



2009年2月19日

A股审慎推荐/B股推荐

化工

中金公司研究部

分析员：时雪松

shixs@cicc.com.cn

(8621) 58796226

丹化科技 (600844/15.3 元, 900921/0.616 美元)

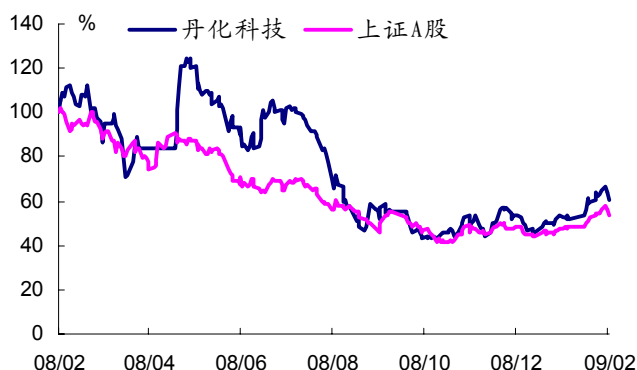
通辽金煤技术革新有望提升盈利能力

主要财务指标

(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	7	441	399	514	1,428
(+/-)	-45%	6200%	-9%	29%	178%
毛利	1	111	38	130	543
(+/-)	-49%	20445%	-66%	243%	317%
净利润	61	77	26	64	248
(+/-)	2078%	26%	-67%	147%	289%
每股盈利(元)	0.20	0.25	0.08	0.18	0.69
(+/-)	2078%	26%	-67%	110%	289%
A股市盈率	76.0	60.4	180.3	86.0	22.1
A股市净率	36.2	22.6	20.1	3.9	3.5
A股EV/EBITDA	86.2	28.0	78.1	31.8	11.8
B股市盈率	21.4	17.0	50.8	24.3	6.2
B股市净率	10.2	6.4	5.7	1.1	1.0
B股EV/EBITDA	21.9	9.7	30.9	12.3	5.7
净资产收益率	47.6%	37.5%	11.1%	4.6%	15.6%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	0.57	0.33	0.31	0.54	1.39
A股股价/经营现金	26.83	46.68	49.15	28.57	11.01
B股股价/经营现金	7.56	13.16	13.85	8.05	3.10

	B股	A股
股票代码	900921.CH	600844.CH
当前股价	美元0.616	人民币15.3
日成交量(百万股)	1.51	3.78
52周最高价/最低价	美元1.73/0.36	人民币33.58/10.31
发行股数(百万股)	305	305
其中：流通股(百万股)	90	90
主要股东(持股比例)	江苏丹化集团(26.205%) 上海盛宇企业投资(16.35%)	

近期股价表现



资料来源：公司资料，彭博资讯，中金公司研究部

通辽金煤技术革新，有望进一步提升新项目的盈利能力

通辽金煤的乙二醇具有长期竞争力。2008年以来，随着油价下跌和下游需求疲软，乙二醇价格从年初1.3万元/吨下跌至最低3800元，目前回升4500元/吨（东北地区4800元/吨）。短期受乙烯价格坚挺影响仍将小幅上涨，由于下游需求没有起色，油价低迷，未来价格能否大幅度回升需要看油价走势。

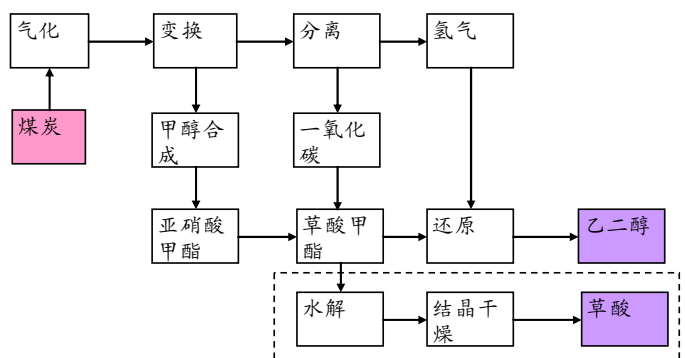
2008年中国乙二醇净进口量为520万吨，表观需求量估计在700万吨左右，通辽金煤的煤制乙二醇从成本和品质来讲，在目前的油价下仍然具有长期竞争力。

通辽金煤的乙二醇装置由于关键设备到货略推迟原因，正式投产预计将推迟到2009年8~9月份左右。

工艺改造生产草酸，有望大幅提升通辽项目的综合盈利能力。公司通过调研市场发现过去1年国内草酸价格仍然维持在较高位置（目前99.6%以上的草酸价格在5500元/吨，高于聚合级乙二醇价格），而通辽金煤煤制乙二醇工艺中，需要先通过硝酸酯羰基合成高纯度的草酸酯，然后进行加氢还原生产乙二醇。如果中间将高纯草酸酯水解结晶便能生产99.7%以上的高纯草酸，生产10万吨精制草酸需要的改造投资只需要1个亿左右，在丹阳的中试装置（3000吨/年）产品已经获得下游认可。

从工艺参数计算，草酸和乙二醇单耗比例为1:2，即草酸的生产成本不到乙二醇的一半。通辽金煤计划通过技术改造，将原设计的20万吨/年乙二醇改造为15万吨乙二醇/10万吨草酸的联产方案。

图1：煤制乙二醇和草酸的工艺流程

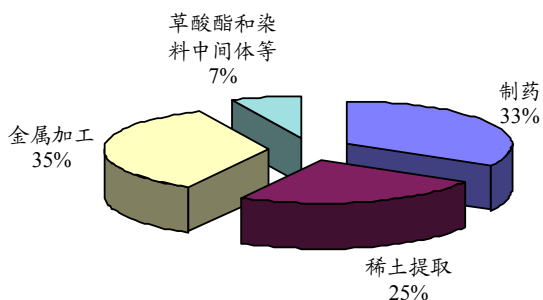


资料来源：公司资料，中金公司研究部

草酸是一种重要的有机基础原料,主要用于制造抗菌素和冰片等药物和药物中间体合成,以及稀土金属提取沉淀剂、染料还原剂、鞣革剂和金属设备净化剂等,随着草酸酯在农药和医药合成应用的扩张,过去几年需求稳定增长,目前全球需求量在 40 万吨左右,国内产量在 20 多万吨,每年中国的出口量在 5 万吨左右。

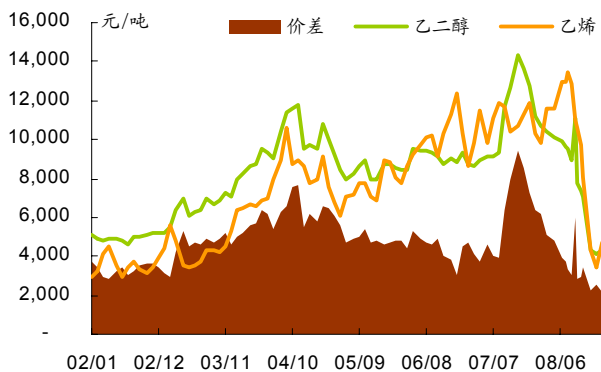
除了通过金煤能够以硝酸酯羰基合成草酸酯外,目前其它生产企业普遍采用的都是碳水化合物硝酸氧化法、乙二醇混酸氧化法和丙烯硝酸氧化法等,另有污染比较大的甲酸钠加成法,国际上已经基本淘汰。受到原材料的限制,淀粉、乙二醇和丙烯等用硝酸氧化生产的成本将远远高于通过金煤的硝酸酯一氧化合成工艺。

图 2: 草酸的下游应用



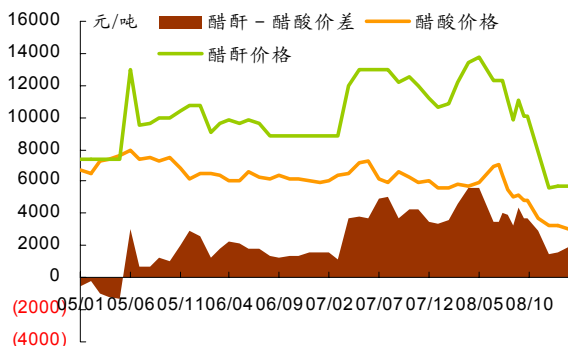
资料来源: 化工技术经济、中金公司研究部

图 3: 乙二醇和乙烯价格



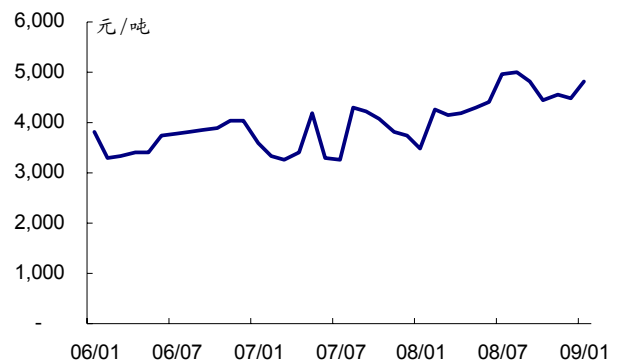
资料来源: 隆众石化网、中金公司研究部

图 4: 醋酐和醋酸价格



资料来源: 隆众石化网、中金公司研究部

图 5: 草酸价格走势



资料来源: 中国石油化工协会、中金公司研究部

现有醋酐业务处于低迷状态。随着经济增速放缓,醋酐下游氯乙酸和医药中间体等领域需求低迷,而上游甲醇醋酸价格的大幅度下跌,醋酐价格由去年同期 12000 元/吨下跌到目前 5100 元/吨,开工率在 80% 左右,由于丹阳地区的无烟煤价格仍然较高(目前送到价 1100 元/吨以上),盈利处于很低位置。我们认为下游需求低迷,醋酐盈利能力短期内难以回升,未来新增需求还要看醋酐处理木材需求的打开。

定向增发可能能在年内实施

公司的定向增发在 2 月 18 日获得有条件通过,创新技术也得到了国家很多管理部门的支持,同时煤制乙二醇路线的工业化技术鉴定也将在 1 季度完成。

预计如果定向增发正式实施,也将在今年中期,到时通过金煤的乙二醇装置即将投产,有利于增发实施,如果乙二醇装置能够顺利投产,未来成长空间仍是非常巨大。公司二期 40 万吨乙二醇项目也在申报之中,一期顺利投产后将开始建设二期。

技术创新带来长期竞争力

乙二醇价格基本见底,草酸生产将大幅提升项目盈利。我们认为通过金煤的煤制乙二醇技术工业化成功问题不大。未来乙二醇价格主要决定于油价和乙烯价格,目前价格已经基本见底。通过的褐煤价格有所回落,催化剂的贵金属价格也大幅回落,褐煤制乙二醇的成本进一步有所下降。如果新建项目按照 15 万吨乙二醇和 10 万吨精制草酸建设,由于草酸的成本较低,价格高于乙二醇,我们预计项目投产后,乙二醇的毛利率大约在 30% 左右,而草酸即使价格有所下跌,毛利率将达到 60% 以上。

盈利预测调整。公司 2008 年四季度由于原料价格和醋酐价格的倒挂导致亏损严重,同时原出售大盈肉禽的投资收益按照监管部门要求只能计入一小部分,2009 年醋酐价格和乙二醇价格难以大幅回升,我们下调了 2008 ~ 2009 年的 EPS 预测 68.7% 至 0.08 元,下调 2009 年 EPS 预测 18.5% 至 0.18 元,上调 2010 年 EPS 预测 57.17% 至 0.69 元。

维持 B 股“推荐”评级。以 09 年的动态市盈率来看，A 估值水平仍然很高，B 股更具有吸引力，煤制乙二醇联产草酸技术具有创新性，投资者仍可长期关注，定向增发完成以及项目的顺利投产将是今年比较关键的因素，如果未来油价回升带动乙二醇价格回升，公司将出现更大的投资机会。

主要投资风险是定向增发不能顺利通过，以及项目投产低于预期。

附表 1: 化工重点公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				2009-2-18	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
国内化肥公司													
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	28.28	18.1	14.8	13.6	4.0	3.4	3.0	9.7	8.0	7.1
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	审慎推荐	51.5	22.8	9.0	12.6	12.3	6.4	6.8	14.5	5.3	7.2
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	7.56	15.0	12.1	10.6	2.3	1.9	1.6	7.9	7.1	6.0
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	12.9	15.3	14.8	11.6	2.6	2.3	2.0	8.9	8.3	7.2
六国化工	600470 CH	CNY	中性	9.78	17.2	15.5	13.2	2.1	1.9	1.8	6.5	5.7	5.3
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	36.82	276.0	12.4	8.3	11.0	5.8	3.4	846.3	288.5	238.7
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	11.95	16.1	17.3	10.3	4.2	3.7	2.9	7.7	6.4	4.2
中化化肥	297 HK	HKD	审慎推荐	3.93	11.5	8.6	8.9	1.8	1.5	1.3	0.9	0.7	0.8
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	24.09	30.4	21.5	20.6	14.1	8.5	6.0	14.6	9.9	9.2
平均					46.9	14.0	12.2	6.0	3.9	3.2	101.9	37.8	31.7
中间值					17.2	14.8	11.6	4.0	3.4	2.9	8.9	7.1	7.1
国内材料公司													
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	13.5	13.1	15.5	12.1	4.0	3.2	2.5	9.3	10.4	8.0
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	41.88	7.0	16.3	13.4	4.0	3.4	2.8	4.9	9.6	7.7
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	10.57	28.6	37.2	23.5	1.7	1.6	1.6	9.6	8.6	7.3
三爱富	600636 CH	CNY	中性	6.25	13.5	20.2	15.7	1.1	1.1	1.0	2.8	3.7	3.2
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	6.28	21.5	26.7	27.3	1.7	1.7	1.6	8.1	8.0	8.0
山西三维	000755 CH	CNY	中性	6.92	21.4	20.8	16.6	1.4	1.4	1.3	10.0	9.4	8.7
沈阳化工	000698 CH	CNY	中性	7.97	19.3	31.6	16.2	1.4	1.4	1.3	8.7	9.6	7.3
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.26	12.5	18.9	15.3	3.3	2.8	2.4	7.1	9.1	8.5
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	14.84	14.1	21.2	15.4	3.5	3.1	2.7	9.1	9.5	7.4
云维股份	600725 CH	CNY	中性	15.27	15.3	36.9	24.6	2.5	2.4	2.2	7.4	9.4	7.7
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	15.3	180.4	86.1	22.1	20.1	3.9	3.5	72.2	25.3	7.9
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.616	50.8	24.3	6.2	5.7	1.1	1.0	30.9	12.3	5.7
平均					33.1	29.6	17.4	4.2	2.3	2.0	15.0	10.4	7.3
中间值					17.3	22.7	15.9	2.9	2.0	1.9	8.9	9.5	7.7

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

附表 2: 丹化科技财务预测表

损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入净额	7	441	399	514	1,428
主营业务利润	1	111	38	130	543
营业费用	2	5	5	8	21
管理费用	-43	14	12	16	36
财务费用	12	17	14	8	35
营业利润	33	75	7	99	451
所得税	-	12	3	5	9
少数股东权益	-1	19	2	44	207
净利润	61	77	26	64	248
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	174	100	95	193	500
投资活动现金流净额	-0	-297	-495	-1,295	-1,495
融资活动现金流净额	-33	-68	533	1,485	638
货币资金增加额	140	-265	133	383	-357
资产负债表 (百万元)					
流动资产	363	170	293	705	583
固定资产	76	634	1,079	2,279	3,610
流动负债	310	510	250	253	1,054
长期负债	31	158	558	958	958
股东权益	129	206	232	1,396	1,594
总资产	476	977	1,544	3,155	4,362
财务指标					
主营业务利润率	7.7%	25.1%	9.5%	25.3%	38.1%
息税前利润率	640.5%	20.9%	5.2%	20.7%	34.1%
净利润率	877.1%	17.5%	6.5%	12.4%	17.4%
净资产收益率	47.6%	37.5%	11.1%	4.6%	15.6%
总资产收益率	12.9%	7.9%	1.7%	2.0%	5.7%
总资产负债率	71.8%	68.4%	52.3%	38.4%	46.1%
净资产负债率	265.3%	324.6%	348.7%	86.8%	126.2%
流动比率	1.17	0.33	1.17	2.79	0.55
速动比率	1.10	0.25	1.02	2.60	0.43
应收帐款周转期	1,737	59	59	59	59
存货周转期	1,202	34	34	34	34
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.0%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。