

化学制品

云天化 (600096. SH) / 27.51 元

化工新材料业务快速增长

事项

近日，华创证券化工行业研究员到云天化进行了调研。

主要观点

一、云天化的化工新材料快速增长

1、现有化工新材料业务快速增长

- 根据我们了解得到的数据，玻璃纤维下游需求非常旺盛，玻纤行业毛利率会有进一步提升空间，再加上公司玻纤明年有小幅扩容，公司玻纤业务前景光明。
- 公司今年新投产 4 万吨聚甲醛，正赶上聚甲醛行业处于上升期，聚甲醛产品产销两旺。

2、向新能源领域拓展有实质性进展

- 公司锂电池隔膜首期投资 1 个亿，2010 年 4 月开工建设，2011 年 6 月左右投产，产能 1600 万平方米/年。
- 假设锂电池隔膜质量和认证进展顺利，销售 1600 万平方米，价格 11 元/平方米，成本 4 元/平方米，每股 EPS 约 0.14 元。如果销售 2 亿平方米/年，锂电池隔膜带来 EPS 超过 1.6 元。

二、云天化尿素业务明年出现快速增长

公司在云南地区合成氨和尿素业务维持稳定发展；明年投产的合成氨和尿素给公司带来快速增长。

三、盈利预测与投资建议

在不考虑锂电池隔膜带来的收益情况下，预测云天化 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 为 0.43 元、0.52 元和 0.60 元。给予推荐评级。

研究员：高利

联系人：何多粮

Tel: 010-59370862

Email: heduoliang@hczq.com

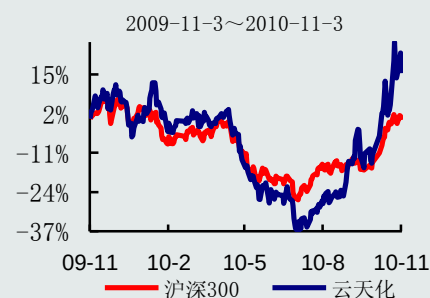
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	59012
流通 A 股/B 股(万股)	31758/0
资产负债率(%)	68.70
每股净资产(元)	7.56
市盈率(倍)	209.93
市净率(倍)	3.64
12 个月内最高/最低价	30.06/14.65

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、云天化的化工新材料快速增长

1、现有化工新材料业务快速增长

公司目前新材料业务主要是玻纤和工程塑料聚甲醛。

玻纤业务前景光明。公司具有 50 万吨玻璃纤维，其中 10 万吨用于风电叶片，6 万吨用于电子电器工业，其余用于建筑和汽车。玻璃纤维业务今年复苏较好，毛利率在 30% 左右。根据我们了解得数据，玻璃纤维下游需求非常旺盛，玻纤行业毛利率会有进一步提升空间，再公司玻纤明年有小幅扩容，公司玻纤业务前景光明。

聚甲醛业务产销两旺。公司具有 10 万吨工程塑料（聚甲醛），该业务去年亏损，随着经济复苏，该业务已经走出低谷，今年毛利率在 10% 左右。公司今年新投产 4 万吨聚甲醛，正赶上聚甲醛行业处于上升期，聚甲醛产品产销两旺。

2、向新能源领域拓展有实质性进展

项目稳步推进。公司与川大合作开发了锂电池隔膜，湿法工艺。公司首期投资 1 个亿，2010 年 4 月开工，2011 年 6 月左右投产，产能 1600 万平方米/年。公司正在用小试样品申请相关认证，预计在明年投产前相关认证能办好。该业务位于重庆的分公司，重庆是重要的汽车生产基地，重庆市政府非常支持鼓励该项目发展，如果首期投产顺利，公司将进一步扩大产能。

项目盈利可期。假设锂电池隔膜质量和认证进展顺利，销售 1600 万平方米，价格 11 元/平方米，成本 4 元/平方米，将带来收入 1.76 亿元，毛利 1.12 亿元，净利润约 8400 万元，按总股本 5.9 亿股计算，每股 EPS 约 0.14 元。如果公司产品质量好，公司销售渠道充分拓展，公司产能扩大到 2 亿平方米/年，锂电池隔膜带来 EPS 超过 1.6 元。

二、云天化尿素业务明年出现快速增长

1、未来公司在云南地区合成氨和尿素业务维持稳定发展

本部具有 50 万吨合成氨和 76 万吨尿素（气头）。天然气供应不足，公司从 11 月初开始停气，预计 2010 年累计停气将近 130 天。天然气作为宝贵的清洁能源，我们推测国家会将天然气进一步向民用倾斜，预计明后年停气时间与 2010 年相当。

天安化工具有 50 万吨合成氨，采用 Shell 煤气化技术。装置开工不稳定，开工率不足，预计今年亏损 1 个亿左右，但情况明显好于 2009 年。明后两年随着公司对装置的进一步摸透，天安化工的盈利情况应该会进一步好转。

2、明年投产的合成氨和尿素给公司带来快速增长

公司在内蒙的 50 万吨合成氨和 80 万吨尿素项目进展顺利，该项目主要优势是原料煤炭价格成本低。

三、盈利预测与投资建议

在不考虑锂电池隔膜带来的收益情况下，预测云天化 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 为 0.43 元、0.52 元和 0.60 元。给予推荐评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5328	6144	7569	8457
现金	2637	3588	4829	5795
应收账款	562	428	493	494
其它应收款	179	111	137	142
预付账款	895	740	780	805
存货	855	1159	1199	1071
其他	201	118	131	150
非流动资产	14176	15623	17011	18295
长期投资	19	21	23	21
固定资产	10628	12045	13363	14581
无形资产	250	280	314	345
其他	3279	3277	3311	3349
资产总计	19504	21768	24580	26752
流动负债	3492	3871	4062	3588
短期借款	1354	1755	1950	1687
应付账款	697	688	739	708
其他	1440	1428	1373	1194
非流动负债	9908	11510	13837	16168
长期借款	7974	9909	12182	14438
其他	1934	1601	1655	1730
负债合计	13399	15381	17899	19756
少数股东权益	1644	1705	1781	1868
股本	590	590	590	590
资本公积金	1824	1849	1880	1915
留存收益	2047	2242	2429	2623
归属母公司股东权益	4461	4681	4899	5128
负债和股东权益	19504	21768	24580	26752

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1228	963	1345	1700
净利润	1	315	382	439
折旧摊销	0	585	683	783
财务费用	450	330	432	523
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	0	-216	-158	-56
其它	777	-50	7	12
投资活动现金流	-2362	-2030	-2037	-2029
资本支出	2372	2000	2000	2000
长期投资	7	-3	4	-2
其他	17	-32	-33	-31
筹资活动现金流	1780	2028	1953	1324
短期借款	-1386	401	195	-264
长期借款	2560	1935	2273	2256
普通股增加	54	0	0	0
资本公积增加	892	25	31	35
其他	-339	-333	-546	-704
现金净增加额	0	962	1260	996

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6028	6816	7851	8805
营业成本	4974	5568	6324	7010
营业税金及附加	6	8	10	10
营业费用	162	166	197	224
管理费用	428	374	446	537
财务费用	450	330	432	523
资产减值损失	9	13	16	16
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	-1	358	427	487
营业外收入	35	25	33	40
营业外支出	4	11	11	11
利润总额	30	371	450	517
所得税	29	56	67	77
净利润	1	315	382	439
少数股东损益	-76	62	76	87
归属母公司净利润	77	254	306	353
EBITDA	450	1272	1543	1794
EPS（元）	0.13	0.43	0.52	0.60

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-21.8%	13.1%	15.2%	12.1%
营业利润	-100.1%	45626.1%	19.5%	14.1%
归属母公司净利润	-88.2%	228.2%	20.7%	15.1%
获利能力				
毛利率	17.5%	18.3%	19.4%	20.4%
净利率	1.3%	3.7%	3.9%	4.0%
ROE	1.7%	5.4%	6.3%	6.9%
ROIC	0.1%	2.7%	2.6%	2.1%
偿债能力				
资产负债率	68.7%	70.7%	72.8%	73.8%
净负债比率	74.48%	80.57%	83.01%	85.17%
流动比率	1.53	1.59	1.86	2.36
速动比率	1.28	1.29	1.57	2.06
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.33	0.34	0.34
应收账款周转率	11	14	17	18
应付账款周转率	6.51	8.04	8.87	9.69
每股指标(元)				
每股收益	0.13	0.43	0.52	0.60
每股经营现金	2.08	1.63	2.28	2.88
每股净资产	7.56	7.93	8.30	8.69
估值比率				
P/E	209.93	63.96	53.01	46.05
P/B	3.64	3.47	3.31	3.17
EV/EBITDA	58	21	17	15

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801