



2009 年 3 月 18 日

化工

新闻速评

A 股-审慎推荐; B 股-推荐

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

丹化科技(600844.CH), 丹科 B(900921.CH)

煤制乙二醇成套技术通过专家鉴定

事件:

与丹化科技相关的煤制乙二醇技术通过专家鉴定。2009 年 3 月 18 日, 中国科学院基础科学局和计划财务局在江苏丹阳主持召开了“万吨级 CO 气相催化合成草酸酯和草酸酯催化加氢合成乙二醇成套工艺技术”成果鉴定会。参与技术鉴定的包括 5 名院士在内的 9 位国内化工化学方面的专家, 鉴定认为该成套技术包括了 6 项具有国际国内领先的创新技术, 符合循环经济三原则, 完全拥有自主知识产权, 全部采用工业 CO、NO、H₂、O₂ 和醇类为原料, 技术指标达到了设计要求, 万吨级工业试验装置运行稳定, 具备了进一步建设大规模工业化生产装置的条件。该技术的推广应用可替代传统的石油路线制备乙二醇, 符合我国缺油、少气、煤炭资源相对丰富的资源特点, 对国家的能源和化工产业产生重要积极影响, 具有重要的科学意义、突出的技术创新性和显著的社会经济效益。该成套技术处于国际领先水平, 同意通过成果鉴定, 并建议进一步加快技术推广应用, 尽快形成产业规模。

评论:

公司组织高规格技术鉴定会的目的主要是打消市场对公司核心技术的疑虑, 对市场影响正面。我们认为煤制乙二醇的工艺拥有多项具有高壁垒的核心技术, 不易被其它企业复制, 至少能够保持五年左右的行业领先优势, 通辽金煤的 20 万吨装置预计在 9 月份左右投产, 技术上不会有大的问题, 未来随着产能持续扩大将有长期增长的潜力。

上海金煤化工和中科院福建物构所已通过将无形资产出资入股的方式将上述知识产权全部注入丹化科技的募投项目公司—通辽金煤化工有限公司, 目前丹化科技拥有通辽金煤 22.01% 的股权, 本次定向增发后丹化科技将拥有通辽金煤 51% 的股权。与该乙二醇技术相关的全部知识产权包括: 中国科学院福建物质结构研究所拥有的专利权、专利申请权、鉴定技术、催化剂技术秘密, 以及拥有的乙二醇工业试验技术秘密中 51% 的份额; 盛宇投资控股的上海金煤化工新技术有限公司拥有的乙二醇工业试验技术秘密中 49% 的份额。

建议:

我们维持对丹化 B 股推荐, A 股审慎推荐的投资评级。认为丹化科技可以长期持有, 当前股价下 B 股更具吸引力, A 股投资者可以积极参与定向增发。如果油价大幅回升, 公司的盈利能力具有很大的弹性。

主要财务、股票信息

(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
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	88.6	70.5	210.4	100.4	25.8
A 股市净率	42.2	26.4	23.5	4.6	4.0
A 股 EV/EBITDA	101.1	32.2	89.0	36.4	13.2
B 股市盈率	27.3	21.7	64.7	30.9	7.9
B 股市净率	13.0	8.1	7.2	1.4	1.2
B 股 EV/EBITDA	28.8	11.7	35.9	14.4	6.4
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	31.30	54.46	57.34	33.33	12.84
B 股股价/经营现金	9.62	16.75	17.63	10.25	3.95



A 股	股票代码	B 股
600844.CH	900921.CH	
人民币 17.85	US\$0.784	
-	目标价格	
人民币 33.58/10.31	日成交量 (百万股)	
304.56	52 周最高价/最低价	
4225.87	发行股数 (百万股)	
89.62	总市值 (百万元)	
江苏丹化集团 (26.205%)	流通股 (百万股)	
上海盛宇企业投资 (16.35%)	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%)	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

附表 1、行业可比公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率	市净率	EV/EBITDA
				2009-3-18	2008	2009	2010
国内化肥公司							
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	23.98	15.3	12.6	11.6
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	审慎推荐	53.2	23.6	9.3	13.0
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	7.96	19.7	12.8	11.2
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	14.16	16.8	16.2	12.7
六国化工	600470 CH	CNY	中性	9.5	16.7	15.0	12.8
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	36.69	275.0	12.3	8.3
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	13.11	17.7	19.0	11.3
中化化肥	297 HK	HKD	审慎推荐	3.64	11.8	12.7	10.4
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	24.21	30.6	21.6	20.7
平均					47.5	14.6	12.4
中间值					17.7	12.8	11.6
国内材料公司							
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	13.24	14.6	15.8	14.6
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	39.11	6.5	15.3	12.5
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	13.26	35.9	46.7	29.4
三爱富	600636 CH	CNY	中性	6.29	n.a.	69.3	61.1
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	6	20.6	25.5	26.1
山西三维	000755 CH	CNY	中性	7.63	302.8	48.5	25.4
沈阳化工	000698 CH	CNY	中性	8.43	20.4	33.4	17.1
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	7.48	11.4	17.1	13.9
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	15.05	12.8	21.5	15.6
云维股份	600725 CH	CNY	中性	14.12	30.7	34.2	22.7
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	17.85	210.5	100.4	25.8
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.784	64.7	30.9	7.9
平均					66.4	38.2	22.7
中间值					20.6	32.2	19.9

资料来源：Wind，中金公司研究部

附表2、国际化工公司估值表

	代码	货币	股价		市盈率			市净率			EV/EBITDA				
			2009-3-18	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
国际化肥公司															
加拿大化肥公司															
Potashcorp	POT CN	CAD	98.84	28.24	7.57	6.20	5.54	5.20	3.93	2.50	1.73	14.14	5.10	4.24	3.95
Agrium	AGU CN	CAD	47.35	14.44	4.57	5.33	5.37	2.42	1.55	1.18	0.99	8.96	3.43	3.87	3.99
美国化肥公司															
Mosaic	MOS US	USD	42.26	8.99	5.38	4.43	4.22	2.79	1.90	1.17	1.01	5.44	3.26	2.67	2.54
Terra Industry	TRA US	USD	28	12.90	4.81	7.47	9.10	4.04	2.50	1.90	n.a.	4.11	2.38	4.42	7.46
Terra Nitrogen	TNH US	USD	125.11	11.48	n.a.	n.a.	n.a.	11.29	n.a.	n.a.	n.a.	10.05	n.a.	n.a.	n.a.
欧洲化肥公司															
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	1.95	64.81	3.61	3.25	1.82	21.02	3.02	1.41	0.96	11.81	2.98	2.16	1.51
Yara	YAR NO	NOK	142.75	6.93	3.13	5.63	4.92	1.98	1.38	1.18	0.99	10.28	3.53	5.92	5.21
K+S	SDF GR	EUR	32.79	n.m.	5.48	4.63	4.54	5.81	3.40	2.27	1.71	13.17	3.58	3.58	3.58
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	3193	19.81	4.59	4.79	3.57	5.92	3.84	3.03	2.48	3.50	4.02	4.20	3.14
平均				20.95	4.89	5.22	4.89	6.72	2.69	1.83	1.41	9.05	3.54	3.88	3.92
中间值				12.90	4.81	5.33	4.92	4.62	2.50	1.90	1.36	9.50	3.53	4.20	3.95
国际材料公司															
聚氨酯公司															
Bayer AG	BAY GR	EUR	33.84	5.79	9.17	8.83	7.91	1.55	1.51	1.37	1.28	6.73	5.92	5.63	5.42
BASF AG	BAS GR	EUR	24.08	5.79	6.16	8.64	8.34	1.20	1.19	1.18	1.14	3.35	3.52	4.27	4.15
Dow Chemical Co	DOW US	USD	8.06	2.66	3.00	3.91	3.49	0.39	0.39	0.39	0.37	2.82	2.93	3.17	3.10
平均				4.75	6.11	7.13	6.58	1.05	1.03	0.98	0.93	4.30	4.12	4.36	4.22
中间值				5.79	6.16	8.64	7.91	1.20	1.19	1.18	1.14	3.35	3.52	4.27	4.15
有机硅公司															
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2610	9.90	13.06	13.76	11.79	1.39	1.34	1.22	1.10	6.07	7.07	7.09	6.23
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	522	8.80	8.92	10.43	9.10	0.64	0.65	0.63	0.63	3.54	3.74	4.52	4.49
Solvay SA	SOLB BB	EUR	45.185	4.78	6.39	7.03	6.16	0.86	0.83	0.78	0.72	3.10	3.74	4.09	3.80
3M Co.	MMM US	USD	48.76	8.55	9.43	10.43	10.65	2.94	2.84	2.53	2.36	6.04	5.78	6.41	6.65
平均				8.01	9.45	10.41	9.42	1.46	1.42	1.29	1.20	4.69	5.08	5.53	5.29
中间值				8.67	9.17	10.43	9.87	1.12	1.08	1.00	0.91	4.79	4.76	5.47	5.36
有机硅公司															
GE Co.	GE US	USD	10	4.59	5.38	7.09	7.05	0.86	0.80	0.83	0.81	15.32	13.26	13.84	13.95
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4810	11.27	10.79	11.15	10.21	1.44	1.32	1.23	1.14	4.34	4.96	4.68	4.68
Rhodia SA	RHA FP	EUR	2.57	1.99	1.92	2.70	1.93	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.32	2.68	2.86	2.64
Cabot Corp	CBT US	USD	9.58	4.65	7.51	4.30	3.94	0.52	0.45	0.41	n.a.	3.83	4.14	3.32	3.92
平均				5.63	6.40	6.31	5.78	0.94	0.86	0.82	0.97	6.45	6.26	6.18	6.30
中间值				4.62	6.45	5.69	5.50	0.86	0.80	0.83	0.97	4.09	4.55	4.00	4.30
环氧树脂公司															
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	6.44	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.46	0.98	9.07	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	252	7.82	7.97	10.46	11.40	0.39	0.38	0.38	0.38	5.22	5.73	6.19	6.46
Sunoco Inc	SUN US	USD	28.13	3.78	4.86	8.01	6.73	1.31	1.06	0.99	0.91	3.16	3.23	4.52	3.82
Ciba	CIBN VX	CHF	48.68	13.79	22.87	18.08	15.78	0.99	1.17	1.15	1.12	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均				8.46	11.90	12.18	11.30	0.79	0.90	2.90	0.80	4.19	4.48	5.35	5.14
中间值				7.82	7.97	10.46	11.40	0.72	1.02	1.07	0.91	4.19	4.48	5.35	5.14

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

附表3、国际可比公司行业板块估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
美国特殊化学品	13.0	10.0	14.4	9.0	2.0	2.1	1.9	2.1	6.7	7.9	5.9	5.8
美国大宗化学品	4.8	7.2	12.5	9.0	1.0	0.9	0.8	0.6	4.0	4.0	4.4	4.1
欧洲化工	8.8	7.8	8.0	7.5	1.5	1.4	1.3	1.1	5.9	5.4	5.5	5.1
日本化工	11.5	16.2	13.0	11.1	0.8	0.8	0.8	0.7	4.2	4.9	5.2	4.9
亚太化工	7.8	9.8	11.3	11.2	1.1	1.3	1.2	1.2	11.6	8.4	10.0	10.8
平均	9.6	10.4	11.6	9.4	1.3	1.3	1.2	1.1	6.5	6.0	6.0	5.9
分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
多元化化工	6.5	11.8	10.4	9.7	0.8	0.8	0.8	0.8	8.4	5.9	7.3	7.7
工业气体	9.4	11.5	9.6	8.5	1.4	1.4	1.3	1.2	7.4	8.0	6.5	5.9
大宗化学品	10.7	8.5	12.6	9.6	1.3	1.1	1.0	0.9	4.9	4.3	4.8	4.4
特殊化学品	11.0	10.6	12.8	9.1	1.6	1.7	1.5	1.5	6.2	6.7	5.9	5.7
平均	9.6	10.4	11.6	9.4	1.3	1.3	1.2	1.1	6.5	6.0	6.0	5.9
流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
大盘公司	10.2	11.8	11.4	10.0	2.0	1.9	1.7	1.6	6.9	6.4	6.6	6.4
中盘公司	8.5	8.3	10.5	8.0	0.7	0.7	0.7	0.7	6.5	4.9	5.8	5.8
小盘公司	10.4	11.6	17.0	13.8	1.0	1.3	1.1	1.2	5.3	8.2	4.4	3.5
平均	9.6	10.4	11.6	9.4	1.3	1.3	1.2	1.1	6.5	6.0	6.0	5.9

资料来源：彭博资讯，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。