

公司名称(600230)

TDI 进入微利时代

— 沧州大化 (600230) 年报点评

刘威

86-10-58362155

本报告导读:

- 公司09年业绩同比增长110.58%
- 预期09年-10年公司业绩为0.51元, 09年为0.62元, 公司评级: 中性

投资要点:

- 沧州大化 08 年实现营业收入 20.22 亿元, 净利润 1.66 亿元, 分别同比增长 34.57%, 110.58%, 公司实现每股收益 0.64 元。
- 公司营业收入、净利润均出现大幅上涨, 主要原因是: 公司控股子公司 TDI 公司 2007 年发生事故, 停车半年, 而今年正常生产, 故增幅较大。报告期内公司实现 TDI 产量 3.02 万吨, 较去年增加 92.35%。报告期内 TDI 实现均价 28891 元/吨, 同比下降 2.8%。
- 截止 2008 年 12 月底, 公司 5 万吨 TDI 项目累计投资 11.88 亿元, 项目厂前区建设已完工, 公司去年 10 月发生氮气窒息事故 1 起, 造成 1 名职工死亡。目前该项目处于暂停状态, 要等相关部门批准后才能继续开工, 预计全年公司实现 TDI 产量 5 万吨, 而此前预期为 7 万吨。
- 由于下游家具等、床上用品等行业开工率下降, TDI 需求低迷, 同时 2009 年国内将有沧州大化 5 万吨, 锦化氯碱 5 万吨以及甘肃银光扩能 3~5 万吨的新增产能, 预计 TDI 价差难以回升。
- 随着国家对农业的扶持程度逐步加大, 未来两年尿素行业将保持 3—5% 的需求增速, 发改委今年 1 月 24 日宣布取消化肥价格限制政策, 预计公司尿素产品价格将会小幅提升。
- 预计公司 09、10 年每股收益 0.51 元、0.62 元, 公司目前对应 09 年动态 PE22.06 倍, 给予公司“中性”的投资评级。

(百万元, 元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售收入(百万元)	1502	2022	1727	2242	2309
EBITDA(百万元)	343	451	476	533	524
净利润	79	166	133	161	143
摊薄 EPS(元)	0.30	0.64	0.51	0.62	0.55
PE(X)	37.0	17.6	22.0	18.2	20.4
EV/EBITDA(X)	11.2	8.6	7.3	5.8	5.1
PB(X)	2.4	2.0	1.9	1.7	1.6
ROIC	6.19%	10.07%	7.08%	7.56%	6.42%
总资产周转率	0.68	0.74	0.59	0.78	0.76

评级: 中性

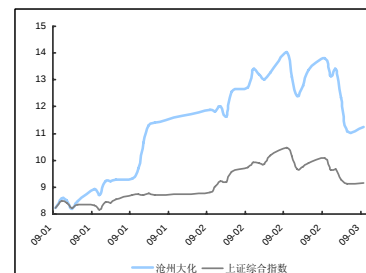
上次评级: 买入

目标价格: ¥12

上次预测: ¥14

当前价格: ¥10.79

2009.03.03



公司简介

公司是以生产和销售化肥等化工产品为主业的上市公司, 属国家大型一类企业。公司主要产品包括尿素、TDI (甲苯二异氰酸酯)、硝酸、硝酸铵和三聚氰胺, 其中尿素和 TDI 是公司主要收入和利润的来源。

相关报告

《复产在即, 迎来黄金发展期》

《烟雾散, 曙光现》

《行业向好, 公司增长更加明确》

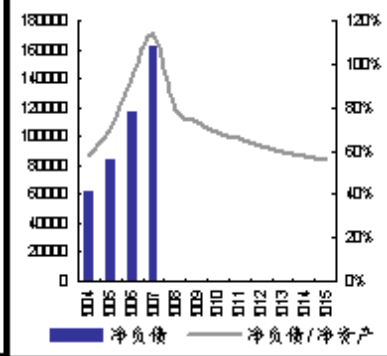
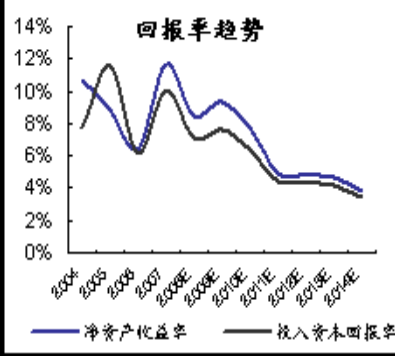
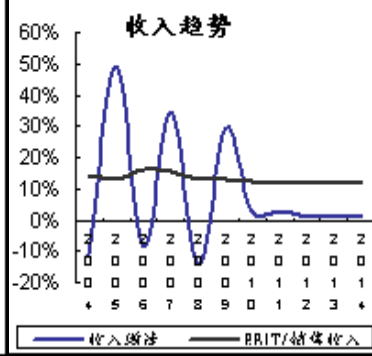
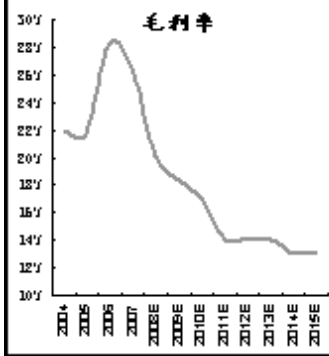
《TDI 价格大幅上涨》

2、三大表											
资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	259	459	468	858	1270	营业收入	1502	2022	1727	2242	2309
应收票据	31	1	1	1	1	营业成本	1077	1493	1380	1830	1916
应收账款	24	2	2	3	3	营业税金及附加	3	5	4	0	0
预付款项	95	22	22	22	22	销售费用	11	9	8	11	11
其他应收款	12	5	4	5	5	管理费用	184	176	121	157	162
存货	185	181	167	221	232	财务费用	26	30	40	30	29
其他流动资产	2	18	9	25	27	资产减值损失	12	26	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	903	828	1071	1058	914	投资收益	0	0	3	0	0
在建工程	274	952	491	260	145	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	572	467	467	467	467	营业利润	189	282	177	214	191
无形资产	32	86	75	63	52	营业外收支净额	-75	-2	0	0	0
长期待摊费用	1	2	0	-2	-5	税前利润	114	281	177	214	191
资产总计	2403	3041	2777	2981	3133	减：所得税	48	70	44	54	48
短期借款	400	384	0	0	0	净利润	66	210	133	161	143
应付票据	0	34	32	42	44	归属于母公司的净利					
应付账款	81	120	109	145	151	润	79	166	133	161	143
预收款项	45	183	183	183	183	少数股东损益	-12	44	0	0	0
应付职工薪酬	25	26	26	26	26	基本每股收益	0.30	0.64	0.51	0.62	0.55
应交税费	10	8	8	8	8	稀释每股收益	0.30	0.64	0.51	0.62	0.55
其他应付款	106	154	154	154	154	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他流动负债	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	470	650	650	650	650	营收增长率	-8.8%	34.6%	-14.6%	29.8%	3.0%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-8.8%	49.2%	-36.8%	14.4%	-10.1%
负债合计	1163	1617	1221	1265	1274	净利润增长率	-25.7%	110.6%	-20.2%	21.1%	-10.8%
股东权益合计	1240	1425	1557	1718	1861	盈利性					
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售毛利率	28.3%	26.1%	20.1%	18.4%	17.0%
净利润	66	210	133	161	143	销售净利率	5.2%	8.2%	7.7%	7.2%	6.2%
折旧与摊销销	116	113	262	289	304	ROE	6.4%	11.7%	8.5%	9.3%	7.7%
经营活动现金流	196	637	460	452	472	ROIC	6.19%	10.07%	7.08%	7.56%	6.42%
投资活动现金流	-340	-526	-28	-31	-31	估值倍数					
融资活动现金流	187	88	-423	-30	-29	PE	37.0	17.6	22.0	18.2	20.4
现金净变动	42	200	9	390	412	P/S	1.9	1.4	1.7	1.3	1.3
期初现金余额	217	259	459	468	858	P/B	2.4	2.0	1.9	1.7	1.6
期末现金余额	259	459	468	858	1270	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	11.2	8.6	7.3	5.8	5.1

3、DCF—WACC 输出											
	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	33823.4	21380.0	24451.5	21987.9	15513.0	15668.1	15824.8	13532.8	13668.1	13804.8	13942.8
所得税	8477.9	5345.0	6112.9	5497.0	3878.2	3917.0	3956.2	3383.2	3417.0	3451.2	3485.7
NOPLAT	13208.4	25345.5	16035.0	18338.6	16490.9	11634.7	11751.1	11868.6	10149.6	10251.1	10353.6
营运资金净变动	-2035.4	37767.2	1058.1	-2619.1	-395.1	-481.4	-120.3	-121.5	-169.0	-124.4	-125.7

资本支出	-49783.3	-3100.0	-3100.0	-3100.0	-3100.0	-3100.0	-3100.0	-3100.0	-3100.0	-3100.0	-3100.0
自由现金流	24591.1	40181.9	41497.2	43379.0	39350.3	40445.6	41031.9	39661.5	40166.6	40608.5	41028.1

WACC	5.8%	Ke	11.7%	估值		g				
永续增长率	1%	Kd	0.0%			0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
终值	24872.7	t	25%	WACC	5.20%	30.30	32.37	34.93	38.18	42.45
企业价值	861696.7	Rf	4%		5.70%	27.68	29.32	31.30	33.75	36.87
非核心资产价值	46760.0	E(Rm)	0.1075		6.20%	25.49	26.80	28.37	30.27	32.63
债务价值	70963.10	Rm - Rf	6%		5.83%	27.07	28.62	30.48	32.77	35.66
股权价值	790733.6	D/A	19.6%		7.20%	22.03	22.91	23.94	25.15	26.60
股本	25933.16	E/A	80.4%		7.70%	20.64	21.38	22.23	23.22	24.38
每股价值	30.491216	Beta	1.14		8.20%	19.42	20.05	20.76	21.57	22.52



渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 4、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买 入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中 性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖 出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2155-18
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 2845 1705	石化行业研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1653	房地产行业研究 周户 +86 105836 2155-26	有色行业研究 靳海明 +86 105836 2155-25
汽车行业研究 张立平 +86 105836 2155-24	电子信息行业研究 张晓亮 +86 105836 2155-21	机械行业研究 李新渠 +86 105836 2155-22	钢铁行业研究 马涛 +86 105836 2155-23
建筑建材行业研究 唐笑 +86 105836 2155-27	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	股指期货与金融工程研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659
转债与金融工程研究 章辉 +86 22 2845 1808	债券研究 徐华 +86 22 2845 1808	宏观策略研究 周喜 +86 22 2845 1972	营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn