

化工



方磊

石油化工行业研究员

021-38565939

fangl@xyzq.com.cn

## 丹化科技（600844）

## 煤炭巨头加入，前景更看好

推荐（维持）

2009年7月12日

## 投资要点

## 事件：

公司准备再次非公开增发，增发对象为河南煤业集团，发行股份约 4689 万股，发行价约 17.06 元，目前该预案已通过董事会，还需要股东大会和证监会的批准。

## 点评：

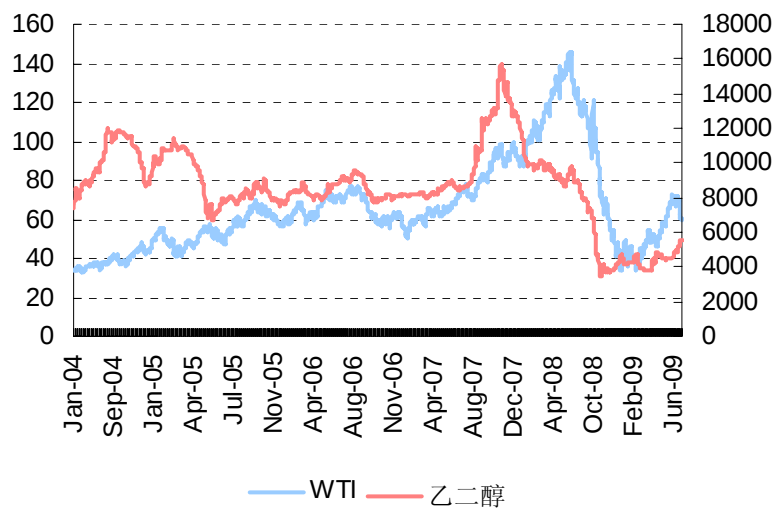
- 该方案预计募集资金 8 亿元，准备全部投向通辽金煤二期项目（40 万吨乙二醇，20 万吨醋酐），加上银行贷款，基本上二期项目的资金问题已经可以解决，而通辽金煤一期计划在 9 月份开车。
- 河南煤业集团在中国煤炭工业企业中排名第 3 位，总资产 942 亿元，本次参股主要是看中公司的煤制乙二醇技术的长期潜力，我国“富煤缺油少气”，原油资源始终相对短缺；而煤制乙二醇又是“石化”振兴规划中重点扶持的，在油价长期看涨的情况下，该技术的潜力将会随油价的上涨而逐渐显现出来。
- 目前国内乙二醇价格已经反弹到 5500 元/吨，按目前的市场价格，公司乙二醇的毛利率可达 50% 左右，我们预计公司 09、10、11 年的 EPS 分别为 0.16、0.84、1.27 元，10 年后可望出现业绩的大幅增长；如果考虑到二期的产能完全释放，公司业绩在 2012 年可望达到惊人的 2.99 元，投资价值非常明显，维持“推荐”评级。

表 1：公司主要产品假设

| 年份         | 2009E | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 醋酐产量（万吨）   | 7     | 7     | 7     | 20    |
| 醋酐价格（元/吨）  | 5800  | 6000  | 6300  | 6500  |
| 醋酐毛利率      | 17%   | 17%   | 17%   | 38%   |
| 乙二醇产量（万吨）  | 5     | 15    | 25    | 55    |
| 乙二醇价格（元/吨） | 4500  | 6000  | 6500  | 7000  |
| 乙二醇毛利率     | 40%   | 55%   | 58%   | 61%   |
| 草酸产量（万吨）   | 2     | 10    | 10    | 10    |
| 草酸价格（元/吨）  | 5500  | 4500  | 4500  | 4500  |
| 草酸毛利率      | 71%   | 64%   | 64%   | 64%   |

数据来源：兴业证券研发中心

图 1: 原油、乙二醇价格 (左轴: 美元/桶, 右轴: 元/吨)



数据来源: 兴业证券研发中心

## 附表

**资产负债表**

| 单位: 百万元        | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 97   | 419   | 868   | 994   |
| 货币资金           | 18   | 80    | 80    | 206   |
| 交易性金融资产        | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 14   | 95    | 227   | 323   |
| 其他应收款          | 1    | 190   | 454   | 323   |
| 存货             | 28   | 34    | 63    | 82    |
| <b>非流动资产</b>   | 839  | 2641  | 2458  | 2282  |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 92   | 53    | 58    | 62    |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 492  | 2401  | 2224  | 2041  |
| 在建工程           | 40   | 20    | 10    | 5     |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 40   | 40    | 40    | 40    |
| <b>资产总计</b>    | 935  | 3060  | 3325  | 3276  |
| <b>流动负债</b>    | 418  | 1395  | 1150  | 229   |
| 短期借款           | 269  | 1185  | 939   | 0     |
| 应付票据           | 10   | 9     | 16    | 20    |
| 应付账款           | 24   | 26    | 47    | 61    |
| 其他             | 115  | 175   | 148   | 147   |
| <b>非流动负债</b>   | 147  | 129   | 129   | 129   |
| 长期借款           | 129  | 129   | 129   | 129   |
| 其他             | 18   | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 565  | 1524  | 1279  | 358   |
| 股本             | 305  | 389   | 389   | 389   |
| 资本公积           | 230  | 1226  | 1226  | 1226  |
| 未分配利润          | -328 | -261  | 65    | 559   |
| 少数股东权益         | 108  | 125   | 310   | 687   |
| <b>股东权益合计</b>  | 371  | 1536  | 2046  | 2918  |
| <b>负债及权益合计</b> | 935  | 3060  | 3325  | 3276  |

**现金流量表**

| 单位: 百万元           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 17   | 67    | 326   | 495   |
| 折旧和摊销             | 65   | 112   | 187   | 187   |
| 资产减值准备            | -62  | -300  | 0     | 0     |
| 无形资产摊销            | 3    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损失          | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 30   | 62    | 86    | 39    |
| 投资损失              | -15  | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 6    | 17    | 185   | 377   |
| 营运资金的变动           | 9    | -96   | 448   | -19   |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 47   | 22    | 345   | 1116  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -7   | -1899 | -13   | -10   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -47  | 1938  | -332  | -979  |
| 现金净变动             | -7   | 62    | 0     | 126   |
| 现金的期初余额           | 41   | 18    | 80    | 80    |
| 现金的期末余额           | 35   | 80    | 80    | 206   |

**利润表**

| 单位: 百万元         | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 490  | 633   | 1513  | 2150  |
| 营业成本            | 437  | 430   | 782   | 1025  |
| 营业税金及附加         | 0    | 3     | 8     | 11    |
| 销售费用            | 10   | 19    | 45    | 65    |
| 管理费用            | 18   | 20    | 48    | 69    |
| 财务费用            | 30   | 62    | 86    | 39    |
| 资产减值损失          | 3    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动          | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 15   | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 6    | 99    | 543   | 942   |
| 营业外收入           | 8    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 2    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 11   | 99    | 543   | 942   |
| 所得税             | -11  | 15    | 33    | 71    |
| 净利润             | 22   | 84    | 511   | 872   |
| 少数股东损益          | 6    | 17    | 185   | 377   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 17   | 67    | 326   | 495   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.04 | 0.17  | 0.84  | 1.27  |

**主要财务比率**

|                 | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|
| <b>成长性(%)</b>   |        |        |        |       |
| 营业收入增长率         | 11.2%  | 29.2%  | 138.9% | 42.1% |
| 营业利润增长率         | -92.5% | 1614.1 | 450.9% | 73.4% |
| 净利润增长率          | -78.2% | 298.6% | 386.1% | 51.8% |
| <b>盈利能力(%)</b>  |        |        |        |       |
| 毛利率             | 10.8%  | 32.1%  | 48.3%  | 52.3% |
| 净利率             | 3.4%   | 10.6%  | 21.5%  | 23.0% |
| ROE             | 6.4%   | 4.8%   | 18.8%  | 22.2% |
| <b>偿债能力(%)</b>  |        |        |        |       |
| 资产负债率           | 60.4%  | 49.8%  | 38.5%  | 10.9% |
| 流动比率            | 0.23   | 0.30   | 0.75   | 4.34  |
| 速动比率            | 0.16   | 0.28   | 0.70   | 3.98  |
| <b>营运能力(次)</b>  |        |        |        |       |
| 资产周转率           | 0.51   | 0.00   | 0.00   | 0.00  |
| 应收帐款周转率         | 11.61  | 11.61  | 9.40   | 7.83  |
| <b>每股资料 (元)</b> |        |        |        |       |
| 每股收益            | 0.04   | 0.17   | 0.84   | 1.27  |
| 每股经营现金          | 0.25   | 0.06   | 0.89   | 2.87  |
| 每股净资产           | 0.67   | 3.62   | 4.46   | 5.73  |
| <b>估值比率 (倍)</b> |        |        |        |       |
| PE              | 314.08 | 78.79  | 16.21  | 10.68 |
| PB              | 20.15  | 3.75   | 3.04   | 2.37  |

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

## 机构销售部

### 机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

### 上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

### 北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

### 广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

### 研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

## 重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。