

## 沧州大化（600230）：07年爆炸后遗症仍未消除，外购DNT增加公司成本 中性（维持）

化工

当前股价：11.25 元

报告日期：2009 年 3 月 3 日

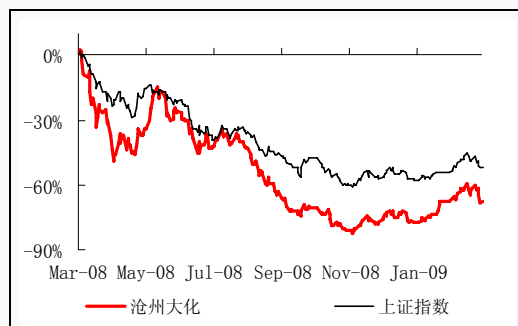
### 主要财务指标（单位：百万元）

|                | 2007A   | 2008A   | 2009E   | 2010E  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入           | 1,502   | 2,022   | 2,029   | 2,626  |
| (+/-)          | -8.83%  | 34.57%  | 0.36%   | 29.44% |
| 营业利润           | 189     | 282     | 236     | 399    |
| (+/-)          | -4.23%  | 49.53%  | -16.52% | 69.14% |
| 归属于母公司<br>的净利润 | 79      | 166     | 130     | 219    |
| (+/-)          | -25.72% | 110.58% | -21.91% | 69.14% |
| 每股收益（元）        | 0.30    | 0.64    | 0.50    | 0.85   |
| 市盈率（倍）         | 38      | 17      | 22      | 13     |

### 公司基本情况（2009 年 3 月 3 日止）

|              |               |
|--------------|---------------|
| 总股本/已流通股（万股） | 25,933/12,059 |
| 流通市值（亿元）     | 13.57         |
| 每股净资产（元）     | 4.21          |
| 资产负债率（%）     | 53.16         |

### 股价表现（最近一年）



天相能源与基础设施组

联系人：丁思德

010-66045431 [dingsd@txsec.com](mailto:dingsd@txsec.com)

服务热线 010-66045555

服务邮箱 [service@txsec.com](mailto:service@txsec.com)

- 2008 年公司实现营业收入 20.22 亿元，同比增长 34.57%；实现利润总额 2.81 亿元，同比增长 146.35%；实现归属于母公司所有者的净利润 1.66 亿元，同比增长 110.58%；摊薄后每股收益 0.64 元。公司向全体股东每 10 股派发现金红利 1.3 元（含税），不送红股也不进行公积金转增股本。
- **TDI 正常运转，08 年公司利润总额同比大幅提高。**公司的主营产品 TDI 07 年发生甲苯硝化装置“5.11”爆炸，停车半年，而 08 年 TDI 装置运转正常，使得公司 08 年营业收入、利润总额同比分别增长 34.57%、146.35%，同样道理，08 年经营活动产生的现金流量同比上升了 225.27%。
- **爆炸后遗症仍未消除，外购 DNT 增加公司成本。**自 07 年公司 TDI 发生甲苯硝化装置“5.11”爆炸之后，虽然公司 TDI 恢复正常运转，但由于硝化生产系统停止使用，主要原料 DNT 由自产转为外购，公司对 DNT 的议价能力相对甲苯较弱，使每吨 TDI 增加成本 2600 元左右，使得 08 年 TDI 毛利率同比下降 17.3 个百分点。预计公司短期内仍采用外购 DNT 的方式，预计 09 年公司 TDI 毛利率保持相对较低水平的可能性较大。另外，公司 09 年新增 5 万吨 TDI 即将投产，对目前已经需求疲软的市场构成一定冲击。
- **价格相对稳定，尿素有望保持较高的毛利率水平。**公司具有 50 万吨的气头尿素产能，公司主导产品“铁狮”牌尿素具有一定的市场地位，是河北区域市场的龙头企业，约占河北化肥市场需求总量的 12% 左右。公司尿素 08 年毛利率同比提高 2.8 个百分点至 26.6%，尿素主要用于农业生产，需求有所保证，在目前弱市中更能有效地抵制产品需求不足和大幅跌价风险。另外，国家取消化肥价格管制，将进一步减少成本波动对生产企业的影响，尿素的盈利比较确定，有望保持较高的毛利率水平。
- **风险提示。**（1）TDI、DNT 价格走势的不确定性。（2）需求波动对 TDI、尿素销量的影响。
- **盈利预测及评级。**我们预计公司 09-10 年的 EPS 分别为 0.50 元和 0.85 元，以 3 月 2 日收盘价 11.25 元计算，对应的动态市盈率分别为 22 倍和 13 倍，虽然公司 TDI 产能扩张明确，但外购 DNT 会削弱公司的盈利能力，我们对公司 09 年 TDI 毛利率不乐观，维持“中性”的投资评级。

图表 1: 沧州大化盈利预测

| 单位: 万元                 | 2007           | 2008           | 2009E          | 2010E          |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>一、营业收入</b>          | <b>150,230</b> | <b>202,163</b> | <b>202,896</b> | <b>262,630</b> |
| 增长率 (%)                | -8.83%         | 34.57%         | 9.98%          | 29.44%         |
| 减: 营业成本                | 107,720        | 149,343        | 156,674        | 192,817        |
| 营业税金及附加                | 328            | 459            | 507            | 657            |
| 资产减值损失                 | 1,206          | 2,567          | 0              | 0              |
| 营业毛利                   | 40,976         | 49,795         | 45,715         | 69,156         |
| 增长率 (%)                | 22.52%         | 21.52%         | -6.25%         | 51.28%         |
| 毛利率 (%)                | 27.28%         | 24.63%         | 22.53%         | 26.33%         |
| 减: 销售费用                | 1,119          | 942            | 1,014          | 1,313          |
| 管理费用                   | 18,394         | 17,595         | 18,261         | 23,111         |
| 财务费用                   | 2,574          | 3,011          | 2,870          | 4,849          |
| 加: 公允价值变动净收益           | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 投资净收益                  | 0              | 0              | 10             | 0              |
| 影响营业利润的其他科目            | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>二、营业利润</b>          | <b>18,889</b>  | <b>28,245</b>  | <b>23,579</b>  | <b>39,882</b>  |
| 营业利润率 (%)              | 12.57%         | 13.97%         | 11.62%         | 15.19%         |
| 增长率 (%)                | -4.23%         | 49.53%         | -21.88%        | 69.14%         |
| 加: 营业外收入               | 62             | 357            | 0              | 0              |
| 减: 营业外支出               | 7,555          | 527            | 0              | 0              |
| <b>三、利润总额</b>          | <b>11,397</b>  | <b>28,076</b>  | <b>23,579</b>  | <b>39,882</b>  |
| 增长率 (%)                | -42.19%        | 146.35%        | -21.25%        | 69.14%         |
| 利润率 (%)                | 7.59%          | 13.89%         | 11.62%         | 15.19%         |
| 减: 所得税                 | 4,756          | 7,037          | 5,895          | 9,971          |
| 实际税负比率 (%)             | 41.74%         | 25.07%         | 25.00%         | 25.00%         |
| 少数股东损益                 | -1,246         | 4,431          | 4,716          | 7,976          |
| <b>四、归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>7,887</b>   | <b>16,607</b>  | <b>12,969</b>  | <b>21,935</b>  |
| 增长率 (%)                | -25.72%        | 110.58%        | -21.25%        | 69.14%         |
| 净利润率 (%)               | 5.25%          | 8.21%          | 6.39%          | 8.35%          |
| <b>每股收益 (元)</b>        | <b>0.30</b>    | <b>0.64</b>    | <b>0.50</b>    | <b>0.85</b>    |

资料来源: 天相投资顾问有限公司

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入   | >15%           |
| 2 | 增持   | 5---15%        |
| 3 | 中性   | (-)5%---(+)5%  |
| 4 | 减持   | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出   | <(-)15%        |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                                |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140        |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层<br>电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088            |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120            |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041      |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002            |