



上市公司调研研究报告

化肥

转型期，且待伏笔纷起

近 2-3 年将是公司转型期

我们认为，近 2 年将是公司从化肥企业向兼具化肥、煤化工、新能源、电子材料、功能材料等于一体的综合性化工企业转型的关键时期。从 11 年起，公司在各领域的布局有望逐渐在具体业绩上体现，使公司获得打破瓶颈，向上突破的机会，建议密切关注相应领域的动向。我们预计，**磷矿资源整合、锂电薄膜业务开拓、煤炭和煤化工领域的突破和玻纤的需求恢复与结构优化**将是公司未来 2 年内的主要看点。

磷矿资源整合将明显提升公司价值

磷矿很可能是继萤石和稀土之后，第三个受到重点保护的资源，国家很可能将其向有一定规模和技术实力的区域性重点企业配置。集团公司拥有年 1000 万吨磷矿石，500 万吨磷肥的生产能力，**最终注入确定性较高，关键是时间点**，我们预计最快年底将有初步进展，如果获得注入，将明显提升公司价值。

布局锂电隔膜，进军新能源市场

公司 1500 万 m² 生产线明年年中或稍迟有望投产，并计划 15 年前实现 2 亿 m² 产能，获得 1/3 的国内市场份额。预计大规模扩产后有望维持 10-15 元/ m² 的价格和 50% 左右毛利。锂电隔膜是公司抢滩新能源领域的第一步，目前，公司正在规划太阳能电池背膜、新型电池封装等领域。我们认为锂电薄膜业务技术风险不大，但市场存在一定不确定性，**产能扩增和市场推广的速度具有一定意义**，建议投资者予以关注。

煤炭资源落袋走向综合，玻纤精细化优势支持业绩

公司子公司金新化工 6 亿吨煤矿所属权落袋，水富本部煤代气项目建设顺利，两南一北三大煤化工基地架构已初具雏形，形成气煤并举生产尿素，并副产其他煤化工产品的格局，未来可能在甲醇、综合煤化工领域有进一步延伸。在玻纤领域，公司产品差异化优势值得重视。电子级玻纤可实现的价格和毛利率均高于普通增强纱，目前国内外玻纤巨头均有扩产电子级玻纤的意愿，公司已占据先发优势。欧盟反倾销手段对公司短期冲击并不大，但我们预计公司玻纤产品毛利长期维持 30% 以上可能性不大，整体行业发展与前 10 年相比也将略趋平缓，其主要增长点在于多品种和高端化。

目标价 24 元，给予“增持”评级

不考虑整体上市，我们预计公司 10、11、12 年每股收益分别为 0.70、1.17 和 1.48 元，以明年每股收益为估值标准，锂电隔膜约 0.03 元，可给 40 倍市盈率，其他业务 1.14 元，11 年 20 倍市盈率，则公司目标价 24 元，给予“增持”评级。如果考虑整体上市，公司合理价值应该在 27 元左右，建议密切关注资产注入动向。

云天化（600096）

首次评级

增持

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

胡斌

huyu@csc.com.cn

010-85130575

执业证书编号：S1440110030122

当前股价：21.14 元

目标价格 6 个月：24 元

调研日期：2010 年 09 月 21 日

发布日期：2010 年 09 月 27 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
15.1/17.3	13.3/12.3	-5.8/3.4
12 月最高/最低价（元）		27.30/0
总股本（万股）		59,012
流通 A 股（万股）		31,759
总市值（亿元）		125
流通市值（亿元）		67.14
近 3 月日均成交量（万）		1,058
主要股东		
云天化集团有限责任公司		55.83%

股价表现



相关研究报告

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



调研目的

9月20日，我们对云天化公司进行了调研，参观了水富煤代气工程等生产装置，并与公司管理层就行业发展情况和公司经营等问题进行了交流。

盈利正常化，转型进行时

公司09年业绩受玻纤、电子布和聚甲醛等产品价格大幅下跌的影响，全年微利。10年以来，玻纤和电子布市场受欧美市场复苏、电子行业回暖和风电需求的拉动出现明显量价回升；聚甲醛价格有所恢复，板块整体扭亏，上半年毛利率10.33%；尿素一方面价格受今年灾害化肥需求疲软影响，一方面产能利用率受制于天然气停气，收入和毛利同比有所下降，收入下降尤其明显；但总体大幅回升。预计下半年业务回暖趋势将得以延续，玻纤和尿素价格可能有进一步回升，珠海富材电子布业务有望贡献一定业绩，公司盈利逐渐走向正常化。

图1：云天化10年上半年各业务收入占比

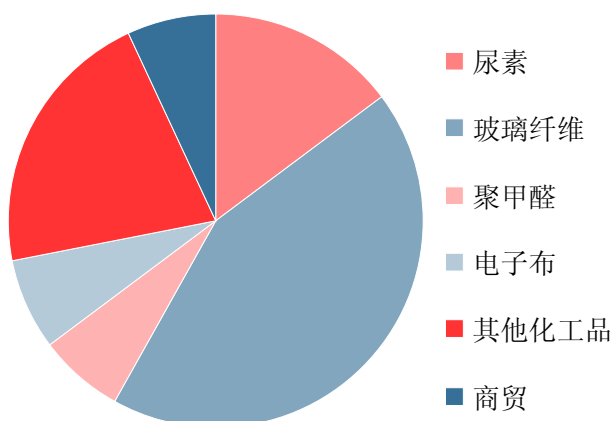


图2：云天化10年上半年各业务毛利占比

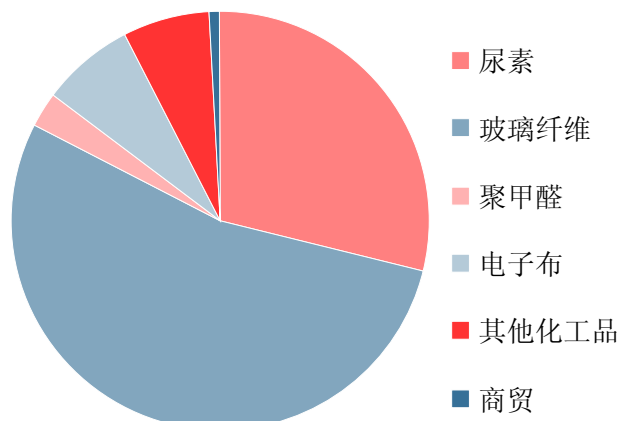


图3：云天化近年尿素业务收入及毛利

单位：百万元

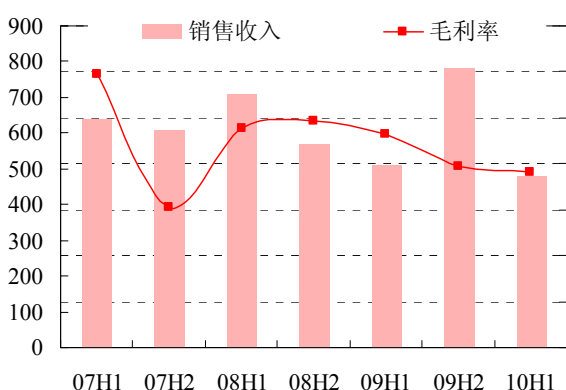
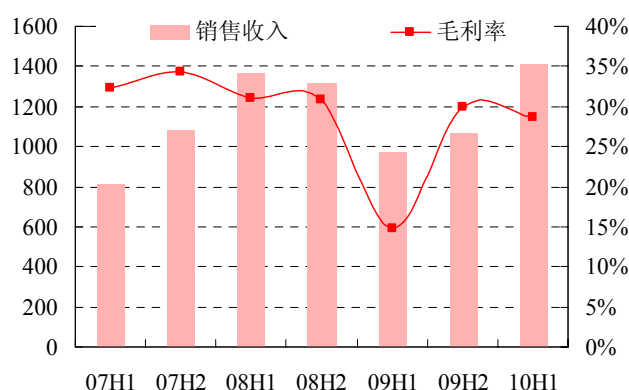


图4：云天化近年玻纤业务收入及毛利

单位：百万元



资料来源：公司公告

在收入逐渐正常化的同时，公司也逐渐走上经营结构转型的道路。从资源上，通过股权置换最终获得了呼伦贝尔东明煤矿总储量约2.7亿吨（标明储量8600万吨）的煤矿资源，打开北方煤头尿素和煤化工产业局面，



集团层面积极筹划整体上市，有望获注年产 1000 万吨磷矿资源；从产品结构上，规划新建 7 万吨电子纱玻纤，并通过增资珠海富材新增 1 亿米电子布产能，投资锂电隔膜项目，预计明年建成 1500 万平方米能力，甲醇等煤化工产品的生产也在规划和建设之中。我们认为，近 2 年将是公司从化肥企业向兼具化肥、煤化工、新能源、电子材料、功能材料等于一体的综合性化工企业转型的关键时期。从 11 年起，公司在各领域的布局有望逐渐在具体业绩上体现，使公司获得打破瓶颈，向上突破的机会，建议密切关注相应领域的动向。我们预计，**磷矿资源整合、锂电薄膜业务开拓、煤炭和煤化工领域的突破和玻纤的需求恢复与结构优化**将是公司未来 2 年内的主要看点，接下来我们将就这四个看点进行略微深入的讨论。

磷矿：萤石稀土之后，或可鼎足而三

磷矿开采利用或面临整合与限制

我国是仅次于摩洛哥的第二大磷矿资源国家，而摩洛哥、中国、约旦、南非和美国所拥有的磷矿经济储量就占全球的接近 85%。从产量上看，中国居第一，09 年产量 5500 万吨，接近全球产量的 35%，产量/经济储量比在五大国家和地区居第二（美国第一），高于全球平均。

图 5：世界主要国家磷矿石经济储量占比

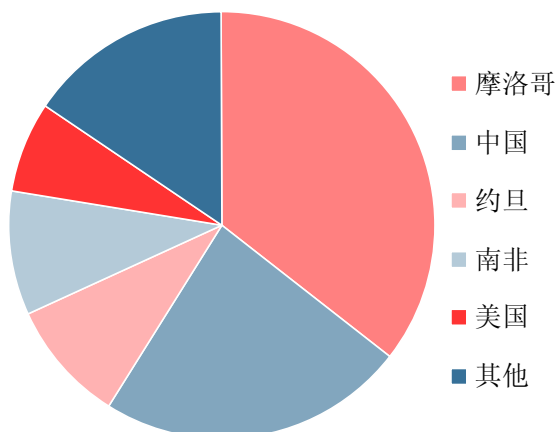
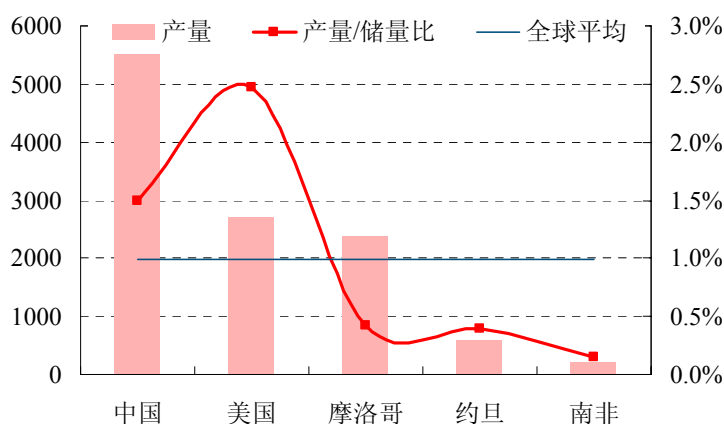


图 6：09 年各国磷矿石产量及产量/储量比

单位：百万吨



资料来源：USGS，中信建投证券研究发展部

全球磷矿约 70%用于生产磷肥，其余用于黄磷、磷酸和磷酸盐产品的生产。磷化工产品农业、工业、食品饲料、药品等领域应用广泛；近年来，精细磷化工产品电子化学品、离子交换剂、催化剂、人工生物材料、太阳能电池材料等领域不断突破，应用日益深化。

由于磷资源的稀缺性和重要性，越来越多的国家采取措施限制磷矿资源的出口，主要资源国也开始大力发展国内磷化工产业，避免初级产品输出。近年来，全球磷矿产出增长缓慢，出口增长更是趋于停滞。我国近几年逐渐加大了对萤石和稀土资源的管制，一方面严格限制出口，尤其是初级产品的出口；一方面提高开采利用水平，将资源逐渐向具有较大规模、较高技术实力的企业配置。从这一趋势判断，我们认为**磷矿很可能是继萤石和稀土之后，第三个受到重点保护的资源**。08 年，我国对磷矿石出口加征 100%关税，并将资源税从 3 元/吨调高至 15 元，09 年将磷矿石资源纳入配额管理范畴，近期又在酝酿根据矿产品位和开发综合程度征税的改革，体现了国家对磷矿开采限制与整合并重的趋势。



分布特点促使资源向重点企业配置

我国磷矿分布呈现两大特点：一是地域集中，贵州、云南、湖北、四川和湖南 5 省集中了全国的 76.7% 的磷矿和几乎全部品位在 30% 以上的富矿；二是丰而不富，我国磷矿平均品位 18.2%，品位高于 30% 的富矿只有 16.6 亿吨，国内流通磷矿石以 28% 品位为主，远低于国际 50% 的商品磷矿石标准。

表 1：我国主要省份磷矿石资源

单位：亿吨

图 7：我国磷矿品位分布

单位：亿吨

省份	矿石量	P ₂ O ₅ 量	平均品位		0	15	30	45	60	75
云南	40.2	8.94	22.20%	>=30%						
湖北	30.4	6.8	22.34%	25%-30%						
贵州	27.8	6.2	22.30%	20%-25%						
四川	16	3.5	21.20%	15%-20%						
湖南	20	3.25	16%	10%-15%						
五省合计	134.4	28.69	21.35%	5%-10%						
全国合计	175	31.73	18.19%	2%-5%						

资料来源：中信建投证券研究发展部

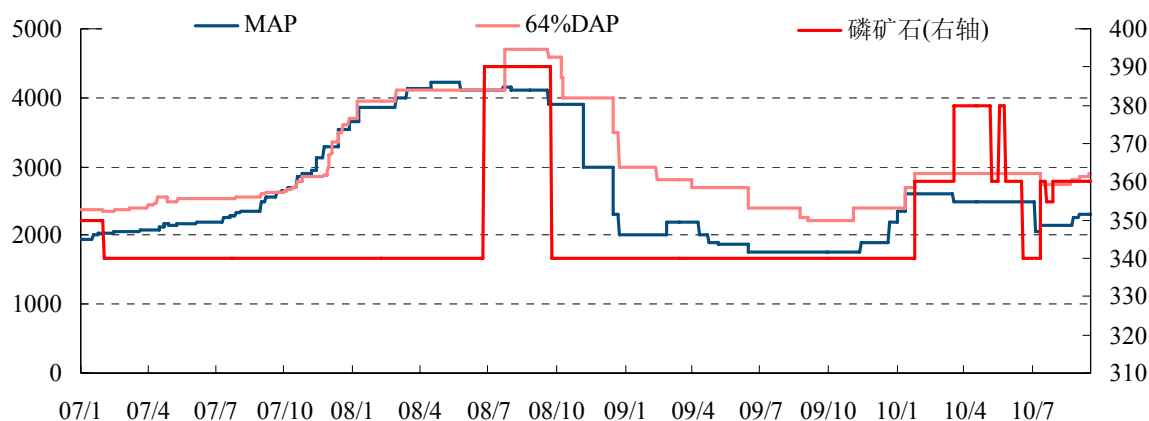
由于磷矿石资源分布集中，而下游需求分散，且主要分布省份大多交通不便，因此就地加工成最终产品后向外运输和销售是经济合理的做法。另一方面，由于我国磷矿品位较低，势必对资源的充分利用能力有很高的要求，避免采富弃贫、开发结构单一。因此，磷矿资源向有一定规模和技术实力的区域性重点企业配置将是未来发展的趋势。

需求看好，短期涨价长期增值

8 月 13 日，我国开采量第三的清平磷矿遭受泥石流袭击，使短期磷矿石供应受到冲击，价格或将进一步推高；中期来看，对明年磷肥需求恢复的预期支撑着磷肥价格的上涨；长期来看，磷矿属不可再生资源，较长时间内应处于供不应求状态，其稀缺属性尚未在我国磷肥和磷矿价格中充分体现，价格将处在长期上行通道。

图 8：我国磷矿和磷肥价格走势

单位：元/吨



资料来源：百川资讯

图 9：我国磷矿和黄磷价格走势

单位：元/吨

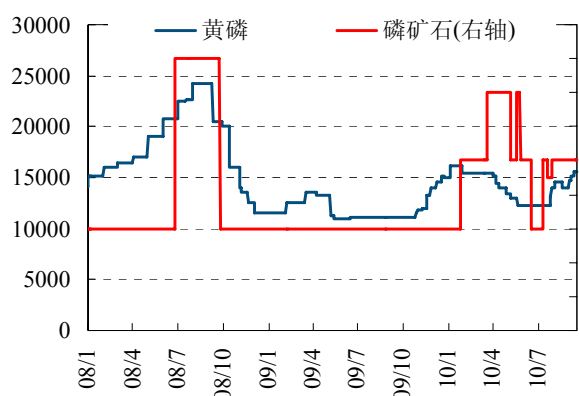
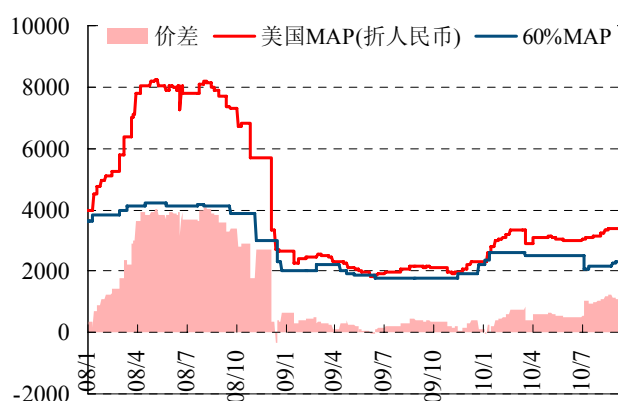


图 10：我国和国际 MAP 价格差

单位：元/吨



注：国际价格折算人民币采用 1 美元兑 6.7 元人民币计算

资料来源：百川资讯

磷矿注入将显著改变公司结构

目前，集团公司拥有年 1000 万吨磷矿石，500 万吨磷肥的生产能力。近期磷矿石价格有回升趋势，业绩看好，磷肥价格虽然短期内难以恢复 07-08 年的高位水平，但也在逐渐稳步走高。预计集团磷矿和磷肥资产每年可贡献净利润接近 10 亿，且未来走势看好。如果考虑集团旗下云南氟业规划的 30 万吨氟化铝和其他氟化工产业，业绩还有进一步想象空间。集团整体上市战略不会动摇，目前正在对 ST 马龙和云南盐化的资产进行清理核查，最终注入确定性较高，关键是时间点，我们预计最快年底将有初步进展，明年即可能通过增发的形式收购集团资产，实现整体上市。届时，磷矿和磷肥将成为公司第一大板块，使公司结构产生显著改变。资产注入对盈利和估值的量化影响我们在“盈利预测与估值”部分作相对深入的讨论。

隔膜：争夺锂电国产化的最后堡垒

锂电隔膜：需求强劲，国产化如火如荼

锂电池隔膜位于锂电池正负极之间，防止内部短路的同时允许锂离子通过，是锂电池核心材料之一。其性能对电池的内阻、寿命、安全性等核心参数有重要影响。

表 2：锂电池隔膜核心参数及其影响意义

关键参数	对锂电池的影响	适宜参数
材质	PE 闭孔温度较低，安全性高，PP 破膜温度较高，耐热性好	-
厚度	过厚则需要加入电解液较多，比重大，过薄则机械强度不够	8-100μm
孔径和孔隙率	影响离子通过性和速度	适中
闭孔温度	在一定温度下微孔受热闭合，阻止离子进一步通过和反应进行，保护电池安全	适中
破膜温度	膜受热破坏的温度，应尽可能高在保证闭孔温度适宜的条件下，闭孔温度和破膜温度差越大越好	尽可能高

资料来源：中信建投证券研究发展部

按照国家《汽车产业调整和振兴规划》，到 2012 年，我国新能源汽车销量占乘用车总量的 5%左右，形成



50 万辆新能源汽车年产能（燃料电池车不计在内，可认为全部属于锂电池汽车）。以每辆车平均需要 30-40Kwh 锂电池计，共需要 1500-2000 万 Kwh 电池。而每 kmh 电池需要约 15-20m² 隔膜，保守估计，每年隔膜需求将达 2.25-4 亿 m²，按 12 年保有量 100 万辆计算，近 2 年将产生 4.5 亿 m² 的需求，比 2008 年提高 10 倍，增速强劲。

锂电隔膜在我国已经有较长生产历史，但多用于小型锂电。全球范围内，日本旭化成、美国 Celgard 和日本东燃化学是锂电隔膜三强，其中 Celgard 技术优势最大，向国内销售价格最高达 60 元/m²。近年来，佛塑股份、新乡格瑞恩、星源材质等企业纷纷参与锂电隔膜国产化进程，成功将产品价格压低至低端 8-10 元/m²，高端 15-20 元/m² 的范围，使隔膜在锂电成本中占比从 1/3 降低到 1/6 以下。但目前我国动力锂电隔膜产能仅 8700m²，与国内 1.3 亿 m² 的需求相比，缺口巨大，仍有大量隔膜依赖进口。

表 3：目前国内锂电池隔膜生产年企业基本情况及其产能

单位：万 m²

企业名称	基本情况	现有产能	规划产能/时间
金辉高科	比亚迪和佛塑合资，PP/PE，湿法，中科院化学所技术	1200	7000/2011 年
星源材质	全球唯一同时具有干法/湿法制模工艺的企业，湿法 PE/干法 PP，广东工业大学和川大技术，11 年计划上市	4000	9600/2013 年
新乡格瑞恩	中科院技术，同时具有 1000 吨锰酸锂，1000 吨磷酸亚铁锂，干法 PE/PP	3500	9000/2011 年

资料来源：中信建投证券研究发展部

从产业链结构来看，动力锂电池正极材料、电解液均已实现大规模国产化，隔膜成为锂电核心材料国产化的最后一个堡垒。目前，我国产品从技术和参数上已经接近或达到国外产品水平，价格优势明显，产能、参数稳定性和下游动力锂电厂商接受程度等方面也迅速赶上，锂电隔膜国产化进程如火如荼。

涉足隔膜产业，抢滩新能源市场

公司在锂电池及隔膜领域拥有 2 年左右技术积累，采用公司研究+高校支持（主要来自川大）的研发模式。目前，实验室产品参数已经可以和旭化成一较高下。公司采用湿法工艺，产品在孔径、孔隙率和机械强度的控制上具有一定优势（注：对于湿法和干法工艺的优劣，学术界和业界尚存争议，目前湿法隔膜在高端产品占比较大），且已开发三层膜产品。公司正积极研发 12 微米隔膜（最终目标量产 8 微米膜），以期实现产品在动力锂电上的成功应用，我们认为，公司成功实现动力锂电隔膜工业化的可能性较大。

从产能建设布局上看，公司 1500 万 m² 生产线已经动工，项目投资 1 个亿，明年年中或稍迟有望投产，实际产出或可达 2000 万 m²，经过 1-2 个月的下游厂商认证后，预计市场能够快速打开。如果反应较好，公司还计划进一步扩产，在 15 年前实现 2 亿 m² 产能，获得 1/3 的国内市场份额。目前，公司产品毛利率在 70% 左右，预计大规模扩产后仍有望维持 10-15 元/m² 的价格和 50% 左右毛利。

锂电隔膜是公司抢滩新能源领域的第一步，目前，公司正在规划太阳能电池背膜产品，采用 PE/PVC/PVDF 三层工艺。预计 11 年将有所具体行动，由于太阳能电池背膜与隔膜生产线及工艺类似，我们认为技术与工艺问题不大。公司更远期规划还计划立足电子级玻纤进行一些新型电池封装等领域的探索。

我们认为公司锂电薄膜业务技术风险不大，但市场存在一定不确定性：一方面需要动力锂电厂商的大订单作为产品被下游客户接受的最终证明，另一方面国内竞争者的大幅扩产计划及数家潜在进入者也将带来一定市场压力。在品质领先的前提下，产能扩增和市场推广的速度具有一定意义，建议投资者予以关注。

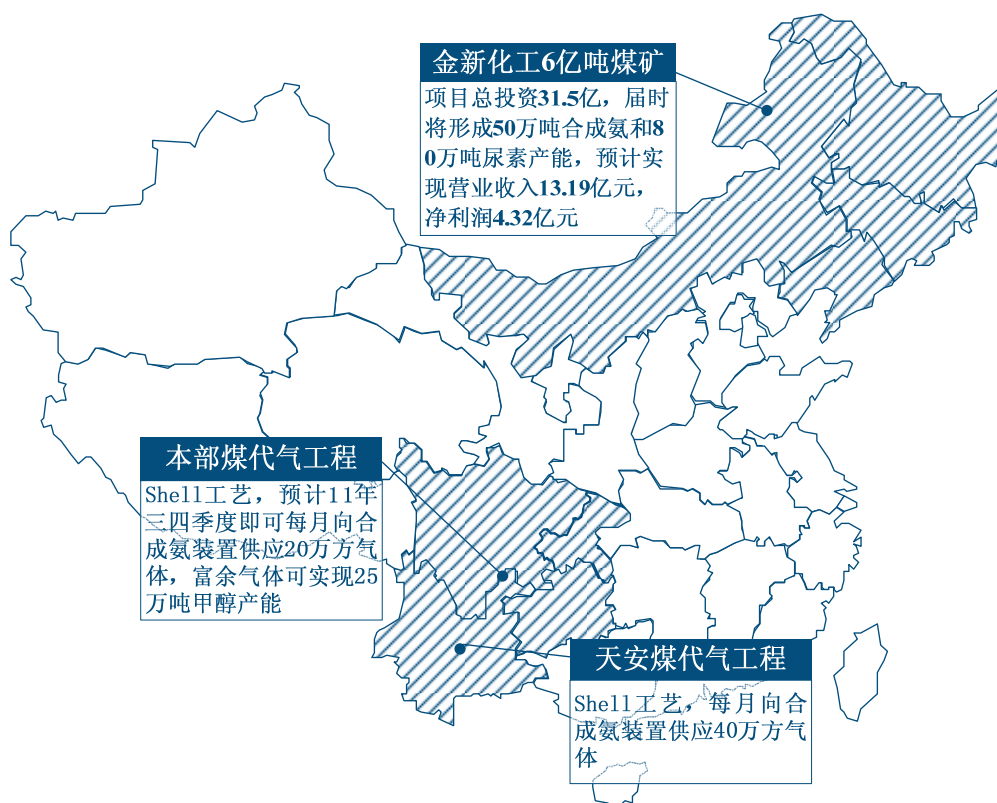


煤炭：资源落袋，布局展开

公司子公司金新化工 6 亿吨煤矿所属权落实，配套装置建设情况顺利，预计近期即将进行煤气化试车，明年年中或稍迟即可投产。项目总投资 31.5 亿，届时将形成 50 万吨合成氨和 80 万吨尿素产能，预计实现营业收入 13.19 亿元，净利润 4.32 亿元。项目采用呼伦贝尔褐煤，开采成本和气化成本均较低，尿素产品具有成本优势。产品预计主要向东三省地区销售，宁夏等地区的煤头尿素企业相比，又享有运输成本优势。

水富本部煤代气项目建设顺利，气化炉采用 Shell 工艺，预计明年三四季度即可每月向合成氨装置供应 20 万 m³ 气体，富余气体用于制甲醇，可实现产能 25 万吨。先前天安置运行中的工艺问题已得到一定程度的解决，今年最长开工时间已经接近 70 天，基本能够确保合成氨装置开工期间，供应的气体能补足天然气的不足，保证装置接近满负荷生产（但天然气停气阶段由于供气量低于装置最低负荷要求，无法保证装置开动）。富水煤种略优于天安，预计能收到更好效果。

图 12：公司煤化工布局（阴影部分位产品覆盖区域）



资料来源：中信建投证券研究发展部

通过对煤矿资源的获取和相应装置的建设，公司两南一北三大煤化工基地架构已初具雏形，形成气煤并举生产尿素，并副产其他煤化工产品的格局，下游也覆盖了东北和西南地区。目前，集团层面还在积极寻找煤矿资源。未来可能在甲醇、综合煤化工领域有进一步延伸。从行业现状看，短期内煤化工业务的盈利能力并不强于公司现有业务，布局煤炭和煤化工的主要意义在于增厚资源储备，实现经营多样化，并分散天然气供应不足尿素产能波动的风险，更多的是战略上的考虑。



玻纤：需求恢复，高端化彰显优势

上半年玻纤强劲复苏

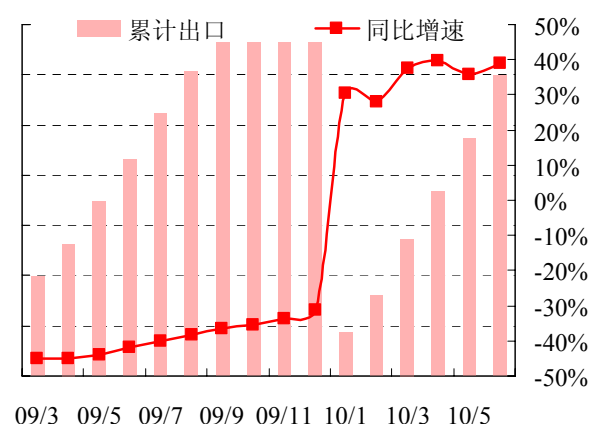
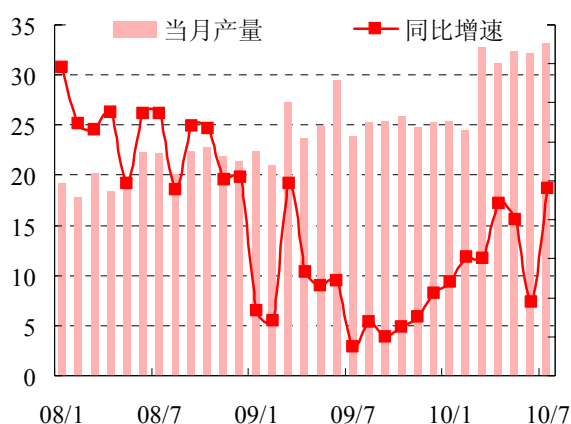
受欧美市场复苏、我国房地产市场和电子行业回暖以及风电需求的拉动，玻纤行业自 09 年下半年起开始复苏。到今年上半年，复苏趋势完全确立。公司玻纤板块销售额同比增长 44.7 至 14.09 亿元，毛利率也随之迅速从 09 年上半年的 15% 不到恢复到 30% 左右的正常化水平。

图 13：我国玻纤逐月产量及变化

单位：万吨

图 14：我国玻纤累计出口及变化

单位：万吨



资料来源：中经网，中国建材网

目前，公司拥有 43.5 万吨玻纤产能，在生产能力居国内第二、全球第四，其中特种纱 10.8 万吨，电子纱 6.4 万吨，具有较高的差异化率，在玻纤企业中具有较强的盈利能力。根据我们建材研究员的观点，我国玻纤产业正进入第二阶段增长，其主要增长方式将由依靠资源优势的产能扩增向玻纤深加工以及对传统材料的替代过渡。我们认为，公司产品差异化优势值得重视。

扩产电子级产品，进一步走向高端

目前，公司还有一条 8 万吨电子纱生产线在建，预计年底可投产，明年总产能达到 50 万吨以上，电子纱比例进一步扩大到约 29%。8 月 31 日，公司通过增资珠海复材 1.56 亿元，获得了 1 亿米电子布的产能，未来还计划在重庆新建 8000 万米产能，建成后共可获得 2.5 亿米以上电子布生产能力，按目前价格 6 元/米，30% 的毛利率估算，可贡献 4.5 亿毛利。由于电子级玻纤可实现的价格和毛利率均高于普通增强纱，目前国内外玻纤巨头均有扩产电子级玻纤的意愿，公司已占据先发优势。

除了电子纱和电子布产品外，公司还积极研发玻纤增强复合材料产品，玻纤-聚甲醛复合材料等产品未来也有可能取得一定突破，实现公司产品的复合利用。

欧盟反倾销负面影响有限，行业长期发展略趋平缓

欧盟委员会 16 日宣布，对从中国进口的玻璃纤维征收最高达 43.6% 的临时反倾销税。云天化作为主要玻纤生产企业将被柯以最高税率。我们认为，这一事件对公司的负面影响不宜过分高估，一方面，**课税对象是欧盟**



玻纤进口商而非公司，对公司影响相对间接；其次，由于欧洲本身玻纤产能不足，缺口仍需通过进口（主要源于中国）补足，贸易量出现大幅跌落的可能性很小；在美国、中东等其他地区，国内玻纤产品与当地产品价差并不大，反倾销应仅限于欧洲市场，而公司在欧洲市场出口量并不大；从价格上看，如果公司降价，反而会引发反规避，提高征税幅度。综上，反倾销手段对公司短期冲击并不大，其主要意义在于给了 OCV 等当地企业喘息之机，可能遏制公司进一步扩大欧洲市场的空间。另外，从欧洲产业结构看，玻纤下游产业远强于上游，这一政策其实伤害了多数派利益，政策明年调整变数很大。

从中长期看，我国玻纤扩产速度可能高于需求增长速度，为了防止新进入者抢占市场，公司玻纤产品毛利长期维持 30% 以上可能性不大，整体行业发展与前 10 年相比也将略趋平缓，其主要增长点在于多品种和高端化。

其他业务损益互见，总体稳定

气头尿素受制天然气停气，或将有所萎缩：今年二季度公司气头尿素装置天然气停气 70 天，四季度可能继续面临停气，全年停气时间预计在 4 个月左右。虽然煤代气工程一定程度上缓解了气荒，但由于煤代气只能再不停气的情况下补足供应缺口，停气时期供应量无法达到装置运行要求下限，因此公司气头尿素全年产能利用率估计在 80% 一下。气荒状况预计要到 2-3 年后，几大管线贯通之后才能有所缓解，但到时气价可能进一步推高成本，我们预计公司气头尿素未来可能出现一定萎缩。

聚甲醛恢复盈利，未来走向复合化：今年公司聚甲醛产品扭亏，综合毛利率预计在 10% 左右。一方面由于下游需求恢复，价格逐渐正常化，另一方面公司产品质量和稳定性也有所提高。目前公司 6 聚甲醛二期工程已经开始试生产，共拥有产能约 9 万吨，并实现了 5000 吨左右出口。未来公司可能在提高品质、开发复合产品上进一步深入，明年出口量可能有所增加。

复混肥等其他业务暂无明显变动：由于我国化肥销售采用的模式相对低端，因此预计公司复混肥业务短期内相对稳定，不会出现大的变动。硝酸盈利能力大幅提升，季戊四醇亏损加剧，但总体而言对公司综合盈利影响不大。

盈利预测与估值

公司未进行增发和整体上市的情境：在这一情境下，我们进行以下基本假设：

1. 公司气头尿素开工率继续保持 70%，金新化工 80 万吨尿素产 11、12 年分别释放 25、65 万吨
2. 公司玻纤产能 11 年扩增至 45 万吨，盈利能力基本和今年上半年持平
3. 锂电隔膜顺利投产，11、12 年分别实现 400 万和 1600 万 m^2 的销售

根据假设，我们预计公司 10、11、12 年每股收益分别为 0.70、1.17 和 1.48 元，以明年每股收益为估值标准，锂电隔膜约 0.03 元，可给 40 倍市盈率，其他业务 1.14 元，11 年 20 倍市盈率，则公司目标价 24 元，给予“增持”评级。

公司进行增发和整体上市的情境：在这一情境下，我们预估集团待注入资产价值 150 亿元，可为公司带来



10 亿元净利润，并假设：

1. 公司采用增发扩股的方式进行筹资，增发价为目标股价 x 元折让 15%，增发股数为 y 亿股；

2. 增发完成后，公司按摊薄后每股收益实现 11 年 20 倍市盈率，则可得到以下方程：

$$0.85x \cdot y = 150 \quad (\text{假设 1})$$

$$(5.9 \cdot 1.17 + 10) / (y + 5.9) \cdot 20 = x \quad (\text{假设 2})$$

近似求得 $x=27.4$ 元， $y=6.4$ 亿股，可见资产注入对公司股票价值有较为明显的提升作用，建议关注。

风险提示

整体上市风险：目前，集团公司整体上市尚有较多前期准备工作，存在如 ST 马龙资产处理不清、政策性变动或经济形势波动造成增发和整体上市被延误甚至暂停的风险。虽然目前价格并未充分反映整体上市预期，但由于目前市场对整体上市确定性预期较高，如果出现反复，仍可能影响公司股价。

在建项目风险：公司目前在建项目众多，包括水富煤代气项目、玻纤扩产项目、呼伦贝尔煤化工、锂电隔膜项目等，如果项目进展出现延迟或下游需求未达到理想状况，可能对公司盈利造成影响。经过我们的测算，不考虑在建项目，公司 11、12 年每股收益将大幅下降为 0.85 元和 0.82 元。

下游需求风险：公司主要产品均具有较强周期性，10 年，公司玻纤需求大回暖，对业绩贡献明显。如果下游玻纤、化肥等需求再度出现回落，可能对公司盈利能力造成较大影响。



报表预测

	2008A	2009 A	2010F	增长率	2011F	增长率	2012F	增长率
利润表（百万元）								
营业收入	7,704.20	6,027.83	6,757.81	12.11%	8,796.16	30.16%	10,894.10	23.85%
营业成本	5,929.99	4,974.02	5,138.09	3.30%	6,543.12	27.35%	8,199.57	25.32%
营业费用	185.32	161.85	202.73	25.26%	241.89	19.32%	283.25	17.10%
管理费用	342.54	428.33	425.74	-0.60%	545.36	28.10%	664.54	21.85%
财务费用	324.18	450.44	357.12	-20.72%	429.59	20.29%	424.89	-1.09%
投资收益	2.92	0.92	5.00	441.51%	11.00	120.00%	12.00	9.09%
营业利润	893.01	(0.78)	612.22	N/A	1,025.20	67.46%	1,306.61	27.45%
利润总额	904.07	29.97	622.22	1976.30%	1,045.20	67.98%	1,326.61	26.92%
所得税	80.13	28.70	74.67	160.21%	125.42	67.98%	159.19	26.92%
净利润	823.95	1.27	547.56	42917.76%	919.78	67.98%	1,167.42	26.92%
归属母公司的净利润	657.59	77.33	410.67	431.04%	689.84	67.98%	875.56	26.92%
资产负债表（百万元）								
货币资金	1,995.40	2,636.80	2,162.50	-17.99%	2,669.51	23.45%	3,637.44	36.26%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	488.77	562.20	685.04	21.85%	891.67	30.16%	1,104.33	23.85%
预付款项	704.82	895.03	792.27	-11.48%	923.14	16.52%	1,087.13	17.76%
存货	1,583.98	854.58	915.00	7.07%	1,165.21	27.35%	1,460.20	25.32%
流动资产合计	4,967.85	5,328.04	5,051.30	-5.19%	6,271.66	24.16%	8,059.62	28.51%
非流动资产	12,688.36	14,175.92	13,567.19	-4.29%	12,803.86	-5.63%	12,006.48	-6.23%
资产总计	17,656.21	19,503.97	18,618.49	-4.54%	19,075.52	2.45%	20,066.10	5.19%
短期借款	2,740.55	1,354.40	76.79	-94.33%	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	830.93	697.28	1,126.16	61.51%	1,434.11	27.35%	1,797.17	25.32%
预收款项	307.30	136.41	28.29	-79.26%	(112.45)	N/A	(286.76)	N/A
流动负债合计	5,381.04	3,491.75	3,026.93	-13.31%	2,952.04	-2.47%	3,240.63	9.78%
非流动负债	6,843.74	9,907.73	9,103.79	-8.11%	8,991.86	-1.23%	8,876.66	-1.28%
少数股东权益	1,757.45	1,643.81	1,780.70	8.33%	2,010.64	12.91%	2,302.50	14.52%
母公司股东权益	3,673.97	4,460.67	4,707.07	5.52%	5,120.97	8.79%	5,646.31	10.26%
净营运资本	(413.19)	1,836.29	2,024.37	10.24%	3,319.62	63.98%	4,818.99	45.17%
投入资本 IC	13,239.08	14,325.92	13,843.77	-3.37%	13,653.82	-1.37%	13,503.08	-1.10%
现金流量表（百万元）								
净利润	823.95	1.27	547.56	42917.76%	919.78	67.98%	1,167.42	26.92%
折旧摊销	725.00	787.00	0.00	N/A	863.34	N/A	897.38	3.94%
净营运资金增加	(528.09)	2,249.48	188.08	-91.64%	1,295.25	588.66%	1,499.37	15.76%
经营活动产生现金流	510.38	538.21	1,988.67	269.50%	1,740.25	-12.49%	1,946.26	11.84%
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(203.26)	N/A	(89.00)	N/A	(88.00)	N/A
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	(2,259.72)	N/A	(1,144.24)	N/A	(890.32)	N/A
现金净增（减）	124.03	281.64	(474.30)	N/A	507.01	N/A	967.93	90.91%



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

梁 斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师，化工组组长。6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

胡 斌：清华大学化学工程与技术专业硕士，石油和化工行业分析师。2 年石油化工行业工作经验，专注于从需求趋势和商业模式角度研究具有投资价值的公司和行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。