

业绩超预期，TDI 供应偏紧或延续，年内仍有弹性

沧州大化 (600230.SH)

核心观点

22Q4 随着 TDI 均价提升和成本下行公司业绩大幅改善并超预期。据业绩预告 22Q4 归母净利润中枢为 2.29 亿元，同比+1064%，环比+607%。TDI 供应端长期格局较好，预期三年累计新增产能仅 13%。就年内而言，存量装置开工率偏低，其中万华福建两条线 10 万吨可能于 2 月永久停产，原先市场预期春节后即复产的甘肃银光 12 万吨或再度推迟，若存量装置负荷不能快速提升 22Q1 供应量可能低于往年同期 10% 以上，而随着宏观向好内需恢复空间较大（22 年表需下滑 15%）并正迎来季节性走强。按 22Q4 业绩年化净利润 9.2 亿元，对应 PE 不足 9 倍，且业绩仍有向上弹性，当前性价比显著。

事件

公司于 2023 年 1 月 19 日晚发布 2022 年业绩预告

公司预计 2022 年归母净利润 4.16-4.26 亿元，同比增长 89%-93%；对应 22Q4 归母净利润预告中枢为 2.29 亿元，同比+1064%，环比+607%。预计 2022 年扣非归母净利润 4.14 - 4.24 亿元，同比增长 103%-108%；对应 22Q4 扣非归母净利润中枢为 2.29 亿元，同比+1112%，环比+615%。

简评

TDI 供应端延续偏紧格局，需求端修复空间较大且趋势向好，年内仍有弹性

2022 年全球 TDI 总产能约 342 万吨/年，预计 2025 年底前净新增产能不足 45 万吨，三年增幅仅 13%，目前欧洲科思创 30 万吨仍未恢复，巴斯夫 30 万吨负荷偏低；国内烟台巨力 8 万吨长期停产，万华福建两条线 10 万吨可能于 2 月永久停产，原先市场预期春节后即复产的甘肃银光 12 万吨或再度推迟。21Q1 和 22Q1 国内产量分别为 33.19 万吨和 28.09 万吨，而 2022 年 12 月产量仅 7.53 万吨，1 月至春节前整体开工偏低，若不能快速恢复则 22Q1 产量或低于往年同期 10% 或更多。据百川数据，2022 年 TDI 国内总产量 101.72 万吨，进口量 2.04 万吨，出口量 33.42 万吨，即表观消费量 70.34 万吨，同比 21 年下滑 15.19%。进入 2023 年，随着宏观经济增速修复，内需修复空间显著。同时，春节后需求正迎来季节性走强，短期供需偏紧格局较为确定。

维持

增持

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号:S1440518030004

发布日期：2023 年 01 月 29 日

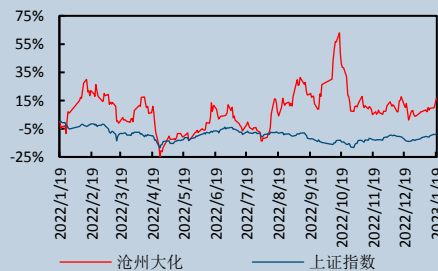
当前股价：18.51 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-1.12/-3.41	-21.17/-26.34	16.71/25.94
12 月最高/最低价 (元)		25.92/11.97
总股本 (万股)		41,835.58
流通 A 股 (万股)		41,186.35
总市值 (亿元)		77.44
流通市值 (亿元)		76.24
近 3 月日均成交量 (万)		1392.86
主要股东		
沧州大化集团有限责任公司		45.53%

股价表现



相关研究报告

公司有望持续受益于 TDI 紧平衡和全球成本曲线陡峭

公司理论总产能 15 万吨，其中 3 万吨老产线因已于 2019 年起长期停产，另两条产线经技改实际年产量可达 15 万吨以上。公司在 TDI 行业具备技术和产业链优势，拥有 TDI 的自主知识产权，并配套了上游的氯碱和硝酸装置。2022 年前三季度公司实现营收 34.65 亿元，归母净利 1.92 亿元。其中 TDI 营收 19.43 亿元，销量 12.48 万吨，均价 15566 元/吨；离子膜烧碱（32%液碱未折百）营收 2.58 亿元，销量 26.07 万吨，均价 991 元/吨；聚碳酸酯营收 10.43 亿元，销量 6.54 万吨，均价 15946 元/吨。公司 22Q4 业绩爆发得益于 TDI 均价环比提升 2400-2500 元同时成本下行，春节后首日华东市场价 19200 元/吨，与 22Q4 均价持平，且成本端进一步下降。如前所述 TDI 短期供需偏强，公司业绩仍有向上弹性。展望中长期，随着全球 TDI 成本曲线维持陡峭，公司竞争力较强。此外公司有规划新增 22.5 万吨 TDI 产能，若未来成功投产则公司 TDI 产能将位居全国第二，仅次于万华化学。

PC 产线技改提升产品良率，20 万吨双酚 A 投产增强产业链一体化配套优势

公司 10 万吨 PC 装置于 2020 年底建成，2021 年前三季度均处于试生产状态，2021 年底正式投产转固。同时公司于 2021 年 7 月实现共聚硅 PC 的生产技术，成为国内第一家具备连续法生产共聚硅 PC 技术的企业，竞争力较强。公司 PC 装置在投产后不断加强研发投入和技术改造，针对光气配比、温度控制等进行参数优化，同时实现了 PC 抗水解性能提升，为提高 PC 产品良率打下坚实基础。当前 PC-双酚 A 产业链仍处于过去 3-5 年景气偏低位置，若产品价差修复也有显著利润弹性。

盈利预测和估值：

假设 2023 年和 2024 年 TDI 不含税均价 18000 元/吨，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 4.23、9.61、9.79 亿元，EPS 为 1.01、2.30、2.34 元，维持“增持”评级。

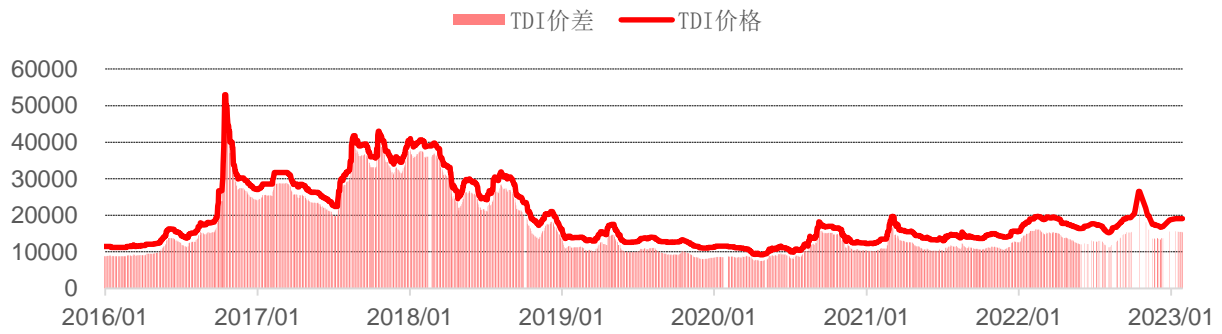
风险提示：宏观经济增速修复力度不及预期（公司主要产品 TDI 的市场需求与居民耐用品消费特别是软体家具的需求紧密相关。随着国内外宏观经济的周期性波动，下游行业对于公司产品的需求可能出现下降的情形，对公司未来业务发展和经营业绩带来不利影响）；海内外 TDI 供应端恢复速度超预期（当前欧洲和国内 TDI 因多装置停产开工率处于历史同期低位，若未来实际开工率提升幅度超过需求修复幅度则会对产品价格造成冲击）；原材料价格大涨（公司为上游原材料为石油化工产品，若油价超预期大涨将带来成本压力）。

图表1： 盈利预测和财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,653	2,387	4,369	5,450	5,882
增长率(%)	-21.5	44.4	83.0	24.7	7.9
净利润(百万元)	37	220	423	961	979
增长率(%)	-19.4	496.4	92.2	127.0	1.9
毛利率(%)	7.1	18.0	19.1	27.0	25.4
净利率(%)	2.2	9.2	9.7	17.6	16.6
ROE(%)	0.3	4.8	9.0	17.2	15.0
EPS(摊薄/元)	0.09	0.53	1.01	2.30	2.34
P/E(倍)	164.7	28.1	14.6	6.4	6.3
P/B(倍)	1.70	1.63	1.48	1.21	1.02

资料来源：Wind，中信建投

图表2：华东 TDI 价格和价差走势



资料来源: Wind, 中信建投

分析师介绍

邓胜

能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

研究助理

林伟昊

复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖原油煤炭、聚氨酯、氯碱和部分新材料行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2106 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路 6003 号荣超商务
 中心 B 座 22 层
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk