



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2010年1月12日

化工

研究部

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

维持审慎推荐

云天化(600096.CH)

玻纤结构调整，复苏好于预期

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	6,005	7,704	6,067	7,148	8,287
(+/-)	36%	28%	-21%	18%	16%
主营业务利润	1,477	1,763	960	1,425	1,756
(+/-)	19%	19%	-46%	48%	23%
净利润	683	657	42	358	564
(+/-)	17%	-4%	-94%	745%	57%
每股盈利(元)	1.27	1.23	0.07	0.61	0.95
市盈率	19.5	20.2	345.0	40.8	26.0
市净率	4.4	4.0	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	14.9	13.8	12.5	15.2	11.0
每股经营现金流(元)	1.9	1.8	4.4	3.5	4.0
股价/经营现金	12.9	13.8	5.7	7.2	6.3
现金分红收益率	1.6%	1.6%	0.1%	1.0%	0.0%
净资产收益率	20.6%	17.9%	0.9%	7.4%	0.0%
投入资本回报率	8.7%	5.7%	0.4%	2.9%	4.7%

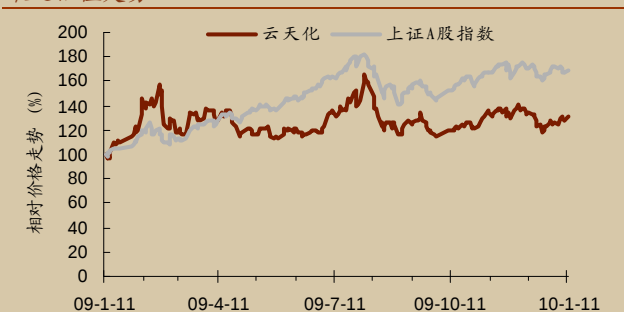
股票信息

	A股
股票代码	600096 CH
当前股价	人民币24.81
目标价格	-
日成交量(百万股)	8.00
52周最高价/最低价	人民币33/18.39
发行股数(百万股)	590.12
总市值(百万元)	14640.91
流通股(百万股)	290.78
主要股东(持股比例)	云天化集团有限责任公司(55.83%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600096.SH]	+4.24	-2.93	+8.91	+4.24
[上证A股指数]	-0.97	-1.07	+10.27	-0.97
[中金化工指数]	+0.73	-1.94	+31.86	+0.73

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况：

云天化今日发布 2009 年度业绩预减公告，根据公司财务部预算，预计公司 2009 年归属于上市公司股东的净利润同比减少 50% 以上，但全年为正数。公司 2008 年归属母公司利润为 657,201,421.16 元，每股收益 1.23 元。

评论：

业绩下滑主要是一季度天然气停气以及 3 月份合成氨装置爆炸导致的停车损失，而天安化工新建成的 50 万吨合成氨项目整体盈利能力低于预期。公司前三季度每股亏损 0.11 元，第三季度单季度实现净利润 0.24 亿元，每股收益 0.10 元。

四季度由于国内能源价格上调，天然气供应紧张和下游备肥等因素，带动尿素价格从 1600 元/吨回升到 1800 元/吨，尿素盈利回到正常水平；同时，公司玻纤业务经过产品结构调整，盈利回升迅速的风机叶片玻纤和电子玻纤比重达到 50% 以上，目前综合毛利率回到 25% 左右，盈利能力基本恢复。天安公司的合成氨装置因集团磷肥业务提升开工率较好，云南合成氨价格也从前期 2400 元/吨左右上涨到 2800 元/吨，天安公司基本实现盈亏平衡。

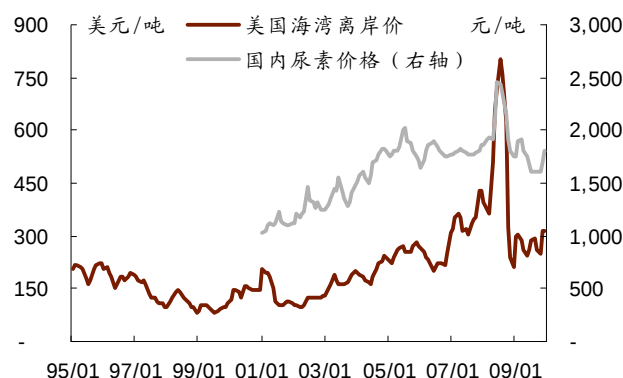
2010 由于天然气紧张，西南大部分气头尿素企业将轮流被动安排检修，云天化将在二季度停产检修 70 天，但西南尿素价格将整体上涨。我们预计 2010 年西南地区尿素均价可以达到 1800 元/吨左右，较 09 年上涨约 100 元/吨以上，尿素行业情况将明显好于 2009 年。2010 年玻纤业务毛利率将维持在 25% 以上，聚甲醛业务因新建的 6 万吨装置投产，盈利水平将略有提升，未来将发展改性聚甲醛。

股份公司未来的增长主要是水富煤代气项目和内蒙金新化工 80 万吨煤基尿素的投产，预计在 11 年下半年。

估值与建议：

玻纤和尿素四季度回升明显，业绩略好于预期，我们将公司将 2009 年盈利预测从 0.03 元上调至 0.07 元，2010 年业绩维持在 0.61 元，2011 年业绩从 0.89 元上调至 0.95 元。盈利预测中我们考虑了 2010 年和 2011 年每年天然气价格上调 0.20 元/m³。公司短期估值仍高，股价目前仍然受到集团重组的支撑，由于 2010 年集团的磷肥业务盈利迅速恢复至历史正常水平，我们判断今年上半年重组仍有启动的可能。

图表 1：国际国内尿素价格图



资料来源：Bloomberg，中国资讯网，中金公司研究部

图表 2：盈利预测调整

(人民币百万元)	2009E			2010E			2011E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
主营业务收入	5,976	6,067	1.5%	7,268	7,148	-1.6%	8,059	8,287	2.8%
主营业务成本	5,055	5,101	0.9%	5,829	5,716	-1.9%	6,367	6,523	2.5%
主营业务利润	915	960	4.9%	1,432	1,425	-0.5%	1,684	1,756	4.2%
营业费用	116	118	2%	138	136	-2%	153	157	3%
管理费用	287	291	2%	327	322	-2%	363	373	3%
财务费用	491	491	0%	459	458	0%	425	425	0%
营业利润	21	60	186%	508	509	0%	743	800	8%
少数股东权益	4	11	186%	89	90	0%	131	141	8%
净利润	15	42	185.7%	357	358	0.3%	523	564	7.7%
每股盈利 (元)	0.03	0.07	185.7%	0.61	0.61	0.3%	0.89	0.95	7.7%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：盈利主要假设

	2009E	2010E	2011E		2009E	2010E	2011E		2009E	2010E	2011E
销售单价 (元/吨)				销量 (吨)				毛利率(%)			
尿素	1700	1750	1800	尿素	580000	590000	740000	尿素	45.0	42.0	38.0
硝酸铵	1500	1600	1600	硝酸铵	60000	80000	110000	硝酸铵	40.0	48.0	48.0
季戊四醇	7690	7690	7690	季戊四醇	11000	11000	11000	季戊四醇	7.0	7.0	7.0
聚甲醛	9200	9800	10200	聚甲醛	50000	75000	90000	聚甲醛	2.0	20.0	20.0
玻璃纤维	6720	6720	6950	玻璃纤维	300000	350000	400000	玻璃纤维	16.0	25.0	28.0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 历史和预测的财务指标

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
主营业务收入	6,005	7,704	6,067	7,148	8,287
主营业务成本	4,523	5,930	5,101	5,716	6,523
主营业务利润	1,477	1,763	960	1,425	1,756
营业费用	134	185	118	136	157
管理费用	296	343	291	322	373
财务费用	170	324	491	458	425
营业利润	867	890	60	509	800
利润总额	888	904	60	509	800
所得税	46	80	7	61	96
净利润	683	657	42	358	564
现金流量表					
经营活动产生之现金流	1,035	961	2,572	2,038	2,340
投资活动产生之现金流	-3,334	-3,692	-2,780	-1,484	-884
筹资活动产生之现金流	2,845	3,401	-8	-1,128	-964
现金及现金等价物净增加额	541	644	-216	-574	493
资产负债表					
流动资产	3,372	4,968	3,921	3,634	4,481
固定资产	9,257	12,376	14,213	14,578	14,258
流动负债	3,241	5,381	5,981	6,271	6,730
长期负债	4,666	6,844	6,045	5,522	5,104
股东权益	3,321	3,674	4,645	4,861	5,199
总资产	12,828	17,656	18,440	18,511	19,031
财务指标					
主营业务利润率	25%	23%	16%	20%	21%
净利率	11%	9%	1%	5%	7%
净资产收益率	21%	18%	1%	7%	11%
股息收益率	2%	2%	0%	1%	2%
净债务/股东权益	110%	189%	145%	137%	108%
资产负债率	62%	69%	65%	64%	62%
流动比率	1.04	0.92	0.66	0.58	0.67
速动比率	0.71	0.63	0.48	0.39	0.47

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5：中金重点关注公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价					市盈率					市净率					EV/EBITDA			
				2010-1-11	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E		
国内化肥公司																						
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	24.81	22.3	345.1	40.8	26.0	4.0	3.2	3.0	2.8	12.4	15.2	11.0	9.4						
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	推荐	59.3	33.4	31.8	21.4	19.9	15.8	14.2	10.2	8.3	15.6	19.3	13.4	12.0						
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	9.05	22.5	25.1	19.6	16.8	2.8	2.7	2.5	2.3	7.1	9.2	7.7	7.1						
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	23.52	30.9	27.3	20.8	16.7	4.9	4.2	3.6	3.1	15.6	15.0	12.5	10.7						
六国化工	600470 CH	CNY	中性	12.58	42.8	58.4	28.8	21.5	2.7	2.6	2.5	2.3	17.6	16.2	11.5	9.3						
冠农股份	600251 CH	CNY	中性	28.19	355.0	626.4	41.0	32.8	12.5	12.3	9.4	7.3	250.8	556.4	745.4	703.4						
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	17.34	25.4	32.2	17.3	15.4	7.2	6.5	5.2	4.1	21.1	18.4	10.3	9.0						
中化化肥	297 HK	HKD	回避	5.45	17.5	n.a.	28.9	19.2	2.4	2.5	2.3	2.0	15.6	124.0	19.1	14.3						
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	25.46	51.9	46.4	29.3	24.1	12.2	9.7	7.3	5.6	25.3	20.0	13.6	11.2						
平均					66.8	149.1	27.6	21.4	7.2	6.4	5.1	4.2	42.3	88.2	93.8	87.4						
中间值					30.9	39.3	28.8	19.9	4.9	4.2	3.6	3.1	15.6	18.4	12.5	10.7						
国内材料公司																						
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	22.39	24.7	31.1	24.9	17.0	7.7	6.2	5.0	3.8	19.1	26.6	15.6	11.2						
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	46.42	8.5	42.1	25.3	18.4	4.8	3.5	3.2	2.9	5.3	22.3	13.8	10.6						
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	14.03	n.a.	n.a.	43.9	27.6	2.5	2.6	2.5	2.3	32.7	26.3	12.6	9.7						
三爱富	600636 CH	CNY	中性	9.33	n.a.	225.4	92.5	47.4	4.5	4.4	4.2	3.9	31.2	17.1	15.1	12.7						
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	8.91	56.7	66.3	62.7	63.5	2.5	2.5	2.4	2.4	44.5	15.0	12.0	12.0						
山西三维	000755 CH	CNY	中性	9.75	386.9	n.a.	50.3	26.1	2.1	2.2	2.2	2.1	22.9	34.7	17.1	12.7						
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	8.15	56.0	80.8	17.7	13.5	2.0	1.9	1.8	1.7	13.9	13.4	7.1	6.1						
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.49	47.9	52.1	29.4	20.8	3.7	3.5	3.2	2.8	10.1	14.0	11.1	9.5						
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	21.97	22.5	42.5	25.7	20.5	5.9	5.3	4.6	3.9	14.1	18.2	12.3	10.7						
云维股份	600725 CH	CNY	中性	23.5	51.1	232.9	41.3	23.4	4.3	4.3	4.0	3.4	18.6	22.3	14.6	11.3						
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	27.67	716.8	n.a.	32.0	24.2	46.0	5.8	4.9	4.2	1320.5	238.6	14.4	9.2						
丹科B	900921 CH	USD	推荐	1.761	310.5	n.a.	13.8	10.5	19.9	2.5	2.1	1.8	515.6	113.6	10.4	8.1						
平均					168.2	96.6	38.3	26.1	8.8	3.7	3.3	2.9	170.7	46.8	13.0	10.3						
中间值					53.5	59.2	30.7	22.1	4.4	3.5	3.2	2.8	21.0	22.3	13.2	10.6						

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 6：国际化工公司估值表

	代码	货币	股价					市盈率					市净率					EV/EBITDA		
			2010-1-11	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	
国际化肥公司																				
加拿大化肥公司																				
Potashcorp	POT CN	CAD	128.35	11.29	39.96	18.17	13.77	8.26	5.83	4.61	3.43	9.00	27.41	12.86	10.30					
Agrium	AGU CN	CAD	70.7	8.43	27.25	13.88	10.98	2.70	2.26	1.92	1.55	5.18	13.92	8.62	7.30					
美国化肥公司																				
Mosaic	MOS US	USD	66.7	12.61	24.92	16.50	13.43	3.49	3.10	2.62	2.18	8.99	14.67	9.22	7.83					
Terra Industry	TRA US	USD	34.4	5.10	16.07	12.27	11.05	3.23	3.04	2.82	2.74	3.25	6.87	5.55	5.64					
Terra Nitrogen	TNH US	USD	108.95	7.31	n.a.	n.a.	n.a.	8.96	n.a.	n.a.	n.a.	4.49	n.a.	n.a.	n.a.					
欧洲化肥公司																				
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	4.109	11.33	8.56	4.64	2.43	7.27	2.42	1.83	1.42	6.28	12.59	7.71	5.07					
Yara	YAR NO	NOK	279.3	9.88	35.26	16.46	13.31	2.69	2.68	2.39	2.11	6.78	19.87	11.68	10.06					
K+S	SDF GR	EUR	46.195	8.75	65.90	20.87	13.65	4.44	5.06	4.31	3.58	6.28	21.65	21.65	21.65					
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	5419	9.12	24.94	17.07	13.51	7.52	6.25	5.01	4.15	2.12	17.84	12.10	10.68					
平均				9.31	30.36	14.98	11.52	5.39	3.83	3.19	2.65	5.82	16.85	11.17	9.82					
中间值				8.93	27.25	16.50	13.43	3.97	3.10	2.82	2.74	5.73	17.84	11.68	10.06					
国际材料公司																				
聚氨酯公司																				
Bayer AG	BAY GR	EUR	54.27	24.45	15.68	13.56	11.94	2.55	2.38	2.27	2.09	8.85	8.72	7.93	7.36					
BASF AG	BAS GR	EUR	43.91	14.03	23.06	16.85	13.66	2.30	2.39	2.31	2.15	5.29	7.88	6.69	5.99					
Dow Chemical Co	DOW US	USD	31.15	50.24	65.17	23.65	12.71	2.13	2.01	2.03	1.96	14.05	11.60	8.89	7.14					
平均				29.57	34.64	18.02	12.77	2.33	2.26	2.20	2.07	9.39	9.40	7.84	6.83					
中间值				24.45	23.06	16.85	12.71	2.30	2.38	2.27	2.09	8.85	8.72	7.93	7.14					
有机硅公司																				
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	3720	49.93	87.30	30.35	20.15	2.30	2.26	2.14	1.97	11.51	16.90	12.01	9.75					
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	946	28.21	n.m.	17.23	14.72	1.54	1.53	1.43	1.34	5.92	7.91	6.43	6.17					
Solvay SA	SOLB BB	EUR	73.18	14.87	13.06	13.47	14.55	1.35	1.29	1.07	1.09	5.97	6.66	8.12	7.45					
3M Co.	MMM US	USD	84.32	17.03	18.56	17.15	15.44	5.92	4.72	4.13	3.62	9.77	10.30	9.53	8.95					
平均				27.51	39.64	19.55	16.21	2.78	2.45	2.19	2.01	8.29	10.44	9.02	8.08					
中间值				22.62	18.56	17.19	15.08	1.92	1.90	1.79	1.66	7.87	9.11	8.83	8.20					
有机硅公司																				
GE Co.	GE US	USD	16.6	9.65	16.65	18.40	14.57	1.67	1.56	1.52	1.43	19.14	21.53	21.93	18.83					
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	5330	14.71	25.81	19.66	16.63	1.65	1.58	1.51	1.42	5.83	9.16	7.90	7.15					
Rhodia SA	RHA FP	EUR	14.115	13.44	n.m.	15.05	9.70	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	3.91	6.05	4.38	4.06					
Cabot Corp	CBT US	USD	27.6	20.15	21.63	15.94	15.16	1.44	1.48	n.a.	n.a.	6.91	6.94	6.11	n.a.					
平均				14.49	21.36	17.26	14.02	1.59	1.54	1.51	1.42	8.95	10.92	10.08	10.01					
中间值				14.08	21.63	17.17	14.87	1.65	1.56	1.51	1.42	6.37	8.05	7.01	7.15					
环氧树脂公司																				
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	31.75	n.m.	n.m.	n.m.	25.06	1.77	3.30	2.99	5.35	n.m.	n.m.	24.50	12.43					
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	264	n.m.	n.m.	n.m.	34.28	0.57	0.65	0.67	0.67	21.58	13.06	9.31	8.72					
Sunoco Inc	SUN US	USD	28.86	4.35	655.91	13.05	7.54	1.19	1.31	1.24	1.13	3.36	11.74	6.25	4.61					
平均				4.35	655.91	13.05	22.29	1.17	1.75	1.63	2.38	12.47	12.40	13.36	8.59					
中间值				4.35	655.91	13.05	25.06	1.19	1.31	1.24	1.13	12.47	12.40	9.31	8.72					

图表 7: 国际化工公司分类估值表

分地区估值			P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010		
美国特殊化学品	20.3	25.2	18.7	3.8	3.7	3.3	8.7	9.5	8.1		
美国大宗化学品	16.2	30.2	27.8	5.1	3.9	2.9	6.9	8.6	7.4		
欧洲化工	13.5	25.2	16.2	2.2	2.1	1.9	7.5	9.6	8.0		
日本化工	103.6	55.6	27.3	1.2	1.2	1.2	7.9	10.3	7.5		
亚太化工	32.4	19.8	16.5	1.9	1.9	2.6	31.9	13.8	13.5		
平均	34.7	30.2	20.6	2.6	2.3	2.2	11.7	10.3	8.7		
中间值	18.4	20.5	17.9	1.8	1.7	1.7	8.3	10.0	8.2		

分类别估值			P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010		
多元化化工	43.8	34.3	18.4	1.5	1.6	2.0	21.8	11.7	10.5		
工业气体	15.0	14.1	10.9	1.5	1.3	1.2	6.9	10.6	8.3		
大宗化学品	17.6	40.8	25.7	4.3	3.4	2.6	7.5	9.2	7.8		
特殊化学品	38.6	23.5	21.6	2.9	2.7	2.4	8.8	10.4	8.4		
平均	34.7	30.2	20.6	2.6	2.3	2.2	11.7	10.3	8.7		
中间值	18.4	20.5	17.9	1.8	1.7	1.7	8.3	10.0	8.2		

流通市值分类估值			P/E			P/B			EV/EBITDA		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010		
大盘公司	30.1	26.3	17.2	3.7	3.0	2.6	12.6	10.6	9.2		
中盘公司	45.7	36.3	22.7	1.5	1.6	1.9	12.4	10.6	9.0		
小盘公司	17.2	26.9	26.2	2.6	1.6	1.3	6.0	8.3	5.6		
平均	34.7	30.2	20.6	2.6	2.3	2.2	11.7	10.3	8.7		
中间值	18.4	20.5	17.9	1.8	1.7	1.7	8.3	10.0	8.2		

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

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。