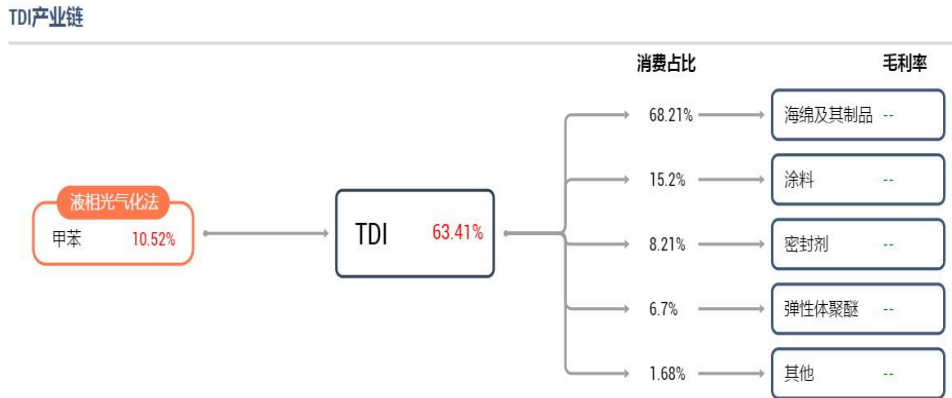


沧州大化研究报告（600230）

沧州大化主营化工品 Tdi 和尿素，尿素因为常年亏损，目前已经完全停产。目前主营只有 TDI。

Tdi 化工品的主要用途是海绵，涂料等。生产 TDI 的主要原材料是甲苯。产业链如下图：



2016 年 TDI 是所有化工品中涨幅最大的品种，从年初的 11000 元/吨，一直到 10 月最高 50000 元/吨，年末稳定在 28000 元左右。2016 年价格的大幅度上涨主要的导火索是国外的多套装置停运，以及德国巴斯夫的 30 万吨新产能久久不能投产所致。

从需求来说，2016 年以及未来的若干年并不会会有突发性的暴涨。所以从供给端以及成本的角度详细的研究下，沧州大化 2017 年的收益预测以及投资机会。目前全球的产能如下：

表 1: 全球 TDI 产能统计

市场	公司	所在地	产能 (万吨)
欧洲市场	巴斯夫	德国	30
	拜耳	德国	3
	Borsodchem	匈牙利	25
	Vencorex	法国	12.6 (停产)
合计			85
美洲市场	WIPAC	美国	16
	WIPAC	美国	18
	PRT	阿根廷	2.8
	陶氏化学	美国	4.1 (停产)
合计			36.8
亚洲市场 (除中国外)	GNFC	印度	6.7
	巴斯夫	韩国	16
中国市场	OCI	韩国	4.5
	KPX	韩国	15
	MITSUI	日本 (大厚田)	11.7
	NPU	日本	2.5
	Karoon	伊朗	4
	MITSUI	日本 (鹿岛)	11.7 (关停)
	中国石化	中国	60.4
	烟台压力	中国	8
	甘肃银光	中国	10
	巴斯夫	中国	16
拜耳	中国	25	
东南电化	中国	10	
北方锦化	中国	5 (关停)	
太原蓝星	中国	4 (关停)	
合计			84
总计			266.2

全球合计产能合计 266.2 万吨。

欧洲产能巴斯夫的 30 万原来计划 2016.10 就开始全部达产，但是实际上 30 万吨久久没有顺利投产，一拖再拖，截止目前，没有进一步的消息，30 万吨产能约占全球产能的 12%，所以巴斯夫的产能何时投产以及完全达产必定会对 2017 年 tdi 的价格起到至关重要的作用。

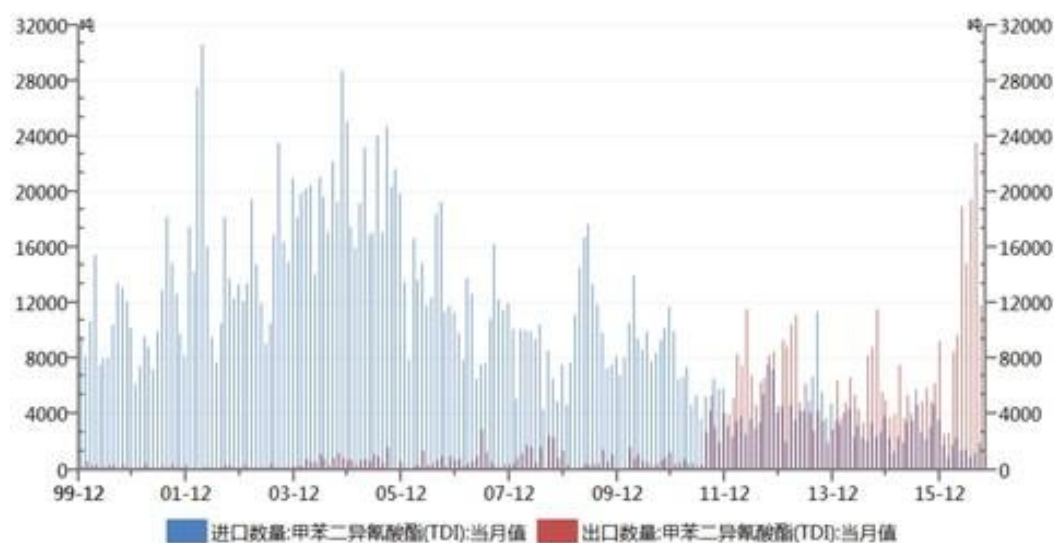
亚洲产能印度的 GNFC 6.7 万吨，经常出现故障问题，2016 年年末又一次停产检修，有消息说 2017.2.8 左右再次会重启。这套设备一直运行的不稳定，

欧洲美洲的化学巨头当初认为 tdi 有剧毒，烟台万华生产的 mdi 最终会取代 Tdi，所以巨头们没有对 Tdi 重视，但是经过十几年的实践，并没有完全的取代。Tdi 作为原料有其特有的优越性。导致目前很多欧美的设备都已经属于老旧设备，检修以及故障率大幅提高，也对供给有重大的影响。

从产能供给角度 2017 年重点关注二点：

- 1) 巴斯夫 30 万吨的产能投产以及达产的时间影响着价格的趋势性变化
- 2) 其余设备检修以及故障的信息直接影响着短期突发性的变化。

从 Tdi 出口的数量变化做一下定性的分析：



从上图中可以看出，09 年我国是净进口国，但是到 15 年我国已经是净出口国，而且出口额逐年增加，2016 年，全年出口额度已经达到了 12 万吨以上。

由进口转变成出口说明了国外供需已经发生了逆转，特别 2016 年出口增加，价格上涨，更能说明国外开始缺货了。

商品名称	计量单位	国家	数量	金额
9291010 2,4-和2,6-甲苯二异氰酸酯混合物 (甲苯二异氰酸酯TDI) 千克	301	比利时	14,193,311	27,076,903
	111	印度	10,784,060	18,091,589
	410	巴西	8,180,000	15,897,147
	143	台澎金马关税区	9,713,440	15,670,279
	502	美国	9,157,895	14,251,957
	112	印度尼西亚	8,081,000	12,817,942
	127	巴基斯坦	5,720,000	11,225,140
	129	菲律宾	6,080,000	11,133,718
	244	南非	5,080,000	9,150,528
	141	越南	4,979,750	8,593,705
	601	澳大利亚	5,121,200	7,957,818
	136	泰国	5,385,780	7,510,655
	434	秘鲁	3,100,000	5,861,482
	413	哥伦比亚	2,740,000	5,252,803
	131	沙特阿拉伯	2,320,000	4,459,371
	122	马来西亚	2,220,006	4,240,842
	236	尼日利亚	2,000,000	4,022,402
	224	肯尼亚	1,596,000	3,319,910
	412	智利	1,360,000	2,573,587
	137	土耳其	1,360,000	2,538,700

商品名称	计量单位	国家	数量	金额
29291010 2,4-和2,6-甲苯二异氰酸酯混合物 (甲苯二异氰酸酯TDI) 千克	301	比利时	2,793,187	6,120,469
	434	秘鲁	680,000	2,144,776
	410	巴西	600,000	1,737,854
	413	哥伦比亚	527,500	1,625,856
	127	巴基斯坦	530,000	1,619,724
	141	越南	420,000	1,538,310
	129	菲律宾	400,000	1,465,851
	601	澳大利亚	567,920	1,227,787
	111	印度	441,220	1,154,093
	224	肯尼亚	260,000	898,800
	112	印度尼西亚	280,000	826,416
	110	香港	280,000	788,023
	136	泰国	404,000	783,676
	143	台澎金马关税区	224,900	753,288
	419	厄瓜多尔	180,000	488,835
	137	土耳其	140,000	488,800
	412	智利	180,000	473,857
	429	墨西哥	120,000	396,360
	113	伊朗	100,000	381,000
	244	南非	80,000	284,000

以上二张图，第一张图是2016年1月到11月的出口数据，第二张图是2016年12月的出口数据。

分析2016年12月的数据，可以发现出口比利时（欧洲国家）的单价明显低于其他国别的出口单价，其他国别的出口单价基本和市场价格相符。我们可以得出结论出口比利时，基本是巴斯夫中国或者拜耳的出口，由于他们是内部协议定价，所以价格会低于市场价格很多。

既然知道出口比利时的是巴斯夫的出口（很大概率），并且出口数量逐月增加，密切关注2017年1月和2月的出口数据，对Tdi未来的趋势性价格判断，有着重要的意义。

以上是从宏观的角度分析了Tdi的供给端的情况

接下来我们从微观的角度分析下如果 tdi 的价格能维持在目前的价格水平，沧州大化到底能赚多少？

沧州大化全年的权益产能定额值 13.5 万吨，最大产能约 14.5 万吨（根据 2016 年沧州年会数据 16.2 万吨推算）。

先分析下成本，

根据沧州大化 2016 年半年报，2015.2014 年年报，以及 2016 年 10 月发布的异动核查公告，制作如下表格：

	2014	2015	2016 上半年	2016Q3
成本	19833	15131	80000	12480
产量	15700	13500	80700	12800
吨成本（万元）	1.26	1.12	0.99	0.98

实际生产合成 1 吨 TDI，大致需要原料：甲苯 0.61 吨、硝酸 1.01 吨、氢气 0.11 吨、一氧化碳 0.4 吨、液氯 1.1 吨。2016 年三季度至今甲苯价格变动 20-30% 其他的原料变动 20%

	2016 三季度	2017.2	幅度
甲苯	4000	5200	30%
其他原材料	4000	4800	20%
工费	2000	2000	
单位成本（元）	10000	12000	

每吨单位最新成本 12000 元

未来如果原油稳定在 55 美金左右的话，我们有理由相信原材料的价格基本能稳定在现在的水平。

我们只需要根据每月原料的价格变动，来调整每月的单位成本，就能比较准备的预估出产品的成本。

销售价格分析，2017 年 1 月沧州大化对外的报价基本稳定在 26500-27500（含税，下同），2 月对外报价已经提升到 28500 元左右。每年的 1、2 月都是需求的淡季，所以关注 3 月的价格对第一季度甚至上半年的价格有着指导性的意义。

如果假设 2017 年 1 月到 3 月销售单价能够维持在 27000 元（很大概率），那么沧大第一季度的每股收益能有多少呢？

沧大全年的产能 13.5 万吨，第一季度按照 25%算 3.375 万吨。27000 元折算成不含税价格 23076 元每吨。第一季度毛利润（23076-12000）*3.375=37381 万元。

沧大每年的三费基本在 5 亿，第一季度的费用一般不超过 1 亿的费用。第一季度的利润总额 3.375-1=2.375 亿。由于沧大 2015.2014 年大幅度亏损，亏损金额 9 个多亿，2016 年盈利 3.7 亿，可以弥补的亏损还有约 6.2 亿，所以第一季度肯定不用缴纳所得税的。

按照沧州大化 3 亿的股本来计算，2017 年 Q1 就能接近或者达到 EPS 1 元 在计算以上数据时，并没有考虑公司的实际产量销量超过 3.375 吨的可能性，

如果超产超销对每股收益的增长有很大的提高。公司每股收益对产品价格的波动弹性相当高。历史上看公司每年的产量均超过额定 15 万吨约 5%。

上面从宏观和微观详细分析了沧州大化的前景，目前市场整体的环境已经大不如从前，即使单季度每股收益 1 元也不一定能牛气冲天，但是在目前的整体环境下，能找到一个盈利有比较大的把握，并且能够根据产品的价格波动，及时调整持仓的股票已经实属不易。

如果第一季度每股收益 1 元，或者上半年业绩能达到 1.5-2 元以上的话，沧州大化以目前的价格获得 30-50%的收益还是有很大可能的。

目前沧州大化的价格在 23 元，总市值 69 亿。

大海

2017 年 春节