

# 海外供应或再度收紧，公司受益于 TDI 景气持续度超预期

沧州大化 (600230)

## 事件

### 巴斯夫警告天然气供应不足可能导致路德维希港化工基地关停

近期俄欧就天然气支付条件产生纠纷，德国政府针对天然气可能减供发出预警。据 Chemical Week 于 3 月 31 日报道，巴斯夫警告如果将天然气供应减至当前需求的 50% 以下可能导致路德维希港化工基地关停。作为全球最大化工一体化生产基地，该港现拥有 TDI 产能 30 万吨。

## 简评

### 俄罗斯若断供对欧天然气将导致全球 TDI 供应进一步偏紧

受全球公共卫生事件反复、气候天气、装置故障、日韩 TDI 装置成本高等影响，近年来海外 TDI 开工频受影响，造成供应不稳。去年以来受益于有效的疫情防控和较低生产成本，海外下游倾向于中国供应商，带动国内 TDI 出口量增加。2021 年实现净出口 35 万吨，同比增长。去年底以来，国内供应端也呈现偏紧格局，由于部分老旧产能面临更新换代，叠加甘肃银光 12 万吨和烟台巨力 8 万吨装置未能正常运行，国内产能出现收缩。巴斯夫路德维希港化工园区的 TDI 产能为 30 万吨，约占欧洲 TDI 产能的 40%，若完全停产将带来全球 TDI 供应进一步偏紧。未来国内 TDI 出口量和价格有望进一步走强。

### 公司为国内 TDI 主要供应方之一，受益于 TDI 涨价

国内现有 TDI 总产能 132 万吨。公司现有 TDI 生产装置包括三条产线，设计产能分布为 3+5+7 万吨，理论总产能 15 万吨。其中 3 万吨老装置因成本高已于 2019 年起长期停产，目前在产产能 12 万吨，但实际另两条产线经过技改后年产能可达 16 万吨，目前理想年产量 15 万吨左右。

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。2021 年前三季度公司实现营收 17.2 亿元，同比增长 59.1%。其中 TDI 销量 11.1 万吨，同比增长 31.2%，实现营收 13.7 亿，同比增长 68.5%；离子膜烧碱销量 28.6 万吨，同比下降 16.4%，实现营收 1.4 亿元，同比下降 6.5%。公司预告 2021 年度预计实现归母净利润 2.0 亿元至 2.4 亿元，同比+441%至 550%。随着未来 TDI 供需持续偏紧，公司将有望受益。

### 公司中长期仍有扩能和产业链拓展的潜力

公司 10 万吨 PC 装置于 2020 年底建成，2021 年前三季度均处于

首次评级

增持

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2022 年 04 月 05 日

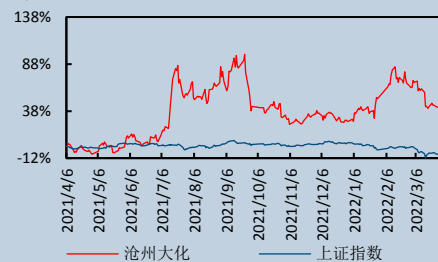
当前股价：17.23 元

## 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
	-9.88/-4.19	21.0/30.81	57.77/63.55
12 月最高/最低价 (元)			23.45/10.23
总股本 (万股)			41,859.63
流通 A 股 (万股)			41,186.35
总市值 (亿元)			72.12
流通市值 (亿元)			70.96
近 3 月日均成交量 (万股)			1,237.83
主要股东			
沧州大化集团有限责任公司			45.5%

## 股价表现



## 相关研究报告

试生产状态。随着正式转固以及 PC 环节利润同比改善，未来将贡献部分利润增量。同时公司于 2021 年 7 月实现共聚硅 PC 的生产，成为国内第一家连续法生产共聚硅 PC 的企业，竞争力较强。共聚硅 PC 较普通 PC 价格常高出一倍以上，后续将采用订单化模式生产，有助于提升公司 PC 装置附加值。此外公司有规划新增 22.5 万吨 TDI 产能，可能有望于 2023 至 2024 年投产，若成功投产则公司 TDI 产能将位居全国第二，仅次于万华化学。

### 盈利预测和估值：

预计公司 2021-2023 年归母净利润为 2.20、3.33、4.02 亿元，EPS 为 0.53、0.81、0.98 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

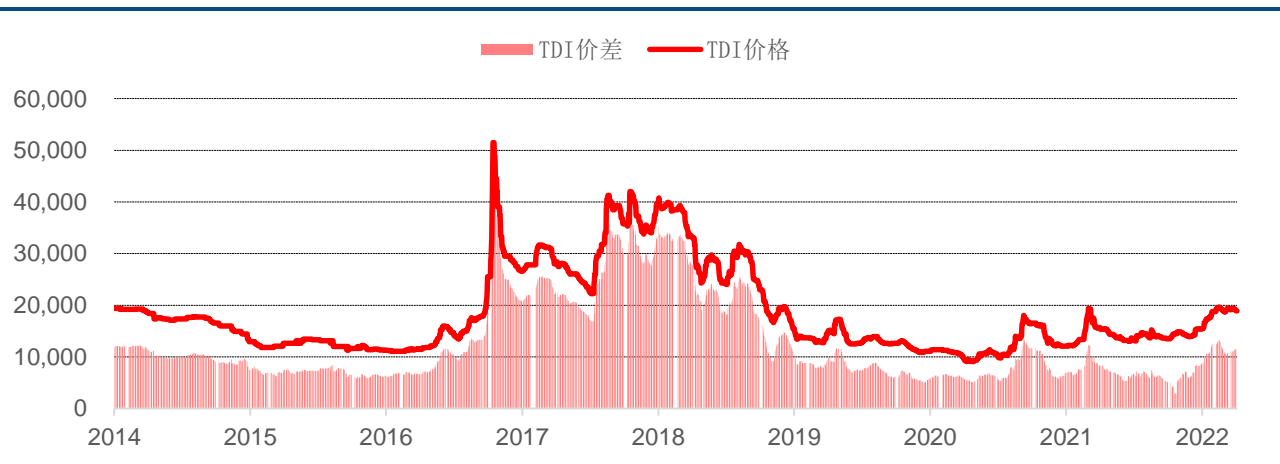
**风险提示：**海内外 TDI 供应超预期增长；PC 景气度持续下滑；

**图表1：盈利预测和财务比率**

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,106	1,653	2,261	2,847	3,557
增长率(%)	-52.5	-21.5	36.8	25.9	24.9
净利润(百万元)	46	37	220	333	402
增长率(%)	-95.4	-19.4	495.7	51.5	20.7
毛利率(%)	11.8	7.1	18.7	21.9	20.8
净利率(%)	2.2	2.2	9.7	11.7	11.3
ROE(%)	0.7	0.3	4.8	7.1	8.1
EPS(摊薄/元)	0.11	0.09	0.53	0.81	0.98
P/E(倍)	154.8	192.1	32.3	21.3	17.6
P/B(倍)	2.00	1.99	1.87	1.75	1.61

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：**化工及能源开采行业研究员，复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖聚氨酯、煤炭和部分新材料行业。

## 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。

本报告由中信建投(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