

沧州大化 (600230): 产品跌价和长期停工拖累业绩, 未来还看 TDI 扩产 增持 (维持)

化工行业/农化行业

当前股价: 18.46 元

报告日期: 2010 年 3 月 8 日

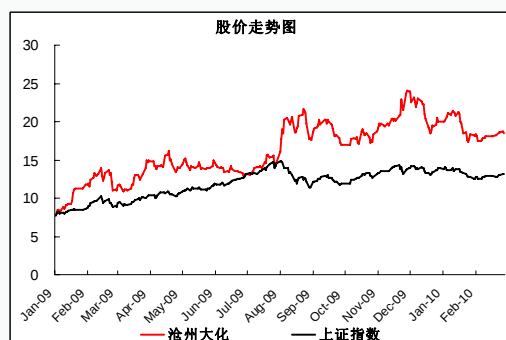
主要财务指标 (单位: 万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	202,163	175,933	240,000	261,250
(+/-)	34.57%	-12.97%	36.42%	8.85%
营业利润	28,245	8,455	25,320	35,347
(+/-)	49.53%	-70.07%	199.48%	39.60%
归属于母公 司的净利润	16,607	7,340	15,624	21,834
(+/-)	110.58%	-55.80%	112.85%	39.75%
每股收益				
(元)	0.64	0.28	0.60	0.84
市盈率 (倍)	29	65	31	22

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	25,933/25,933
流通市值 (亿元)	47.87
每股净资产 (元)	4.34
资产负债率 (%)	59.49

股价表现 (最近一年)



天相石化化工组

联系人: 彭晓

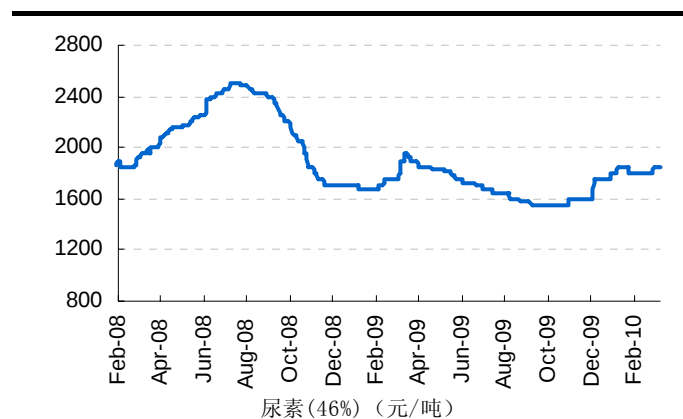
010-66045453 pengx@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

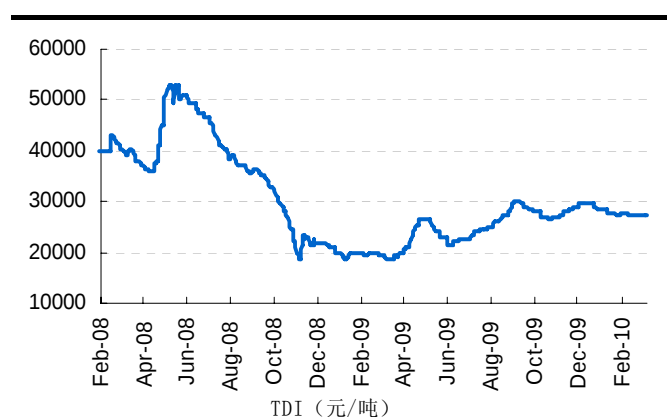
- 2009 年度公司实现营业收入 17.59 亿元, 同比减少 12.97%; 营业利润 7810.88 万元, 同比减少 72.34%; 归属母公司所有者净利润 6696.49 万元, 同比减少 59.68%; 实现基本每股收益 0.26 元。分配预案为每 10 股派发现金红利 0.8 元 (含税)。
- 尿素装置大修及限气停产影响产销量。公司尿素装置从 8 月 15 日起停车检修 50 天, 随后又由于冬季天然气供应紧张, 从 12 月 18 日起被迫停车。2009 年长时间停车, 使尿素产量同比减少 18.52%, 期间几乎无销售。此外, 因光化压缩机出现问题, 新增 5 万吨 TDI 项目, 产量低于预期; 及多孔硝酸铵及三聚氰胺装置全年停车, 均造成公司收入下滑及成本增加。
- 产品跌价及开工不足, 大幅影响全年业绩。产量下降的同时, 由于国内尿素和 TDI 价格大幅下跌, 长期低迷, 尿素产品毛利率同比下降 4.51 个百分点; TDI 毛利率同比下降 10.76 个百分点; 公司综合毛利率同比下降 8.54 个百分点, 盈利能力明显下降。
- 争做国内 TDI 龙头, 进一步扩大产能。公司 5 万吨 TDI 项目已于 2009 年 8 月底竣工投产。目前公司的 TDI 年产能从原有的 3 万吨提高到 8 万吨 (权益产能从 1.5 万吨提高到 6.5 万吨)。并且, 公司继续扩大 TDI 产能, 新增年产 10 万吨 TDI 项目, 一期 7 万吨已经于 2010 年初开始建设, 公司 TDI 产业将进一步做大做强; 同时, 与 TDI 项目配套的 6 万吨/年 DNT 项目也将于 2010 年完成, 届时公司 TDI 生产将实现原料的自给, 成本将进一步降低。
- 目前公司尿素产品销售比较稳定, 1 月底随天然气恢复供应, 装置已恢复正常生产。随春耕市场展开, 国内尿素价格将出现季节性上涨。TDI 产品价格变化弹性较大, 随下游建筑、汽车行业的回暖, 对聚氨酯的需求加大, 价格还可能小幅上行。
- 盈利预测及评级。预计公司 2010、2011 年每股收益分别 0.60 元和 0.84 元, 以 3 月 5 日收盘价计算, 对应的动态市盈率分别为 31 倍和 22 倍。目前估值略高, 但鉴于公司 TDI 产品发展前景较好, 维持“增持”的投资评级。
- 风险提示。由于公司为气头尿素生产企业, 天然气涨价及供应不足, 将会对公司的业绩有一定的影响。

图表 1: 国内尿素价格走势



资料来源: 天相投顾

图表 2: 国内 TDI 价格走势



资料来源: 天相投顾

图表 3: 盈利预测表

单位 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	202,163	175,933	240,000	261,250
增长率 (%)	34.57%	-12.97%	36.42%	8.85%
减: 营业成本	149,343	144,573	186,240	195,938
毛利率 (%)	24.63%	16.69%	22.25%	24.86%
减: 营业税金及附加	459	229	360	366
销售费用	942	1,163	1,200	1,306
管理费用	17,595	15,873	22,080	23,513
财务费用	3,011	4,520	4,800	4,781
期间费用率	10.66%	12.25%	11.70%	11.33%
资产减值损失	2,567	1,766	0	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	644	0	0
营业利润	28,245	8,455	25,320	35,347
增长率 (%)	49.53%	-70.07%	199.48%	39.60%
加: 营业外收入	357	644	120	131
减: 营业外支出	527	296	240	261
利润总额	28,076	8,803	25,200	35,217
增长率 (%)	146.35%	-68.65%	186.28%	39.75%
利润率 (%)	13.89%	5.00%	10.50%	13.48%
减: 所得税	7,037	1,933	6,300	8,804
实际税负比率 (%)	25.07%	21.96%	25.00%	25.00%
净利润	21,038	6,869	18,900	26,412
归属于母公司所有者净利润	16,607	7,340	15,624	21,834
增长率 (%)	110.58%	-55.80%	112.85%	39.75%
净利润率 (%)	8.21%	4.17%	6.51%	8.36%
少数股东损益	4,431	-471	3,276	4,578
总股本 (万股)	25,933	25,933	25,933	25,933



每股收益（元）	0.64	0.28	0.60	0.84
每股净资产（元）	4.21	4.34	4.76	4.93
净资产收益率（%）	19.28%	6.10%	5.56%	14.78%

资料来源：天相投顾

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 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 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 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 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100