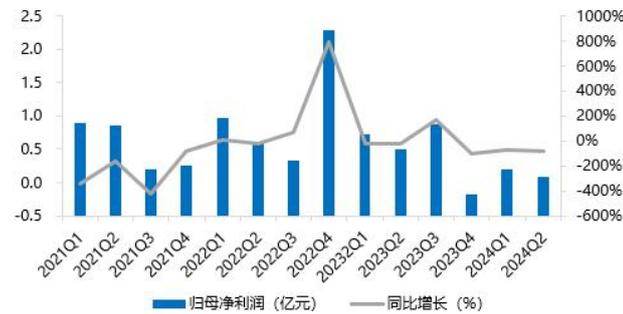
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10：2024Q2 营收同比+13.76%



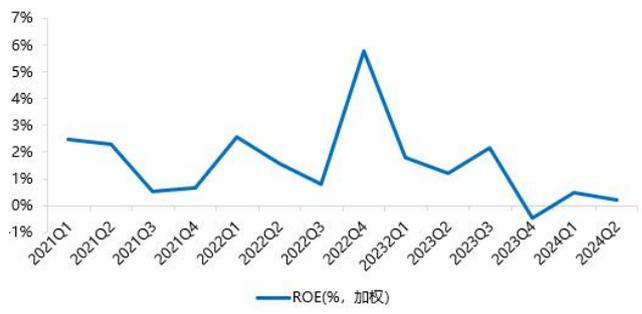
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 11：2024Q2 归母净利润同比-82.14%



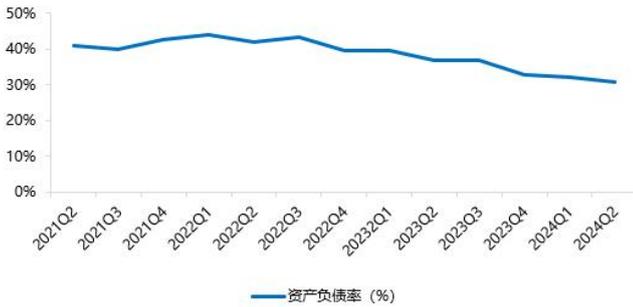
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 12：季度净资产收益率



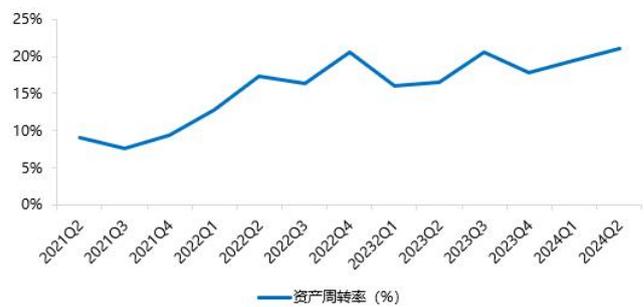
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 13: 季度资产负债率



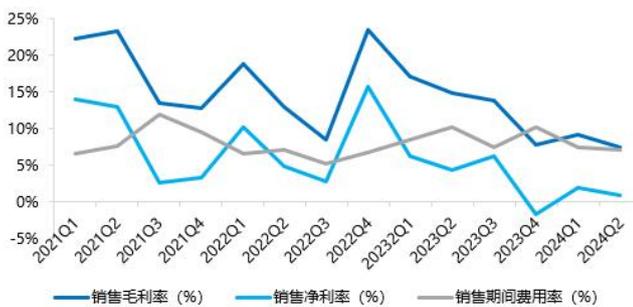
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 季度资产周转率



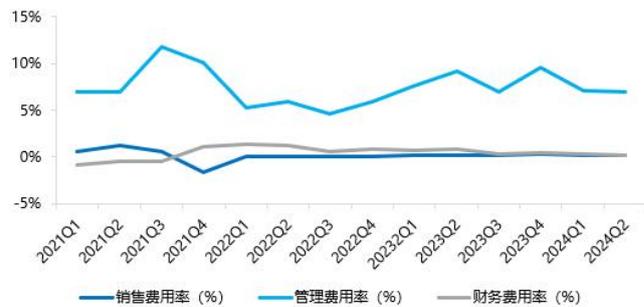
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 季度毛利率、净利率及期间费用率



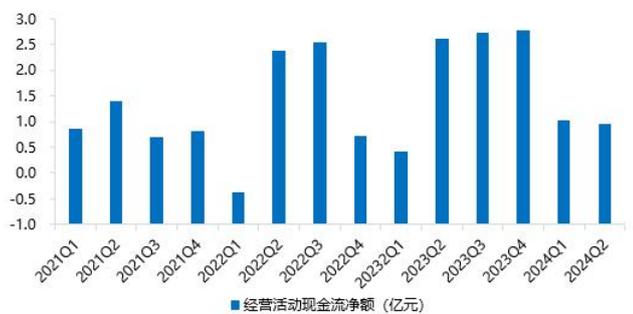
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 季度期间费用率



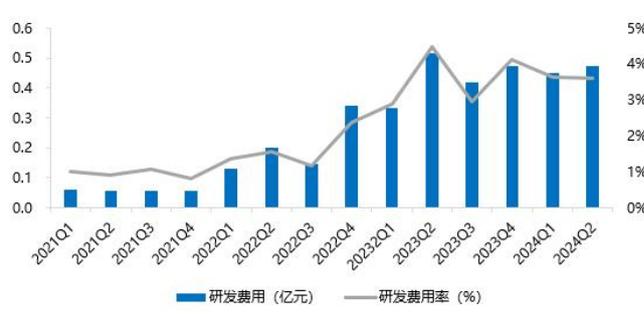
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 2024Q2 经营活动现金流净额 0.94 亿元



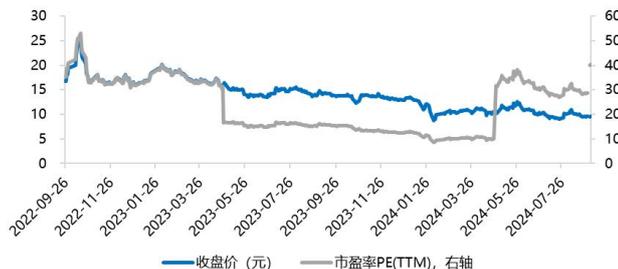
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 18: 季度研发费用情况



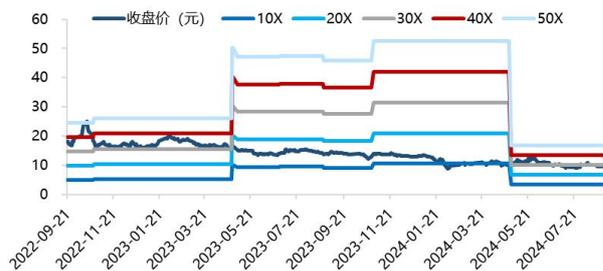
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 19: 沧州大化收盘价及 PE (TTM)



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (数据截至 2024/9/5)

图 20: 沧州大化 PE-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (数据截至 2024/9/5)

图 21: 沧州大化 PB-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (数据截至 2024/9/5)

3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入为 51.08、53.03、56.13 亿元，归母净利润分别为 0.52、1.67、3.05 亿元，对应 PE 分别 77.39、24.06、13.13 倍，考虑公司经营稳健，TDI、PC 等装置技术成熟可靠，具有一定规模优势和上下游配套优势，公司有望快速成长。首次覆盖，给予“买入”评级。

4、风险提示

安全生产风险；产品价格波动风险；环保风险；原材料价格波动等。

附表：沧州大化盈利预测表

证券代码：	600230				股价：	9.68	投资评级：	买入	日期：	2024/09/05
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	5%	1%	4%	7%	EPS	0.46	0.13	0.40	0.74	
毛利率	13%	8%	11%	13%	BVPS	9.61	9.73	10.01	10.54	
期间费率	5%	5%	5%	5%	估值					
销售净利率	4%	1%	3%	5%	P/E	29.07	77.39	24.06	13.13	
成长能力					P/B	1.40	1.00	0.97	0.92	
收入增长率	-1%	5%	4%	6%	P/S	1.15	0.78	0.76	0.71	
利润增长率	-55%	-73%	222%	83%						
营运能力					利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.72	0.77	0.78	0.81	营业收入	4867	5108	5303	5613	
应收账款周转率	85.76	113.74	112.62	104.15	营业成本	4214	4676	4742	4863	
存货周转率	11.00	11.47	10.54	10.89	营业税金及附加	12	16	14	15	
偿债能力					销售费用	8	6	6	7	
资产负债率	33%	36%	34%	34%	管理费用	228	250	235	262	
流动比	0.81	0.85	0.88	0.96	财务费用	27	17	15	15	
速动比	0.54	0.58	0.60	0.68	其他费用/（-收入）	174	102	128	149	
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	197	53	175	317	
现金及现金等价物	178	228	249	396	营业外净收支	3	0	0	0	
应收款项	336	485	453	467	利润总额	199	53	175	317	
存货净额	360	455	445	448	所得税费用	6	-7	-1	-11	
其他流动资产	324	390	358	391	净利润	194	60	176	328	
流动资产合计	1197	1558	1505	1702	少数股东损益	3	8	9	23	
固定资产	4788	4810	4895	5039	归属于母公司净利润	190	52	167	305	
在建工程	55	44	36	28	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	
无形资产及其他	371	389	366	343	经营活动现金流	855	636	695	962	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	190	52	167	305	
资产总计	6412	6801	6801	7113	少数股东损益	3	8	9	23	
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	508	512	547	587	
应付款项	835	1080	951	1021	公允价值变动	0	0	0	0	
合同负债	58	105	93	94	营运资金变动	75	39	-54	20	
其他流动负债	580	643	656	656	投资活动现金流	-54	-543	-604	-705	
流动负债合计	1473	1828	1700	1770	资本支出	-54	-524	-600	-700	
长期借款及应付债券	556	556	556	556	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	66	65	65	65	其他	0	-19	-4	-5	
长期负债合计	621	620	620	620	筹资活动现金流	-840	-44	-70	-109	
负债合计	2094	2448	2321	2390	债务融资	-713	6	0	0	
股本	416	416	416	416	权益融资	0	-11	0	0	
股东权益	4318	4353	4481	4722	其它	-127	-40	-70	-109	
负债和股东权益总计	6412	6801	6801	7113	现金净增加额	-36	50	21	148	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，9年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

李振方，化工行业分析师，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

董伯骏，研究所所长助理，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，6年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，李振方，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。