

基础化工/原材料

云天化 (600096)

经营恢复中，整体上市仍需等待

——2010 年一季度点评

魏涛
0755-23976212
weitao@gtjas.com
S0880209050544

本报告导读：

若不考虑整体上市，短期估值无吸引力。整体上市为确定性事件，但仍需等待。

投资要点：

- 2010 年一季度公司实现销售收入 15.39 亿元，同比增长 4.2%；净利润（归属于母公司投资者）6977 万元，去年同期亏损，摊薄后 EPS 为 0.12 元。
- 一季度公司综合毛利率为 20.9%，同比增加 11.5 个百分点，一方面由于公司业务回暖，另一方面由于低毛利率商贸业务量下降；管理和财务费用同比均下降超过 20%，三项费用率为 13.4%，同比下降 2.2 个百分点。经营性现金净流量为 1.37 亿元。
- 据国家防总办公室统计，截至 4 月 8 日，云南、贵州、广西、重庆、四川 5 省（区、市）耕地受旱面积 1.01 亿亩，占全国的 84%，作物受旱 7907 万亩，待播耕地缺水缺墒 2197 万亩，玉米、水稻、甘蔗以及马铃薯等作物播种受到严重影响。公司是云南省最大的尿素生产企业，本次西南五省干旱，云南是最严重的地区之一，持续干旱对公司化肥销售产生较大负面影响。
- 电子等玻纤下游产业复苏，带动公司玻纤业务恢复，一季度开工率和产品毛利率好转。公司玻纤产品主要是档次较高的电子级纱，明显受益于电子行业强劲复苏。重庆 6 万吨聚甲醛项目二期已建成试生产。
- 公司控股 51% 的子公司内蒙古金新化工 50 万吨合成氨、80 万吨尿素和云南 26 万吨煤制甲醇项目稳步推进，2010 年内有望建成。金新化工原材料成本低廉，未来盈利
- 云天化集团整体上市是确定性事件，但由于集团盈利尚未进入稳定期，上半年应不会启动，仍需等待。不考虑整体上市，我们预测 2010-2012 年 EPS 分别为 0.73、0.9、1.23 元，“谨慎增持”评级。

财务摘要（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,704	6,028	7,051	9,130	10,584
(+/-)%	28%	-22%	17%	29%	16%
经营利润 (EBIT)	1,235	457	928	1,189	1,519
(+/-)%	18%	-63%	103%	28%	28%
净利润	657	77	429	534	728
(+/-)%	-4%	-88%	455%	24%	36%
每股净收益 (元)	1.23	0.13	0.73	0.90	1.23
每股股利 (元)	0.20	0.10	0.20	0.30	0.40

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	16.0%	7.6%	13.2%	13.0%	14.3%
净资产收益率 (%)	17.9%	1.7%	9.0%	10.4%	13.0%
投入资本回报率 (%)	8.5%	0.1%	4.6%	5.7%	6.8%
EV/EBITDA	11.4	17.4	14.1	12.4	11.0
市盈率	18.6	173.5	31.3	25.2	18.4
股息率 (%)	0.9%	0.9%	0.9%	1.3%	1.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：中性

目标价格：25.00

上次预测：24.20

当前价格：22.74

2010.04.21

交易数据

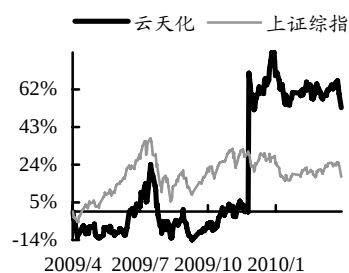
52 周内股价区间 (元)	21.50-33.00
总市值 (百万元)	13,419
总股本/流通 A 股 (百万股)	590/318
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	54%
日均成交量 (百万股)	6
日均成交值 (百万元)	151

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,461
每股净资产	7.56
市净率	3.0
净负债率	245%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	-0.09	0.12
Q2	-0.11	0.17
Q3	0.10	0.21
Q4	0.23	0.23
全年	0.13	0.73

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-6%	-10%	52%
相对指数	-3%	-4%	35%

相关报告

- 《多因素影响，2009 年业绩将大幅下滑》
2009.04.24
- 《整体上市仍需等待，短期估值不低》
2009.03.24
- 《云南盐化、ST 马龙流通股股份理论上存在...》
2008.11.18
- 《重组预案将难以获得通过，短期回避三...》
2008.11.10
- 《盈利平稳增长，等待重组方案》
2008.10.27

模型更新时间: 2010.04.21

股票研究

原材料
基础化工

云天化 (600096)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 25.00

上次预测: 24.20

当前价格: 22.74

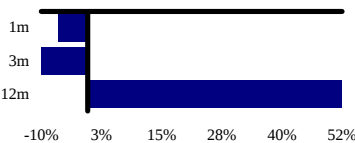
公司网址

www.yyth.com.cn

公司简介

公司是一家大型化工企业,主营合成氨、尿素、硝酸铵等化肥产品和季戊四醇、聚甲醛等化工原料的生产与销售。公司的“金沙江”牌尿素是国内大化肥行业的名优产品和云南省首批名牌产品,两次蝉联国优金奖,聚甲醛装置是国内首套万吨级引进装置。现在,公司围绕化肥、有机化工、玻纤、商贸四大产业发展方向。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

21.50-33.00

市值 (百万)

13,419

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

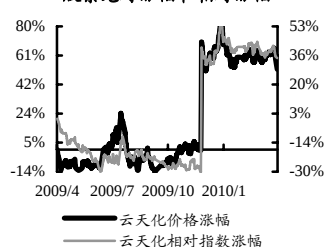
EV/EBITDA

P/S

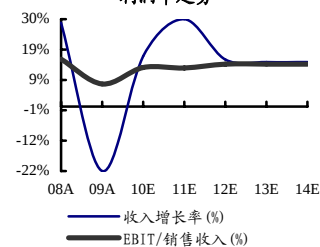
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	7,704	6,028	7,051	9,130	10,584
营业成本	5,930	4,974	5,474	7,183	8,219
税金及附加	11	6	7	9	11
销售费用	185	162	204	256	296
管理费用	343	428	437	493	540
EBIT	1,235	457	928	1,189	1,519
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资收益	3	1	1	1	1
财务费用	324	450	279	306	306
营业利润	893	-1	650	884	1,214
所得税	80	29	107	145	197
少数股东损益	166	-76	134	226	308
净利润	657	77	429	534	728
货币资金、交易性金融资产	1,995	2,637	-152	-44,737	-1,364
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	61	54	54	54	54
固定资产合计	12,376	13,824	14,367	15,024	15,710
无形及其他资产	235	270	299	328	357
资产合计	17,656	19,504	18,456	19,454	20,091
流动负债	5,381	3,492	3,000	3,413	3,247
非流动负债	6,844	9,908	8,907	8,909	8,912
股东权益	3,674	4,461	4,772	5,128	5,620
投入资本(IC)	13,239	14,326	16,795	17,412	18,827
NOPLAT	1,126	19	780	999	1,276
折旧与摊销	525	790	750	721	692
流动资金增量	-449	-75	-1,010	10	-759
资本支出	-3,322	-2,370	-1,302	-1,386	-1,386
自由现金流	-2,120	-1,636	-782	343	-178
经营现金流	961	1,228	600	1,783	1,259
投资现金流	-3,692	-2,362	-1,301	-1,386	-1,386
融资现金流	3,401	1,780	-2,087	-693	-790
现金流净增加额	671	646	-2,789	-295	-917
收入增长率	28.3%	-21.8%	17.0%	29.5%	15.9%
EBIT 增长率	17.9%	-63.0%	102.9%	28.1%	27.7%
净利润增长率	-3.7%	-88.2%	454.7%	24.4%	36.4%
利润率					
毛利率	23.0%	17.5%	22.4%	21.3%	22.4%
EBIT 率	16.0%	7.6%	13.2%	13.0%	14.3%
净利润率	8.5%	1.3%	6.1%	5.8%	6.9%
净资产收益率(ROE)	17.9%	1.7%	9.0%	10.4%	13.0%
总资产收益率(ROA)	3.7%	0.4%	2.3%	2.7%	3.6%
投入资本回报率(ROIC)	8.5%	0.1%	4.6%	5.7%	6.8%
存货周转天数	81	89	89	89	89
应收账款周转天数	17	32	32	32	32
总资产周转天数	722	1125	983	20	11
净利润现金含量	1.46	15.88	1.40	3.34	1.73
资本支出/收入	43%	39%	18%	15%	13%
资产负债率	69.2%	68.7%	64.5%	63.3%	60.5%
净负债率	214.2%	185.5%	215.8%	201.5%	194.8%
PE	18.6	173.5	31.3	25.2	18.4
PB	3.3	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	11.4	17.4	14.1	12.4	11.0
P/S	1.6	2.2	1.9	1.5	1.3
股息率	0.9%	0.9%	0.9%	1.3%	1.8%

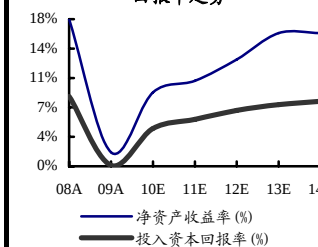
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

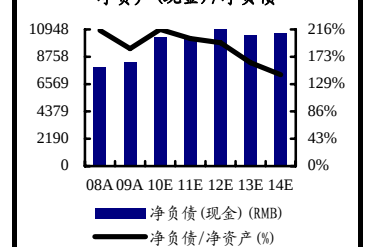


图 1：公司 2005 年以来公司收入及增长

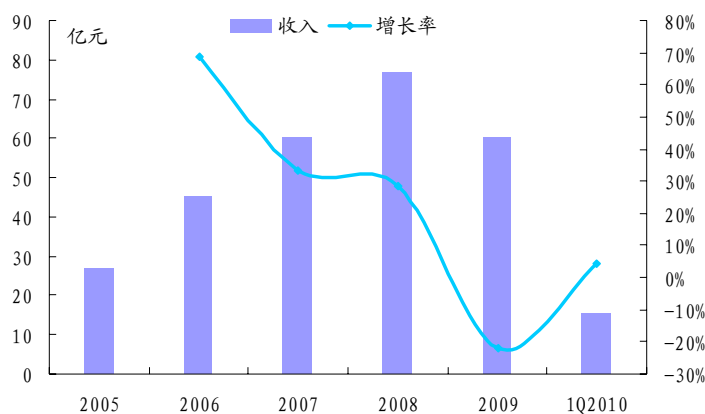


图 2：公司 2004 年以来净利润情况



图 3：公司 2006 年以来单季收入和净利润

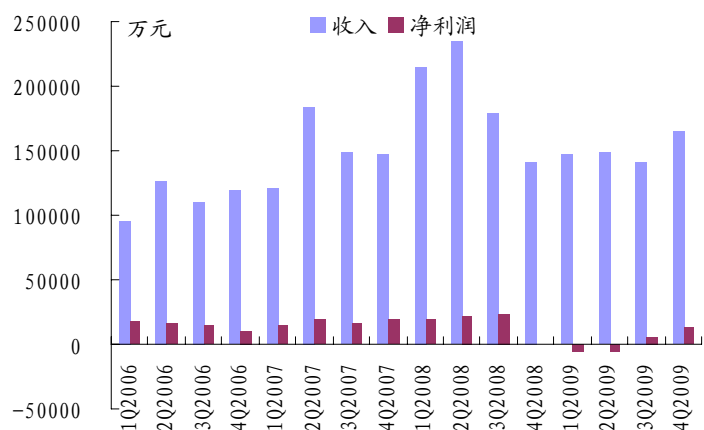
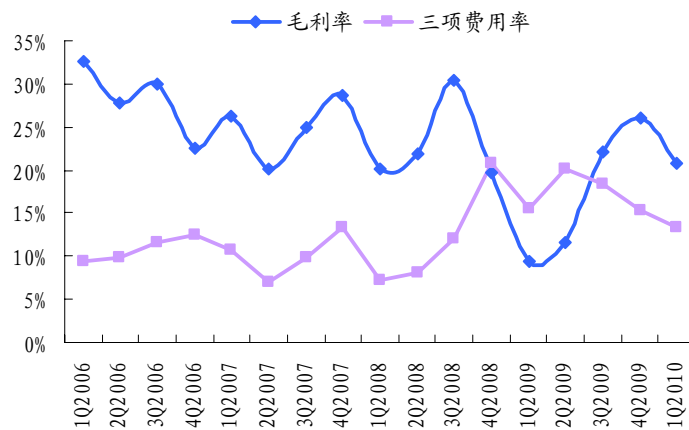


图 4：公司 2006 年以来单季毛利率和三项费用率



资料来源：财务报告、国泰君安证券

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		