



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

公司动态
研究报告

2010年3月8日

化工

研究部

时雪松

分析员, SAC 执业证书编号: S0080200010032

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

维持推荐

丹化科技/丹科 B(600844.CH/900921.CH)

通过通辽金煤增资, 实施管理层激励

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	490	263	1,299	4,201
(+/-)	11%	-46%	394%	223%
毛利	53	-17	554	1,770
(+/-)	-52%	-132%	-3396%	219%
净利润	17	-45	215	719
(+/-)	-78%	-367%	-579%	234%
每股盈利(元)	0.04	-0.12	0.55	1.85
(+/-)	-78%	n.m.	n.m.	234%
A股市盈率	846.7	n.m.	66.2	19.8
A股市净率	54.3	11.3	9.6	6.6
A股EV/EBITDA	1,450.0	8,668.6	28.5	10.6
B股市盈率	334.8	n.m.	26.2	7.8
B股市净率	21.5	4.5	3.8	2.6
B股EV/EBITDA	610.1	3,950.7	14.9	6.0
净资产收益率	6.4%	-3.6%	14.5%	33.3%
ROCE	3.3%	-1.6%	4.6%	8.6%
每股经营现金流(元)	0.31	0.06	2.62	4.03
A股股价/经营现金	116.38	636.13	13.98	9.07
B股股价/经营现金	46.02	251.52	5.53	3.59

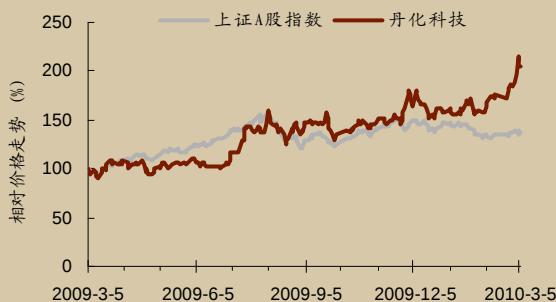
股票信息

A股	股票代码	B股
600844.CH	900921.CH	
人民币36.58	US\$2.217	
-	-	
人民币38.69/15.95	US\$2.2/0.69	
389.31	389.31	
12103.44	12103.44	
108.68	108.68	
江苏丹化集团 (21.34%)	江苏丹化集团 (21.34%)	
上海盛宇企业投资 (11.13%)	上海盛宇企业投资 (11.13%)	

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600844.SH]	+10.85	+21.77	+24.38	+28.44
[上证A股指数]	-0.68	+3.11	-8.66	-6.59

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:

公司上周五股东大会通过了对于子公司通辽金煤进行增资的决议, 其中河南煤化增资 8068.9 万元, 金煤控股增资 3430.5 万元, 福建中科资产增资 480 万元, 管理层及核心技术人员增资 1.16 亿元用于激励 (其中丹化集团以及下属企业 5000 万, 金煤控股 3800 万元, 中科院福建物构所 2000 万元)。

评论:

本次增资后, 煤制乙二醇的主要平台通辽金煤股权结构如图表 1, 上市公司占通辽金煤 51%, 股权激励部分占 5.6%。本次增发后上市公司股权略有摊薄, 未来丹化科技对河南煤业定向增发完成后, 将继续对通辽金煤增资, 我们估算丹化科技对通辽金煤的最终股权比例在 60% 以上。

股权激励包括丹化集团、金煤控股和福建物构所, 覆盖面较广, 对于技术创新公司来讲是必须的, 有助于防止核心技术扩散和鼓励中长期进一步技术创新。

估值与建议:

随着通辽一期乙二醇项目的成功运行, 公司将在未来五年内将乙二醇产能迅速扩大到 300 万吨左右 (权益产能达到 140 万吨以上), 在目前的油价水平下, 乙二醇价格有望维持在 8000 元/吨以上, 煤制乙二醇将保持良好的盈利水平 (通辽的生产成本低于 3500 元/吨, 河南的生产成本低于 4000 元/吨), 成长空间非常大。

我们暂时维持对公司 2010 和 2011 年每股盈利 0.55 元和 1.85 元的预测, 维持对丹科 B 股和 A 股的推荐评级。

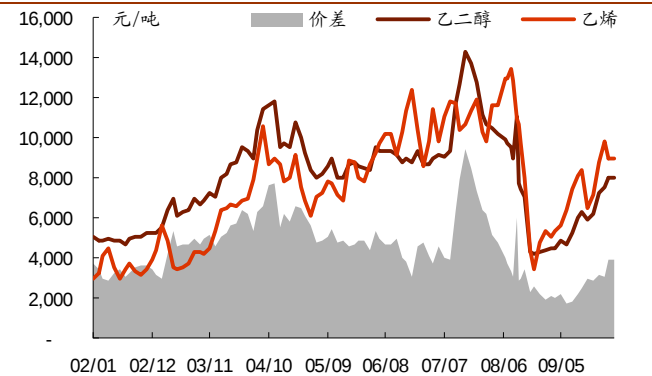
公司的主要风险是油价的波动以及河南和通辽后续项目的进度低于预期。

图表 1: 通辽金煤股权结构

股东	本次增值额	总出资额	比例
丹化化工科技股份有限公司		1,061,248,900	51.0%
河南煤业集团	80,688,935	397,188,935	19.1%
上海金煤化工控股有限公司	34,304,916	333,741,427	16.0%
上海金煤化工新技术有限公司		48,565,682	2.3%
中国科学福建物质结构研究所		119,335,252	5.7%
管理层和技术人员激励	116,000,000	116,000,000	5.6%
福建中科资产	4,800,000	4,800,000	0.2%
合计		2,080,880,196	

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2: 乙二醇-乙烯价格图



资料来源：隆众石化网，中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入净额	441	490	263	1,299	4,201
主营业务利润	111	53	-17	554	1,770
营业费用	5	10	8	26	84
管理费用	14	18	18	33	126
财务费用	17	30	22	56	146
营业利润	75	-8	-71	439	1,406
所得税	12	-11	-14	9	39
少数股东权益	19	6	-11	216	649
净利润	77	17	-45	215	719
现金流量表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流净额	100	96	22	1,019	1,570
投资活动现金流净额	-297	-162	-1,563	-2,995	-2,495
融资活动现金流净额	-68	43	1,835	1,439	2,394
货币资金增加额	-265	-23	295	-538	1,469
资产负债表 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	170	97	940	26	1,922
固定资产	634	565	2,162	5,022	7,199
流动负债	510	418	731	738	1,070
长期负债	158	147	581	2,065	3,565
股东权益	206	262	1,260	1,484	2,159
总资产	977	935	3,453	5,384	9,452
财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务利润率	25.1%	10.8%	-6.4%	42.7%	42.1%
息税前利润率	20.9%	4.4%	-18.6%	38.1%	37.0%
净利润率	17.5%	3.4%	-17.1%	16.6%	17.1%
净资产收益率	37.5%	6.4%	-3.6%	14.5%	33.3%
总资产收益率	7.9%	1.8%	-1.3%	4.0%	7.6%
总资产负债率	68.4%	60.4%	38.0%	52.1%	49.0%
净资产负债率	324.6%	215.4%	104.2%	188.9%	214.7%
流动比率	0.33	0.23	1.29	0.04	1.80
速动比率	0.25	0.16	1.23	-0.06	1.58
应收账款周转期	59	26	725	33	33
存货周转期	34	21	52	20	20
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 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		
				2010-3-5	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	24.27	21.8	337.6	40.0	25.4	3.9	3.1	2.9	2.8	12.2	15.0	10.8	9.3
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	推荐	54.55	30.7	34.0	19.6	18.2	14.6	13.8	9.5	7.7	14.6	18.9	12.6	11.3
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	8.98	22.3	32.6	19.4	16.6	2.7	2.6	2.5	2.3	6.1	n.a.	8.8	10.0
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	20.23	26.6	23.4	17.9	14.3	4.2	3.6	3.1	2.6	14.1	13.5	11.3	9.7
六国化工	600470 CH	CNY	中性	12.8	43.5	59.4	29.3	21.9	2.7	2.6	2.5	2.3	18.6	17.2	12.2	9.9
冠农股份	600251 CH	CNY	中性	24.97	314.5	554.9	36.3	29.1	11.1	10.9	8.4	6.5	226.8	503.2	674.1	636.2
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	19.03	27.9	35.3	19.0	16.9	7.9	7.2	5.7	4.5	23.9	20.9	11.6	10.2
玖源集团	827 HK	HKD	推荐	0.238	24.3	161.0	6.9	5.6	1.7	1.7	1.4	1.1	18.3	36.8	6.4	4.8
中化化肥	297 HK	HKD	回避	4.69	15.1	n.a.	24.8	16.6	2.1	2.2	2.0	1.7	13.9	110.8	17.1	12.8
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	22.63	46.1	47.6	23.0	19.4	10.9	8.6	6.3	4.7	22.9	26.2	12.8	10.6
平均					57.3	142.9	23.6	18.4	6.2	5.6	4.4	3.6	37.1	84.7	77.8	72.5
中间值					27.2	47.6	21.3	17.6	4.1	3.4	3.0	2.7	16.4	20.9	11.9	10.1
国内材料公司																
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	23.86	26.3	33.2	26.6	18.2	8.2	6.6	5.3	4.1	21.3	29.7	17.4	12.5
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	39.15	7.2	35.5	21.3	15.5	4.0	2.9	2.7	2.4	4.5	19.1	11.9	9.1
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	12.85	n.a.	n.a.	40.2	25.3	2.3	2.4	2.3	2.1	32.2	25.9	12.4	9.5
三爱富	600636 CH	CNY	中性	9.6	n.a.	231.9	95.1	48.8	4.6	4.5	4.3	4.0	33.0	18.1	15.9	13.4
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	10.05	64.0	74.8	25.0	21.9	2.9	2.8	2.6	2.4	50.5	17.1	10.1	9.5
山西三维	000755 CH	CNY	中性	9.2	365.1	n.a.	47.4	24.6	2.0	2.1	2.1	2.0	22.0	33.5	16.5	12.3
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	7.68	52.8	76.1	16.7	12.7	1.8	1.8	1.7	1.6	13.3	12.8	6.8	5.9
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	9.91	55.9	60.8	34.3	24.3	4.4	4.1	3.7	3.3	11.9	16.6	13.2	11.3
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	19.12	19.6	37.0	22.4	17.9	5.1	4.6	4.0	3.4	13.1	16.9	11.4	9.9
云维股份	600725 CH	CNY	中性	19.83	43.1	196.5	34.8	19.8	3.6	3.6	3.3	2.9	16.8	20.1	13.2	10.2
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	36.58	947.7	n.a.	74.2	22.2	60.8	12.7	10.8	7.4	1905.1	8372.0	24.1	8.1
丹科B	900921 CH	USD	推荐	2.127	334.8	n.a.	26.2	7.8	21.5	4.5	3.8	2.6	594.6	3,863.6	14.7	5.9
平均					191.6	93.2	38.7	21.6	10.1	4.4	3.9	3.2	226.5	1037.1	14.0	9.8
中间值					54.3	67.8	30.4	20.9	4.2	3.9	3.5	2.8	21.7	19.6	13.2	9.7

资料来源：Wind，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
国贸写字楼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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。