

分析师： 鄢祝兵 徐斌 李兴 021-63295974

yanzb@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

TDI 高毛利时代很难再现, TDI 新项目为未来最大看点

事件描述

公司于近日发布年报称, 2008 年全年公司实现营业收入 20.22 亿元, 比上年增长 34.57 %; 利润总额 2.81 亿元, 比上年增长 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%。基本每股收益为 0.6404 元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.3 元 (含税), 公司不进行送红股也不进行公积金转增股本。

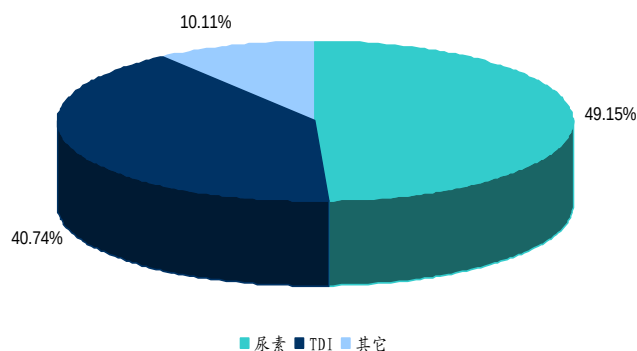
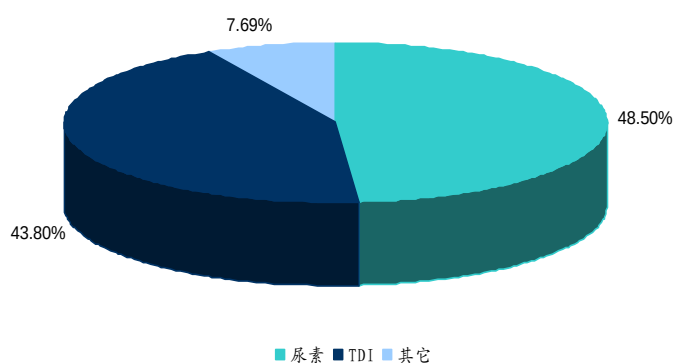
事件评论

第一, TDI 装置运行状况良好, 营业收入和利润均出现较大增长

公司主营业务收入为 TDI 和尿素两大类产品。2008 年全年共生产 TDI 3.02 万吨, 合成氨 37 万吨, 尿素 56 万吨, 浓硝酸 2.7663 万吨, 多孔硝酸铵 1.7548 万吨, 分别完成年计划的 102.78%、102.43%、138.32%、76.39%。由于公司进行战略性调整, 为实现股东效益最大化, 三聚氰胺装置 2008 年全年未开车。

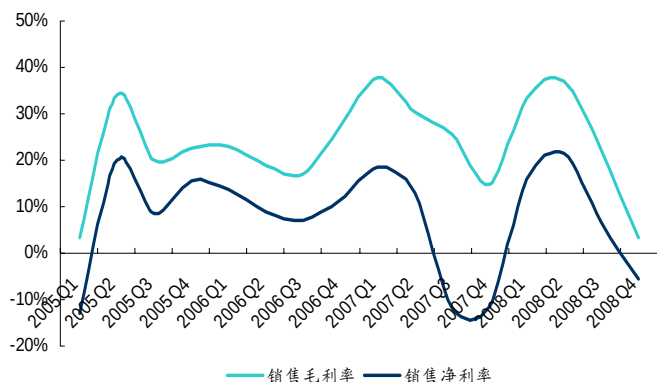
公司营业收入、利润总额、归属于母公司净利润较 07 年出现较大的增长最主要原因是 2007 年 5 月公司控股子公司 TDI 公司发生爆炸事故, 停产达半年, 而 08 年 TDI 公司装置生产运行正常, TDI 产销量大幅提升, 导致营业收入和利润增幅较大。但由于硝化生产系统停止使用, TDI 主要原料 DNT 由自产转为外购, 使得吨 TDI 成本增加 2600 元左右。此外, 电厂蒸汽停供, 影响了合成氨、尿素产量 15% 左右, 进入 10 月份以来生产装置始终在 85% 负荷下运转。

图 1: 2008 年公司主营业务收入主要来自尿素和 TDI 业务 图 2: 2008 年公司主营业务利润构成

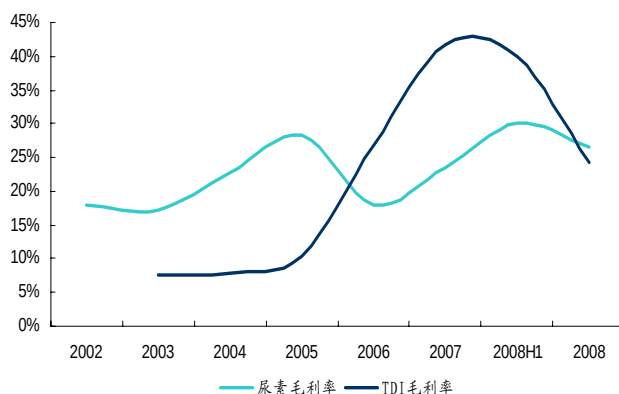


资料来源：公司公告 长江证券研究部

资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 3：公司近年来综合销售毛利率和净利率情况（按季度）


资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 4：近年来公司尿素和 TDI 产品毛利率情况


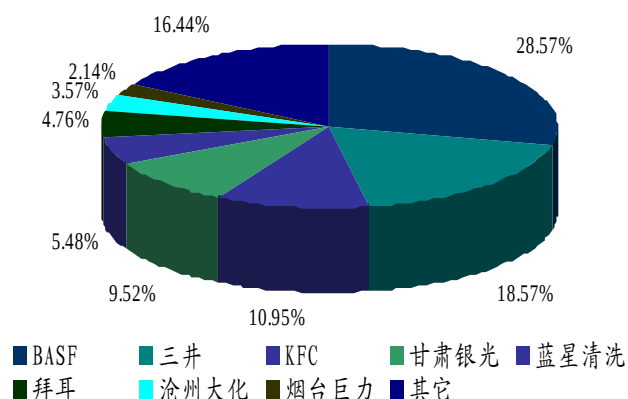
资料来源：公司公告 长江证券研究部

第二，TDI 行业供需压力较大，未来 TDI 高毛利时代很难再现

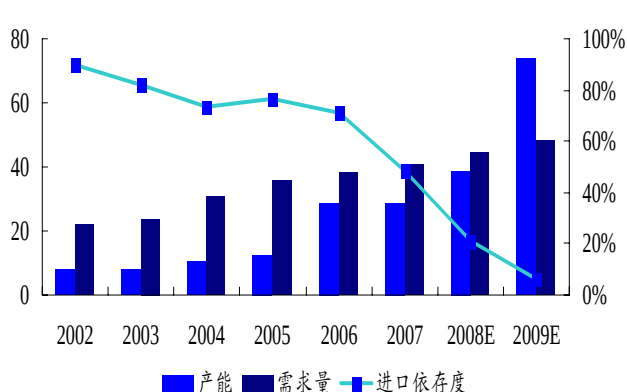
国内 TDI 对外依存度逐步降低，供给形成三足鼎力格局

近年来，随着经济发展和消费品升级，国内对沙发和床垫的消费保持高速增长，汽车的消费增长拉动汽车海绵座椅的需求，成为 TDI 需求长期的驱动因素。07 年我国 TDI 市场表观消费量约为 40.5 万吨，占全球消费总量的 20% 左右，07 年我国 TDI 产能达到 29 万 t/a，产量约为 21 万 t，国产货源供应量达到 20 万 t 左右，国产化率首次突破 50%，未来随着拜耳上海工厂及内资企业新建 TDI 装置的投产，对外依存度将逐步下降。

目前国内 TDI 生产企业主要有上海 BASF、甘肃银光、沧州大化、蓝星清洗、烟台巨力五家企业。除烟台巨力外，蓝星清洗和沧州大化为中国化工集团控股，甘肃银光被中国兵器工业集团控股。07 年上海 BASF、甘肃银光、蓝星清洗、沧州大化、烟台巨力产能分别为 16 万吨、5 万吨、3 万吨、3 万吨、2 万吨，目前国内 TDI 形成中国化工集团、中国兵器工业集团、BASF 三足鼎力之势。甘肃银光、沧州大化、蓝星清洗、烟台巨力在未来两年内产能均有扩充计划，同时 BASF 在上海漕泾的 16 万吨 TDI 装置也计划扩充至 30 万吨，我们保守估计 2009 年 TDI 产能将达到 70 万吨以上，到 2010 年有望实现国内供需平衡。

图 5：2007 年 TDI 供应商国内市场份额


资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

图 6：未来国内 TDI 对外依存度逐步降低（单位：万吨）


资料来源：环球聚氨酯 长江证券研究部

► 透支奥运行情后，受实际需求下滑影响，TDI价格开始理性回落

从去年6月初开始，TDI价格逐步有所回落，随着奥运结束后，运输限制逐渐解除，贸易商持续抛货减少库存，下游企业由于此前备有较多库存，接货意愿不强，导致TDI价格迅速回落；由于难以承受目前TDI价位，日本最大的TDI生产企业三井化学装置开工率已下降到50%以下，BAYER和DOW也将在接下来一段时间内对装置进行检修，未来如果全球TDI装置不出现意外的情况下，TDI价格将稳定在合理水平，TDI行业毛利率也将维持合理水平，TDI企业竞争优势在于成本控制优势和规模优势。

图 7：长三角地区甲苯价格走势（单位：元/吨）



资料来源：化工在线 长江证券研究部

图 8：长三角地区 TDI 价格走势（单位：元/吨）



资料来源：化工在线 长江证券研究部

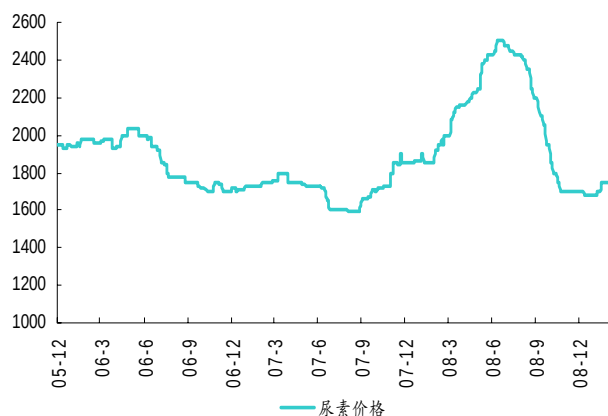
第三，公司新建TDI项目为主业未来最大看点

公司目前新建5万吨/年TDI项目进展顺利，公司预计出资12.32亿元投资该项目，截止2008年12月底，项目累计投资11.88亿元，项目厂前区建设已完工，造气、硝化、氢化、光化装置已基本完成安装，将依次进行设备的单体试车。预计09年年初新建项目完工投产，同时建成6万吨/年DNT装置供给公司TDI产品所需上游原料，将减少DNT对外依赖度，延伸产业链提升TDI产品综合毛利率。未来3~5年内，根据TDI国内外市场行情，公司拟计划再建设10万吨/年TDI项目，TDI新建项目为公司未来最大看点。

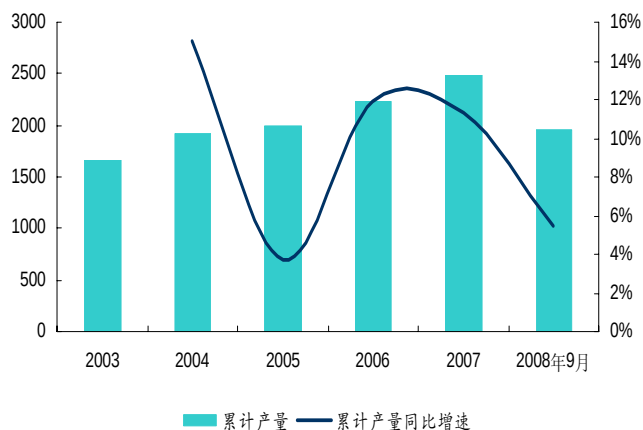
第四，气头尿素业务作为公司后盾稳定贡献利润

2007年~2008年将是我国尿素扩能项目投产高峰期，据不完全统计，截止2008年底，我国尿素产能将达到5836万吨/a，2009年已经公布拟建项目有240万吨，预计扩能速度将较2008年有所减缓，2010年尿素新建项目增幅将低于2009年。预计未来几年内尿素的需求年均增速在3%左右。从目前我国尿素产能、产量的增长趋势以及需求增长情况来看，未来几年总趋势是供大于需。

公司另一主要主营业务为尿素。公司是国内最大的化肥生产企业之一，目前占据河北地区12%左右的市场份额，目前尿素产能为58万吨，08年实现尿素产量56万吨，公司目前采用天然气合成尿素，以天然气为原料合成尿素与煤头尿素相比，成本压力略小一些，气头尿素作为公司主营业务后盾提供稳定利润来源，未来尿素业务主要风险在于天然气价格上调带来公司生产成本的增加，导致毛利率会有所下滑。

图 9：长三角地区尿素价格走势（单位：元/吨）


资料来源：化工在线 长江证券研究部

图 10：国内尿素累计产量增速下滑（单位：万吨）


资料来源：长江证券研究部

第五，估值与盈利预测

我们预计公司新建 5 万吨/年 TDI 项目预计 09 年年初投产，新 TDI 装置全年贡献 2 万吨左右产量，预计 09 年公司 TDI 全年产能为 5 万吨左右，考虑到 09 年全年 TDI 均价低于 08 年，暂不考虑拟建设的 10 万吨/年 TDI 项目，尿素 09 年、10 年产量均为 56 万吨，毛利率稳定在合理水平。我们预测公司 09 年、10 年 EPS 分别为 0.468 元、0.553 元，目前股价对应于 08 年、09 年动态 PE 为 25.2 和 21.32 左右，具有相对较安全的估值边际，维持前期“谨慎推荐”评级。

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	1502	1726	2021	2411	货币资金	259	173	202	241
营业成本	1077	1295	1652	1981	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	425	432	369	430	应收账款	36	57	67	80
% 营业收入	28.3%	25.0%	18.3%	17.9%	存货	185	230	293	352
营业税金及附加	3	4	4	5	预付账款	95	114	145	174
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	2	1	1	1
销售费用	11	12	14	17	流动资产合计	609	609	749	896
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	184	60	71	84	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.2%	3.5%	3.5%	3.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	26	37	36	36	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	2.1%	1.8%	1.5%	固定资产合计	903	972	1189	1177
资产减值损失	12	-13	1	1	无形资产	32	31	29	28
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	11	0	0	0
营业利润	189	332	243	287	其他非流动资产	847	847	847	847
% 营业收入	12.6%	19.2%	12.0%	11.9%	资产总计	2403	2458	2814	2948
营业外收支	-75	0	0	0	短期贷款	423	237	377	264
利润总额	114	332	243	287	应付款项	81	102	130	156
% 营业收入	7.6%	19.2%	12.0%	11.9%	预收账款	45	52	61	72
所得税费用	48	83	61	72	应付职工薪酬	25	30	38	45
净利润	66	249	182	215	应交税费	10	17	13	15
归属于母公司所有者的净利润	78.9	166.0	121.3	143.4	其他流动负债	107	109	139	166
少数股东损益	-12	83	61	72	流动负债合计	691	547	757	719
EPS (元/股)	0.30	0.64	0.47	0.55	长期借款	470	470	470	470
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	196	303	283	355	其他非流动负债	2	2	2	2
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	1163	1019	1229	1191
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	951	1068	1152	1253
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	289	372	432	504
固定资产投资	-340	-117	-320	-124	股东权益	1240	1439	1585	1757
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	2403	2458	2814	2948
投资活动现金流净额	-340	-117	-320	-124	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.304	0.640	0.468	0.553
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.67	4.12	4.44	4.83
银行贷款增加 (减少)	253	-185	140	-113	PE	38.77	18.42	25.20	21.32
筹资成本	66	-87	-73	-79	PEG	1.76	0.83	1.14	0.97
其他	-133	0	0	0	PB	3.21	2.86	2.65	2.44
筹资活动现金流净额	187	-272	67	-192	EV/EBITDA	11.19	8.58	9.64	7.72
现金净流量	42	-87	29	39	ROE	8.3%	15.6%	10.5%	11.4%
					EPS	0.304	0.640	0.468	0.553

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

鄢祝兵，上海交通大学生物化学与分子生物学专业硕士，曾就职于上海市肿瘤研究所，从事高分子药物载体制备研究工作，现为长江证券行业公司研究部化工行业分析师，研究领域为化工新材料。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。