

分析师： 李兴 021-65102116 lixing@cjsc.com.cn

联系人： 鄢祝兵 (8627) 65799773 yanzb@cjsc.com.cn

TDI 新建项目即将投产恰逢涨价好机遇

事件描述

公司于近日公布半年报，2009 年上半年公司实现营业收入 87391.51 万元，同比下降 24.26%，实现营业利润 7152.64 万元，同比下降 75.61%，实现归属于母公司净利润 5300.18 万元，同比下降 64.60%，实现每股收益 0.2044 元，每股经营性现金流为 0.4856 元。

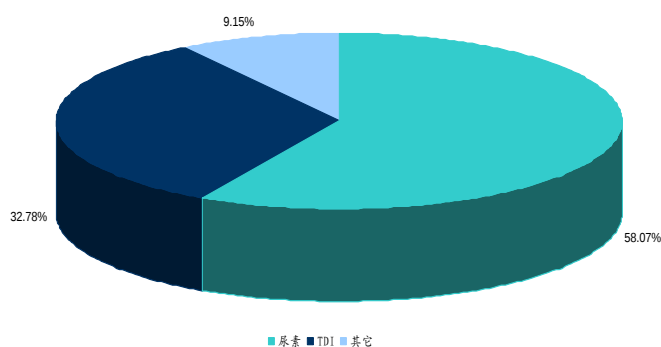
事件评论

第一，TDI 毛利率大幅下滑，导致公司上半年业绩大幅下滑

公司主营业务收入为 TDI 和尿素两大类产品。公司 2009 年 1-6 月份生产合成氨 19.37 万吨，同比减少 0.44 万吨；生产尿素 28.93 万吨，同比减少 1.45 万吨；生产浓硝酸 2.56 万吨，同比增加 1.15 万吨，由于公司进行战略性调整，为实现股东效益最大化，三聚氰胺生产装置、多孔硝酸铵生产装置未开车。TDI 公司 1-6 月生产 TDI 1.69 万吨，同比增加 0.12 万吨。

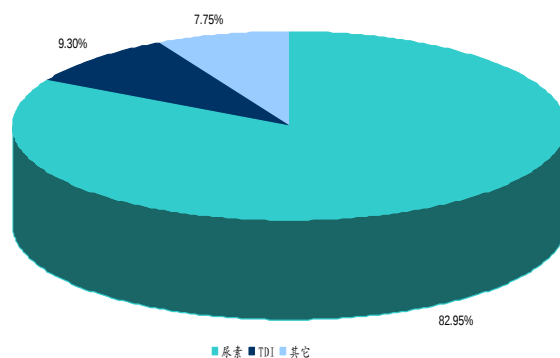
公司 2009 年上半年 TDI 毛利率仅为 5.64%，较上年同期的 39.92% 大幅下滑，导致公司上半年营业收入 87391.51 万元，同比下降 24.26%，实现营业利润 7152.64 万元，同比下降 75.61%，实现归属于母公司净利润 5300.18 万元，同比下降 64.60%。

图 1：2009 年中期公司主营业务收入构成

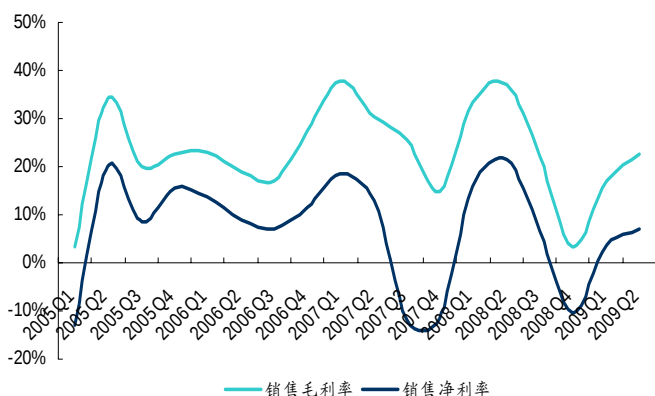


资料来源：公司公告 长江证券研究部

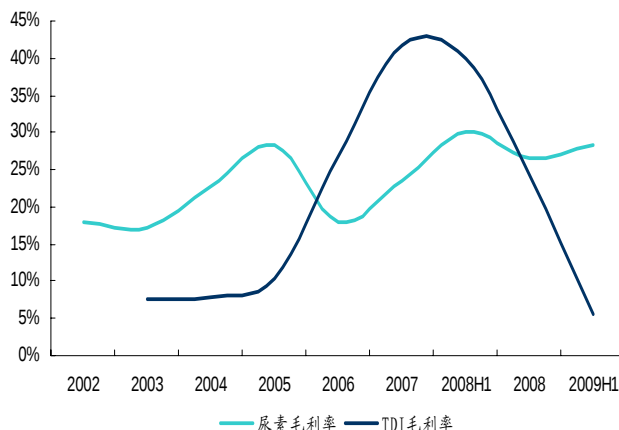
图 2：2009 年中期公司主营业务利润来自尿素



资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 3：今年一季度和二季度以来公司毛利率和净利率提升


资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 4：2009 年中期公司 TDI 毛利率出现较大下滑


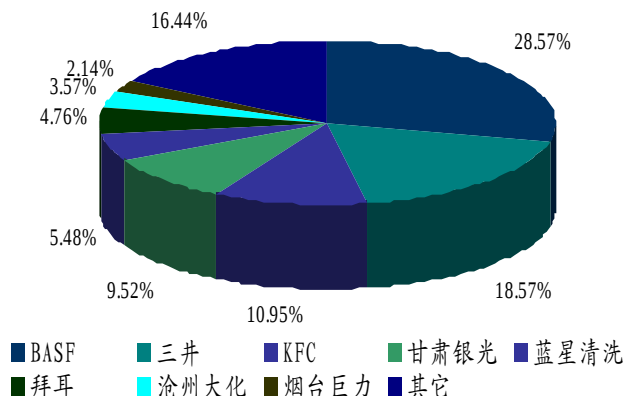
资料来源：公司公告 长江证券研究部

第二，TDI 行业供需压力较大，未来 TDI 高毛利时代很难再现

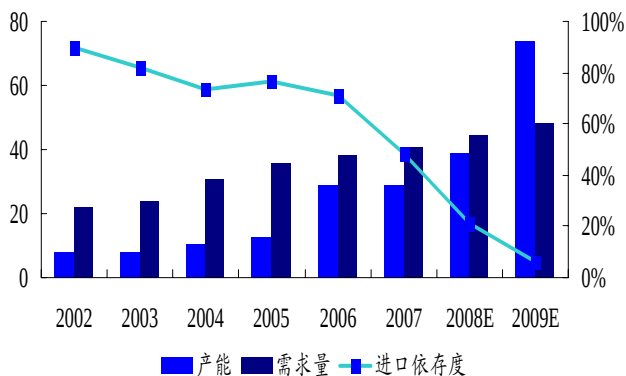
国内 TDI 对外依存度逐步降低，供给形成三足鼎力格局

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

► 受益于需求旺季来临，供求短期偏紧，TDI价格出现一定涨幅

TDI价格在国产厂家大幅提价的带动下经历了稳步上涨的过程，各地货源供应均有减量，市场普现供不应求状态。由于国产货源供应有限，华北地区本周处于一货难求状态，加之国庆前夕危险化学品运输有一定限制，近期多数下游厂家有备货打算，后期国产TDI报价仍有上涨可能。由于甘肃银光一条生产线预计8月底恢复开工，烟台巨力预计下周下停车装置开始恢复生产，沧州大化新建TDI庄子计划于10号左右投料试车，若试车顺利，周末即可有产品，另外一套3万吨老生产线计划于9月10日进行约两周停车检修。整个8月TDI呈现供应不足的状态，由于市场人士心态向好，仍看涨后市，多不急于出货，低价惜售，随行就市销售，下游需求随着消费旺季的到来出现回暖态势，国内有能力生产TDI的公司只有寥寥几家，整体TDI产能有限，现在又有这么多公司“出了状况”，对市场的影响可见一斑，除此之外，外盘价格的高企也对国内TDI价格形成向上的牵引。

我们预测未来随着停产检修装置陆续投产，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

公司预计出资12.32 亿元投资该项目，2008 年度股东大会通过追加投资3.92 亿元的议案，共计需投资15.05 亿元，截至2009 年6 月底，项目累计投资13.18 亿元。自2009 年3 月份开始进行项目单体试车以来，先后完成了水汽、造气、硝化和氢化的试车工作，目前已打通造气、硝化和氢化流程生产出了合格的DNT、MTD 等中间产品。同时，上游，六万吨DNT 项目总投资17536.67 万元，项目建设期20 月，自2008 年6 月开始筹备以来，至2009 年6 月底，项目累计投资5831 万元，目前，项目的进口设备定金已支付，国外关键进口设备已进入厂区。未来3~5年内，公司将根据TDI国内外市场行情，拟计划再建设10万吨/年TDI项目。新建5万吨TDI项目计划于2009年下半年顺利达产，该项目贡献利润主要在2010年。

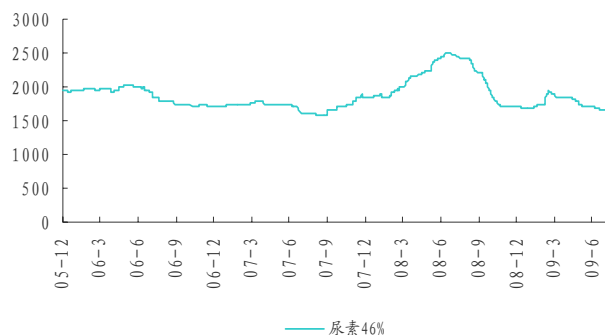
第四，气头尿素业务作为公司后盾稳定贡献利润

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t/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

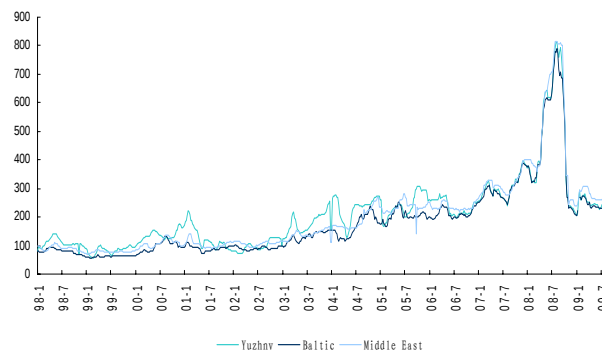
相比，成本压力略小一些，气头尿素作为公司主营业务后盾提供稳定利润来源，未来尿素业务主要风险在于天然气价格上调带来公司生产成本的增加，导致毛利率会有所下滑。

图 9：国内长三角地区尿素价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线 长江证券研究部

图 10：国际尿素价格走势（美元/吨）



资料来源：化工在线 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 年下半年投产，新 TDI 装置 2009 年贡献较小的产量，预计 09 年公司 TDI 全年产能为 3 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、11 年 EPS 分别为 0.563 元、0.844 元、1.101 元，目前股价对应于 09 年、10 年、11 年动态 PE 为 36.7、24.5 和 18.8 左右，维持前期“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2022	2434	3566	4064	货币资金	459	261	724	1249
营业成本	1493	1922	2842	3202	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	528	512	725	863	应收账款	7	11	16	18
% 营业收入	26.1%	21.0%	20.3%	21.2%	存货	181	242	357	402
营业税金及附加	5	6	8	9	预付账款	22	29	43	48
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	18	22	32	37
销售费用	9	12	18	20	流动资产合计	688	566	1176	1757
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	176	212	310	354	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	30	44	34	32	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	1.8%	1.0%	0.8%	固定资产合计	1611	1564	1390	1179
资产减值损失	26	14	18	8	无形资产	86	82	77	74
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	17	3	5	2
营业利润	282	224	337	439	其他非流动资产	639	639	639	639
% 营业收入	14.0%	9.2%	9.4%	10.8%	资产总计	3041	2855	3287	3651
营业外收支	-2	0	0	0	短期贷款	443	0	0	0
利润总额	281	224	337	439	应付款项	154	198	227	256
% 营业收入	13.9%	9.2%	9.4%	10.8%	预收账款	183	222	325	370
所得税费用	70	56	84	110	应付职工薪酬	26	33	48	54
净利润	210	168	252	329	应交税费	8	7	10	13
归属于母公司所有者的净利润	166.1	145.9	218.8	285.6	其他流动负债	154	197	291	328
少数股东损益	44	22	34	44	流动负债合计	967	656	901	1022
EPS (元/股)	0.64	0.56	0.84	1.10	长期借款	650	650	650	650
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	637	437	649	733	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	1617	1305	1551	1671
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1091	1194	1347	1547
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	333	355	389	433
固定资产投资	-526	-104	-86	-91	股东权益	1425	1549	1736	1980
其他	0	0	0	0	负载及股东权益	3041	2855	3287	3651
投资活动现金流净额	-526	-104	-86	-91	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.640	0.563	0.844	1.101
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.21	4.60	5.19	5.96
银行贷款增加 (减少)	199	-443	0	0	PE	32.28	36.74	24.50	18.77
筹资成本	111	-88	-100	-118	PEG	1.63	1.86	1.24	0.95
其他	-222	0	0	0	PB	4.91	4.49	3.98	3.47
筹资活动现金流净额	88	-531	-100	-118	EV/EBITDA	14.12	13.54	8.33	6.13
现金净流量	200	-198	464	524	ROE	15.2%	12.2%	16.2%	18.5%
					EPS	0.640	0.563	0.844	1.101

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
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@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

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。