

云天化 (600096)

买入/首次评级

股价: RMB25.31

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:s1000208110160

(0755)8249 3656

xiaohui@lhqz.com

李辉

SAC 执业证书编号:s1000210070026

(0755)8236 4424

lihuiyjs@lhqz.com

联系人

陈小鹭

(0755)8212 5084

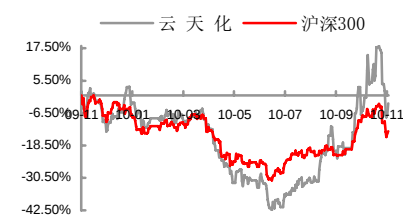
chenxiaolu@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	590
流通 A 股 (百万股)	590
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	14,936

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

重握资源, 志博云天

- 云天化股份是国内毛利率最高的气头尿素企业、国内第二大玻纤厂商和最大的聚甲醛厂商。11 年尿素、玻纤、聚甲醛和电子布四大产品产能分别增加 19%、79%、200%、132%。随着公司新产能逐步释放以及国内化肥和玻纤行业盈利水平复苏, 我们预计公司业绩将逐步好转, 提供安全边际。
- 云天化集团是云南省第一家国家一级企业, 拥有巨大的资源储量。除股份公司外, 涉及磷矿、磷肥、磷化工、盐化工等产业, 磷矿储量和产能全国第一; 磷肥产能全球第二; 黄磷产能全国第一; 现有采矿权的磷矿石储量超过 5 亿吨, 随着勘探进行储量仍在增加, 同时拥有煤矿、钾矿等其他资源。
- 我们认为未来集团有望通过整体运作, 将磷、钾、盐等资源注入到股份公司, 打造成同时具备氮磷钾、新材料开发的国际性化工巨头。云南省国资委表示今后一段时期, 省国资委将积极推动企业集团核心业务资产上市或整体上市。我们认为在此背景下, 随着公司盈利逐渐上升, 整体上市有望重上议程。
- 主营业务扩展逐渐进入收获期, 有望将带来业绩提升。公司是最早转型的气头肥企, 金新 80 万吨尿素预计 11 年投产, 配备 6 亿吨煤矿, 具备成本优势, 建成之后公司将形成气煤并举的氮肥供给, 有效应对天然气供给不足的风险。公司在玻纤、聚甲醛等领域同样具备领先优势。玻纤行业景气上行, 盈利恢复, 公司近期玻纤产能扩张突破 50 万吨。通过富华公司积极扩大高端产品优势。聚甲醛 6 万吨产能逐渐达产伴随水富项目完成有效降低甲醇成本。1500 万平米高性能微孔隔膜预计 11 年建成, 国内锂电池空间广阔, 该领域成功将为公司带来新的增长点。
- 我们预计公司现有业务 10、11 年 EPS 分别为 0.69 元、0.96 元, 对应 10、11 年 PE 33 倍、24 倍, 估值能够提供安全边际。假设集团重组成功将大大提高业绩, 10-12 年净利润为 18 亿、22 亿和 25 亿, 合并后 11-12 每股收益分别为 1.60 元和 1.82。集团资源储量丰富, 若资产注入成功将成为股价的催化剂, 首次给予“买入”评级。
- 风险提示: 化肥出口关税变化、天然气供应不足、重组面临不确定性。

经营预测与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6027.8	6969	8446	9894
(+/-%)	-21.8	16%	21%	17%
归属母公司净利润(百万元)	77.3	408	565	765
(+/-%)	-88.2	428%	38%	35%
EPS(元)	0.13	0.69	0.96	1.30
P/E(倍)	193.1	33.25	24.01	17.76

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

主营业务提供安全边际，整体上市打开向上空间	4
集团资源储量丰富，产业链完整	4
磷化工产品价值凸显	5
钾肥业务锦上添花	7
整体上市将重上议程	8
主业扩张进入收获期	8
气头尿素业内最好，转型煤头动身最早	9
玻纤行业盈利恢复，景气上行	11
立足聚甲醛，扩展新材料	13
隔膜行业异军突起	13
盈利预测与估值	14
风险提示	16

图表目录

图 1: 云天化集团旗下产业链	4
图 2: 云天化集团磷矿石、磷化工资产	5
图 3: 全球磷矿石资源分布	6
图 4: 国内外磷矿石价格	6
图 5: 国内磷矿石资源分布	6
图 6: 国内磷矿石平均品位	6
图 7: 中寮矿业老挝 5 万吨钾肥试产	7
图 8: 云天化主营收入构成 (10H1)	8
图 9: 主要产品产能及地位	8
图 10: 云天化股份化肥板块子公司	9
图 11: 国内尿素企业毛利率 10 年中报	9
图 12: 云天化尿素近几年毛利维持较高	9
图 13: 国际尿素价格大涨, 拉动国内离岸价	10
图 14: 国内尿素价格大涨达到去年高点	10
图 15: 云天化股份玻纤行业产能汇总	11
图 16: 国内玻纤产量增速恢复	12
图 17: 国内玻纤出口增速恢复	12
图 18: 国内聚甲醛下游需求比例	13
图 19: 美国聚甲醛下游需求比例	13
表格 1、国内磷化工企业比较	7
表格 2、国内玻纤企业产能统计	11
表格 3: 全球玻纤供需预测 (单位: 万吨)	12
表格 4: 锂电池材料研究和应用进展	14
表格 5: 产品价量假设	14
表格 6: 云天化集团产品价量假设	15
表格 7: 相关行业公司估值比较 (10 月 28 日收盘价计算)	16

主营提供安全边际，整体上市打开空间

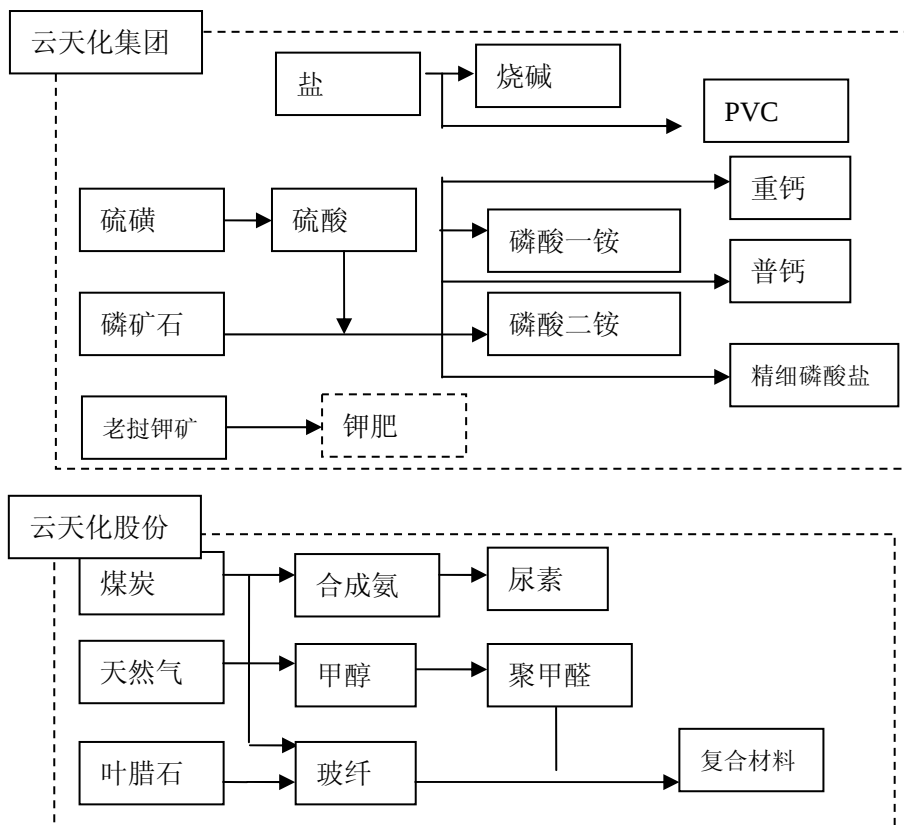
云天化股份三大业务尿素、玻纤、聚甲醛，其中尿素是国内毛利率最高的气头尿素企业、玻纤市场占有率第二、聚甲醛市场占有率第一。2011 年随着公司新增产能的逐步释放和化肥、玻纤行业进入景气复苏周期，我们预计公司经营业绩将逐步好转，提供安全边际。

母公司云天化集团拥有化肥、有机、磷化工、盐化工等六大产业，具备国内最大的磷化工产业链完整，同时拥有煤矿、钾矿等丰富的资源储量。08 年集团曾经计划将这些资产注入股份公司，鉴于经济危机导致资产评估值下降和公司经营环境恶化，重组被迫中止。我们预计 2011 年集团资产注入上市公司有望重上议题，为云天化提供投资机会。

集团资源储量丰富，产业链完整

云天化集团是云南省第一家国家一级企业，全资、控股及参股了包括三家上市公司在内 60 余家公司，涉足化肥、有机化工、玻纤新材料、盐及盐化工磷矿采选和磷化工六大产业。截止 2008 年底，云天化集团总资产 551.7 亿元，净资产 153.6 亿元，销售收入突破百亿元，排名中国化工企业 500 强和中国化肥企业 100 强前列。（资料来源：云天化集团网站）

图 1： 云天化集团旗下产业链



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

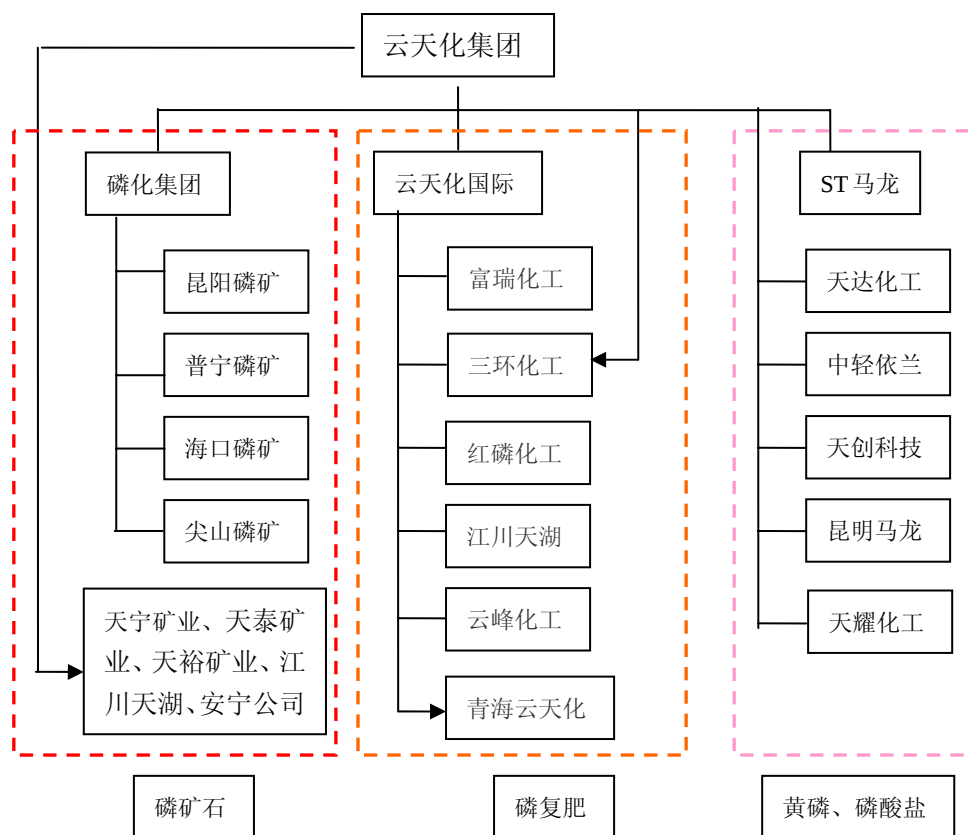
磷化工产品价值凸显

云天化集团旗下资源储量丰富，磷矿石品位较好，开采成本低，其中磷化集团是最大的国有大型现代化磷矿露天采选企业，拥有 4 座矿山，磷矿石采选能力 1300 万吨/年。

云天化国际是亚洲最大、全球第二的磷复肥生产企业。产品包括磷酸一铵、二铵和重钙等各种高浓度磷复肥，产能达到 500 万吨/年。是亚洲第一，世界第二的磷肥生产企业，09 年云天化国际总资产 169 亿元，净资产 7 亿元，销售收入 131 亿元。

在磷化工产业链上，集团还具有 43 万吨/年各类磷化工产品生产能力，其中 ST 马龙是国内最大的黄磷生产企业。

图 2： 云天化集团磷矿石、磷化工资产



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

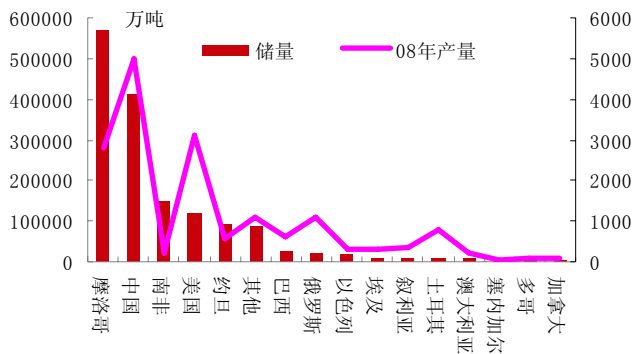
磷矿资源稀缺性上升

全球磷矿资源的 90% 用于生产磷肥，全球磷矿石资源集中度逐渐提高，因而显示出资源属性逐渐增强。

全球磷矿石分布不均，主要集中在摩洛哥、中国、美国、南非、约旦等国，前三个国家的资源总储量占全球的 75%，08 年磷矿石产量占全球超过 60%。

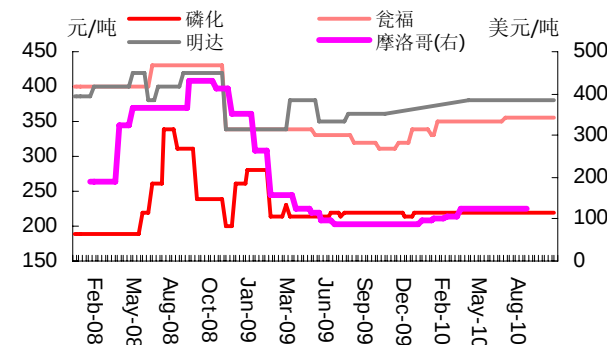
磷矿石主要生产国减少出口。美国和中国曾是主要的磷矿石出口国，97 年以后美国逐渐减少了磷矿出口、增加进口，而中国开始控制出口规模，摩洛哥也倾向于将磷矿石加工成附加值相对较高的高浓度磷肥和磷化工产品。

图 3： 全球磷矿石资源分布



资料来源：华泰联合证券研究所

图 4： 国内外磷矿石价格



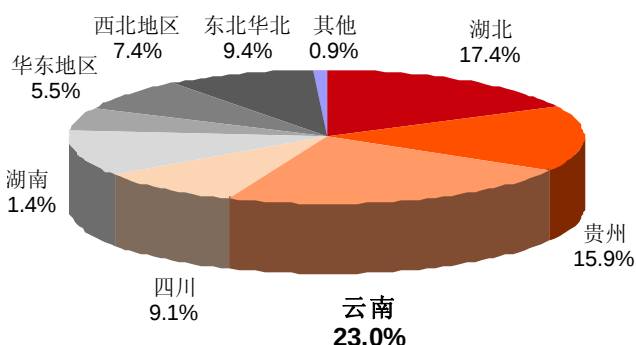
资料来源：彭博、华泰联合证券研究所

国内磷矿石资源储量全球第二，产量第一，但是全国磷矿石平均品位只有 17%，可开采储量平均品位为 23%，是世界上矿石平均品位最低的国家，品位在 28%~33% 便属富矿。随着国内磷矿石开采年限缩短，我国已将磷矿资源列入 2010 年后不能满足国民经济发展需求的战略矿产之一，长期看国内的磷矿石价格将保持上升趋势。

集团独占云南大部储量

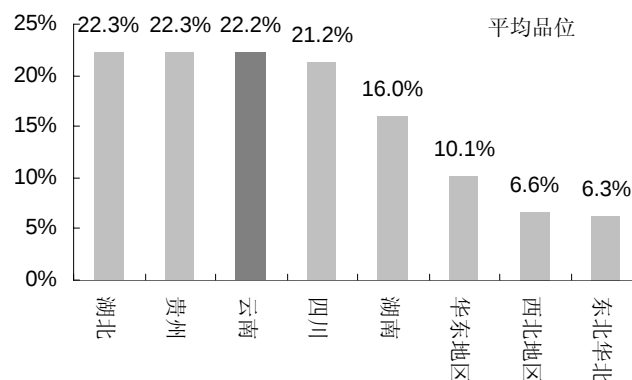
国内磷矿主要分布在云南、贵州、湖北、四川、湖南 5 省，占全国总量的 77%。云南(滇池)和贵州(开阳、瓮福)以及湖北(宜昌)这三个省占全国资源量的 55%，其中云南是全国磷资源最丰富的省份，占全国比例高达 23%，平均品位达到 22%。

图 5： 国内磷矿石资源分布



资料来源：海川在线、华泰联合研究所

图 6： 国内磷矿石平均品位



资料来源：海川在线、华泰联合证券研究所

云南省政府 03 年开始对省内磷化工行业进行整合，04 年 6 月实施了《云南省磷矿资源整合方案》，明确 70% 磷矿由云天化集团进行整合，进一步加确立了云天化集团在全省磷矿资源整合中的主体地位。

根据测算，云天化集团现有拿到采矿权的磷矿石储量超过 5 亿吨，随着勘探进行储量仍在不断增加。据中国化工报报道云南磷矿储量列全国第一，已探明储量为 38.83 亿吨。云天化集团拥有云南省磷矿储量或将超过 60%，磷矿石开采能力达到 1300 万吨/年，磷矿石浮选能力 400 多万吨/年，是国内最大，世界第三的磷矿石生产企业。

按照云南当地 260-280 元/吨磷矿石价格和 2400-2500 元/吨磷肥价格测算，我们预计 11 年集团净利润高达 18-20 亿。

表格 1、国内磷化工企业比较

	股本	股价	磷矿石储量	磷矿石产能	二铵产能
云天化集团			50000	1000	500
澄星股份	65147	9.78	15000	110	无
兴发集团	36548	24.24	14400	235	无
湖北宜化	34238	23.3	10000	100	60
天原集团	47977	19.32	4000	30	无
六国化工	32600	15.09	无	无	100

资料来源：上市公司公告、华泰联合研究所整理

钾肥业务锦上添花

云天化集团控股公司云南中寮矿业在老挝万象 5 万吨钾盐中试项目 08 年 12 月开建，计划 10 年 12 月实现投料试车。04 年 11 月，云南中寮与老挝政府签署《老挝万象盆地钾盐矿开采生产协议》，获得 78 平方公里开采区 8.6 亿吨钾盐矿储量 30 年的采矿权。

目前 5 万吨产能钾肥装置正在建设之中，11 月 19 日该装置开始进入试运行，未来的长期目标是建设成为百万吨级的钾肥项目，运行顺利之后也有望注入股份公司，将使公司同时具备氮、磷、钾产业链，公司是将来最有希望成为国际化的综合性化肥巨头。

图 7： 中寮矿业老挝 5 万吨钾肥试产



资料来源：云天化集团网站、华泰联合证券研究所

整体上市将重上议程

08年11月8日,云天化股份有限公司发布了《云南云天化股份有限公司重大资产重组暨关联交易预案》,由于外部经营环境发生变化而被迫中止。预案以云天化股份为平台以换股方式吸收合并集团11家下属公司,即马龙产业、云南盐化、云天化国际、三环中化、天安化工、天达化工、中轻依兰、天创科技、昆明马龙、普阳煤化工以及黄家坪水电。同时以向集团发行A股作为支付对价,收购其持有或有权处置的磷化集团100%的股权、联合商务50%的股权、天耀化工18.13%股权、云天化集团安宁资产、水富资产、云天化集团办公楼及配套附属办公设施以及化研院资产。

马龙产业作为被吸收合并的一方参与云天化的重大资产重组。对于马龙产业和云南盐化两家上市公司流通股股东,云天化提供现金选择权,

重新启动预期强烈

10月18日云南省国资委和云南证监局在昆明主办云南省企业规范运作及整体上市培训会。云南省国资委主任徐盛鹏在会上指出:“整体上市是企业资本运营的运用和创新,将是省属企业“转方式、调结构”工作的助推器,具有十分重要的现实意义。为此,今后一段时期,省国资委将积极推动企业集团核心业务资产上市或整体上市,推动优势资源向绩优上市公司集中,促进上市公司加快资产并购、提升资产质量。”

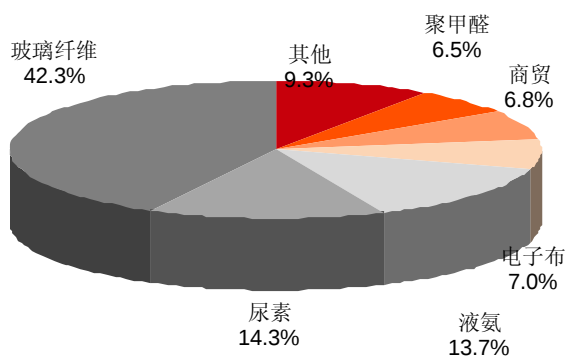
我们认为,随着09年4Q以来公司玻纤行业需求恢复,主营业务经营能力和盈利逐渐上升,集团整体上市外部经营环境稳定。在ST马龙重组完成之后,以及本次定向增发完成,我们预计集团整体上市有望在2011年重新启动。

ST马龙09年11月公告将把全部资产和负债出售给云天化集团,并向昆明钢铁控股有限公司定向增发以注入昆钢控股合法持有的云南昆钢煤焦化有限公司100%股权及现金,目前本次重大资产重组已取得云南省国资委的预核准,股东大会审议通过。云天化定向增发方案于10年7月获得云南省国资委批复同意,现股东大会已审议通过。

主业扩张进入收获期

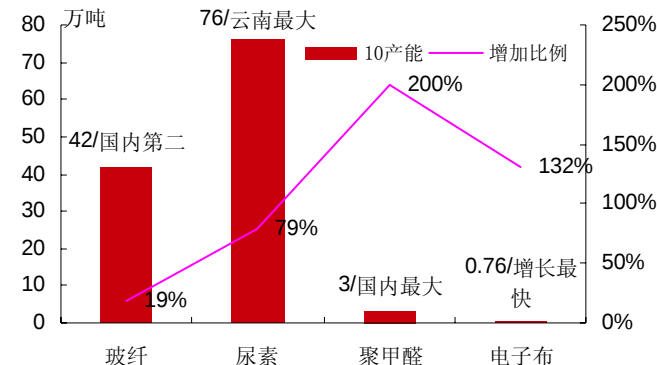
公司近两年主营产能扩大将带来业绩提升,公司尿素、玻纤、聚甲醛产品扩产进入收获期。未来还有电池隔膜、玻纤复合材料等新看点。

图8: 云天化主营收入构成(10H1)



资料来源: 公司年报、华泰联合证券研究所

图9: 主要产品产能及地位



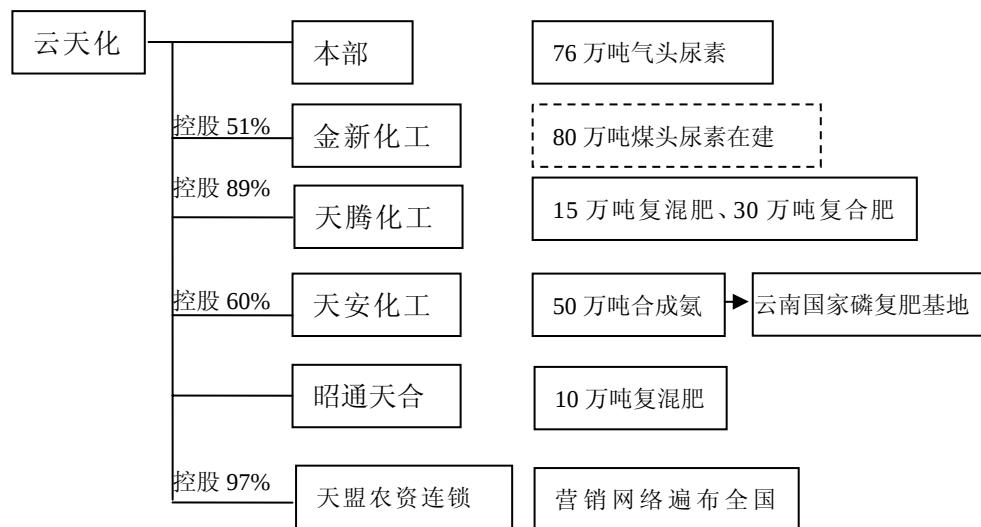
资料来源: 公司年报、华泰联合证券研究所

气头尿素业内最好，转型煤头动身最早

长期以来，公司尿素生产工艺技术和管理水平领先于国内同行，毛利率水平一直保持在最高的水平。

受天然气供应影响设备开工率只有 80%，由于国内天然气供不应求，气头尿素企业开工率常年不足，预计未来这种紧张的局面仍将持续。为了应对供给不足的局面，公司也是国内气头企业最早转型做煤头的企业。

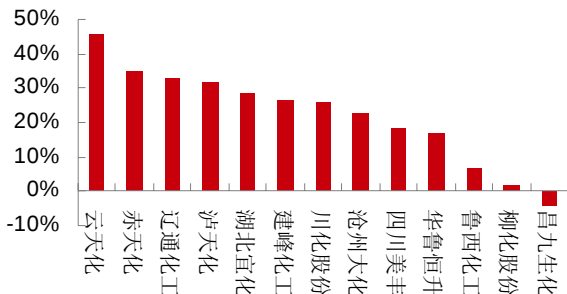
图 10：云天化股份化肥板块子公司



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

水富气改煤项目预计明年建成，将腾出现有甲醇装置所需的天然气量供化肥生产，降低天然气供应紧张及涨价风险。所产 24 万吨甲醇将代替外购，用于公司 10 万吨聚甲醛以及季戊四醇等产品消耗。

图 11：国内尿素企业毛利率 10 年中报



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

图 12：云天化尿素近几年毛利维持较高



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

金新化工投产指日可待

在煤头尿素生产中存在两个最关键因素：气化炉的掌握程度和原料煤价格，公司煤气化炉采用鲁奇炉，最早开发于 1933 年，技术成熟。

8 月收购东明矿业后，东明矿业位于呼伦贝尔草原中部，矿区现有露天矿和一号斜井两个产煤基地，各占地约 4 平方公里，拥有可开采的煤资源约 2.7 亿吨，煤层埋藏浅、倾角小、厚度大，煤质以低硫、低磷、中低灰份的优质褐煤为主，长焰煤次之，发热量在 3600 - 4200 大卡/千克之间褐煤，目前各项基础工程已建设完毕，生产经营正常。

根据当地政府与金新集团达成的协议，政府需要为煤化工项目配套煤矿资源 3.3 亿吨储量，金新煤化工项目拥有接近 6 亿吨的煤炭储量。内蒙古金新煤化工预计年底实现机械竣工，11 年 8 月投产，新增 80 万吨尿素产能。呼伦贝尔政府配置给公司的煤矿还需要三至五年左右的时间才能开采出煤炭。收购东明矿业可以有效解决金新化投产后的煤炭供应问题。

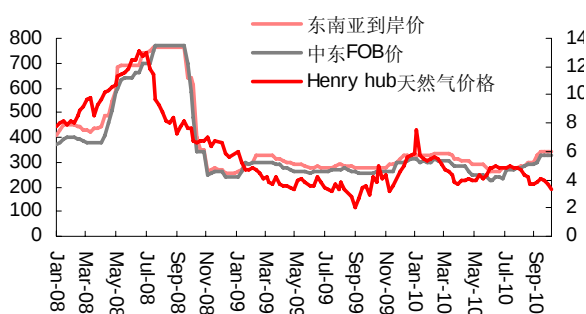
根据我们了解，当地宝日希勒煤田的褐煤开采成本在 110 元/吨左右，按照当前尿素 1800 元/吨的价格测算，毛利率超过 30%。金新化工建成之后，公司在尿素行业的布局将扩大到内蒙古，同时形成气煤并举的局面，将有效应对天然气供给不足的风险。

农产品牛市推动化肥价格上涨

受农产品价格上涨影响，国际化肥需求超预期，价格超越成本大幅上涨，国内化肥出口大幅增加。同时国内化肥行业面临节能减排影响，10 年 9 月以来国内尿素价格持续上涨。

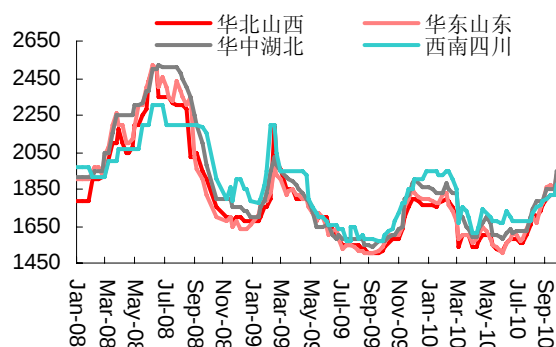
九月末北美库存最新数据：钾肥低于 5 年平均 17%。二铵低于 5 年平均 25%。一铵低于 5 年平均 34%，尿素低于 5 年平均 22%。我们认为全球和国内农产品中长期牛市的趋势没有改变，11 年全球尿素开工率将有小幅提高，国内尿素企业盈利将从底部好转。

图 13： 国际尿素价格大涨，拉动国内离岸价



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

图 14： 国内尿素价格大涨达到去年高点

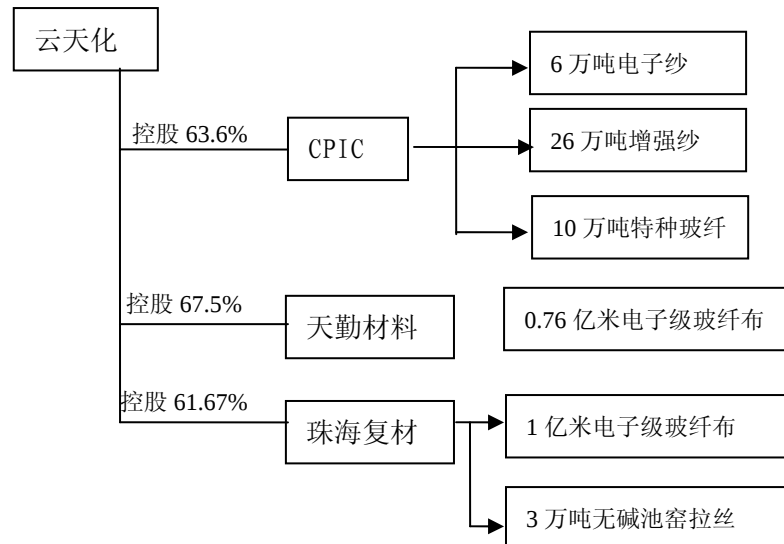


资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所

玻纤行业盈利恢复，景气上行

公司是国内产能第二的玻纤生产企业，全部采用先进的无碱池窑拉丝技术。高端产品占比逐渐提升，随着行业进入新的景气周期，公司玻纤业务盈利有望大幅好转。

图 15：云天化股份玻纤行业产能汇总



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

市场占有率第二

2010 年公司玻纤产能 50 万端，较 2007 年增长一倍，市场占有率 17.9%，公司近 3 年的产能增速最快。全国玻纤企业有 200 多家，行业前三家公司占有率达到 65%。

表格 2、国内玻纤企业产能统计

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	市场占有率
中国玻纤	18	35	52	90	90	92	32.9%
云天化	12	15	24	35	42	50	17.9%
泰山玻纤	12	17	24	35	35	40.5	14.5%
国内产能	95	125	160	240	240	280	100.0%

资料来源：上市公司公告，华泰联合证券研究所

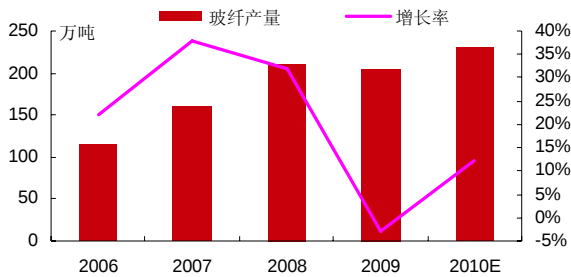
行业需求好转

我们预计全球玻纤在 2011-2012 年供给紧张。公司当前玻纤产品目前供不应求，开工率 100%，增强纱均价高达 8000 元/吨，短切纱价格更高一些，毛利率达到 30%。

玻纤具有耐高温、耐腐蚀等优点，广泛应用于建筑、交通、电气、管道、航天、风电等下游行业。近十年全球玻纤总消费量年均复合增长率约 8%。受益于汽车、电子需求增长以及风电叶片等新兴下游的快速发展，国内及欧美玻纤市场 10 年开始复苏。

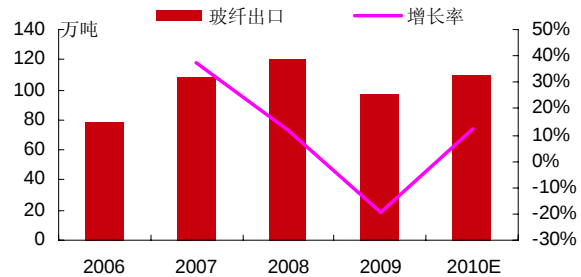
我们预计 10 年全国玻纤产量增速将达到 10%以上。1-9 月全国玻璃纤维纱产量 275.5 万吨，同比增长 31.4%。9 月份当月生产玻璃纤维纱产量 28.8 万吨，同比增长 24.7%。

图 16: 国内玻纤产量增速恢复



资料来源: 玻纤协会、华泰联合证券研究所

图 17: 国内玻纤出口增速恢复



资料来源: 玻纤协会、华泰联合证券研究所

据玻纤网预测,“十二五”期间,国民经济的持续快速发展对玻璃纤维需求将不断提高。原有玻璃钢、电绝缘等传统应用领域用量不断增加,工程塑料、建筑领域、基础设施、环境保护方面对玻璃纤维及制品应用将成为新的增长点。全球玻纤供需将进入一个供求平衡略微偏紧的状态。

表格 3: 全球玻纤供需预测 (单位: 万吨)

	2008	2009	2010	2011E	2012E
国内	110	132	158	190	228
国外	270	216	276	296	317
需求合计	380	348	435	486	545
供给合计	420	430	458	488	520
供需缺口	40	92	23	2	-25%

资料来源: 中国玻纤网、华泰联合证券研究所

高端产品占比提升

公司玻纤产品结构以短切增强为主,除了普通无碱粗纱外,公司在耐腐蚀玻纤及风电叶片用多轴向玻纤等领域比重较高,产品结构较好,此类玻纤目前还需要大量进口。重庆国际生产的纺织细纱、膨体纱及增强材料产品,性能优异,市场竞争能力强。随着新增的化工纱,多轴向用纺织纱,D450 细纱等产品结构的调整带来了新的市场空间,产量已经恢复到危机前,09 年 9 月份重庆国际已实现扭亏为盈。

公司在技术含量和附加值更高的电子纱领域占有较大比重,通过珠海复材公司将使电子布产能从 0.76 亿米增加到 1.76 亿米,通过增资 1.53 亿新建 3 万吨无碱池窑拉丝生产线提供原材料自给。珠海富华是我国唯一的印制电路板用处理玻璃布生产基地,目前公司正对其 1 万吨细纱池窑拉丝生产线和 1 亿米印制电路板用玻璃布生产线进行搬迁,预计 11 年达产。

玻纤产业国际化扩展

经过 5 年的筹备和谈判,重庆国际复合材料有限公司(CPIC)10 月 23 日与阿巴桑“全体股东”签订位于中东巴林的合资项目,注册资本 9000 万美元,由 CPIC、阿巴桑双方各持股 7:3 设立,设计年产玻纤 14 万吨。该项目充分利用当地丰富的天然气资源、开放的金融市场和便捷的物流条件,对公司进一步开拓国际市场具有重要的战略意义。

立足聚甲醛，扩展新材料

公司是国内最早进行聚甲醛开发的企业，97 年是国内第一家从波兰 ZAT 公司引进 1 万吨/年共聚甲醛生产技术的企业，

随着重庆分公司 6 万吨/年产能 4 月份投产，公司聚甲醛产能达到 9 万吨，占全国聚甲醛生产能力的三分之一，成为全国最大的聚甲醛生产企业，预计今年产量 7 万吨左右，11 年产量将超过 10 万吨/年。

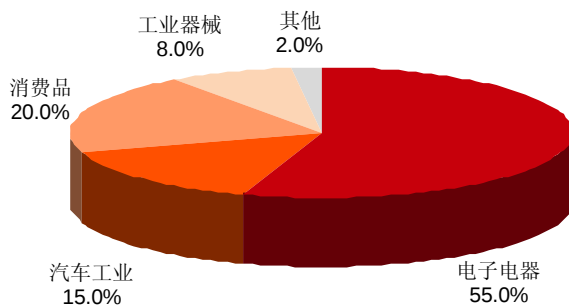
随着公司水富气改煤项目完成，目前聚甲醛生产所需外购的 24 万吨甲醇将被自产替代，进一步降低聚甲醛成本。

聚甲醛是国内前景最好的工程塑料

聚甲醛是替代金属，特别是铜、铝、锌等有色金属及合金制品的理想工程塑料，广泛应用于电子电气、汽车、轻工、机械、化工、建材等领域。

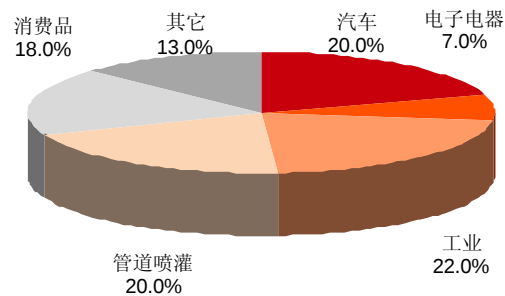
我国聚甲醛的消费构成与国外有较大区别。由于我国电子电器快速发展，聚甲醛在国内电子电器行业的消费比例已经达 55%，在汽车行业的消费比例还比较低。随着我国汽车工业的快速发展，用聚甲醛生产汽车零部件会被越来越多的汽车生产厂家接受，因此聚甲醛在汽车行业的消费量将会较大增加。

图 18： 国内聚甲醛下游需求比例



资料来源：北京华经宏源、华泰联合证券研究所

图 19： 美国聚甲醛下游需求比例



资料来源：北京华经宏源、华泰联合证券研究所

积极研发新材料

同时公司积极进行聚甲醛的改性研究，在北京设立实验室，利用玻纤可以增强，抗震的性能与聚甲醛进行结合，在聚甲醛增韧、耐磨、抗静电、导电聚甲醛等方面取得较好成果。

隔膜行业异军突起

公司电池隔膜技术与四川大学和清华大学合作研发成功，设备由公司自己设计并委托国厂家制造，第一期 1500 万平米高性能微孔隔膜产能预计 11 年 7 月份投产。

隔膜式锂电池中关键的内层组件之一，占锂离子电池成本的 20%左右。受益于消费类电子和未来电动汽车的发展，我们预计隔膜每年至少有 30%的需求增长，电动汽车的发展将使这一增速提高。

隔膜生产难点在于造孔的工程技术及基体材料，对薄膜拉伸技术和设备要求极高。传统薄膜设备，国内严重依赖进口，而锂电池隔膜无论技术还是设备，均受到国外公司的严密封锁，国内企业只能自行研发摸索，新进入者完全掌握工艺及设备，预计将需要 3-5 年时间，因此技术门槛极高。目前国内仅佛塑股份、格瑞恩和星源材质能够稳定生产，预计进口依存度在 70%-80%。国外技术也掌握在少数几家手中，形成明显的寡头垄断格局。

我们认为锂电池薄膜的开发具有一定的不确定性，但是公司在新材料研发方面具备一定的经验和优势，因此开发成功的可能性较大，将使公司分享国内电动汽车发展的良好机遇，并为进一步进军新能源领域奠定基础。

表格 4：锂电池材料研究和应用进展

	国际理论研究	国际应用经验	国内理论研究	国内应用经验	国内背景较好企业
正极	较多	较多	最多	较多	较多
负极	较多	较多	较多	较多	较多
电解质	较少	较少	较少	较少	极少
隔膜	很少	很少	很少	很少	极少

资料来源：华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

在国际农产品牛市背景下，我们预计 11 年国内尿素总体供需好转，行业盈利底部恢复，公司的气头尿素保持稳定；随着玻纤行业需求恢复，毛利率将恢复至 25%以上，随着公司在煤化工和新材料等项目的积极推进，产品产能利用将逐渐进入收获期。

我们预计公司 10、11 年 EPS 分别为 0.69 元、0.96 元，对应 10、11 年 PE 33 倍、24 倍，估值基本合理。

表格 5：产品量价假设

		2010E	2011E	2012E
尿素	产量/万吨	60	80	140
	价格/元/吨	1,750	1,800	1,800
	毛利率	39.1%	39.2%	37.2%
玻纤	产量/万吨	44	48	50
	价格/元/吨	7,600	7,600	7,600
	毛利率	31.2%	31.2%	31.2%
电子布	产量/万米	8,000	15,000	17,600
	价格/元/米	6	6	6
	毛利率	22.0%	22.0%	22.0%
聚甲醛	产量/万吨	6	10	10
	价格/元/吨	9,500	9,500	9,500
	毛利率	13.8%	13.8%	13.8%
商贸	产量/万吨	0	0.0	0
	价格/元/吨	0	0	0
	毛利率	6.7%	6.7%	6.7%
合成氨	产量/万吨	40	40	40

	价格/元/吨	2,400	2,400	2,400
	毛利率	12.29%	12.29%	12.29%
合计	收入/百万	6,926	8,260	9,603
	成本/百万	5,225	6,200	7,102
	毛利率	24.55%	24.93%	26.05%

资料来源：公司网站、华泰联合证券研究

重组之后业绩预测

假设重组于 11 年再次启动的情况下，磷化集团的磷矿石产量和云天化国际的磷肥业务将大大增加公司业绩。考虑到和集团公司巨大的资源储量，弹性较大，整体上市后我们预测重组后公司 11-12 年净利润为 23 亿和 26 亿。

在 08 年重组方案时，对拟收购的除马龙产业和云南盐化外的其余 9 家非上市公司在评估基准日的未经审计的账面值总计为 51 亿元，对其他被收购资产在评估基准日的账面值总计为 18.5 亿元，加上马龙和云南盐化总资产净值 86 亿，我们假设溢价 50% 注入资产，按照目前股价需要增发股本 5 亿股，总股本达到 12.5 亿。

10-12 年按合并后计算每股收益分别为 1.40 元、1.60 元和 1.82 元。集团资源储量丰富，若资产注入成功将成为股价的催化剂，首次给予“买入”评级。

表格 6：云天化集团整体上市股本摊薄假设

资产价值		股本	
注入资产账面价值（万元）	861523		
注入资产价值（万元）	1,292,285	溢价	50%
增发价格（元）	25	增发股票（万股）	51,691
原上市公司股本（万股）	59,012	定向增发股份（万股）	14,200
增发后上市股本（万股）	73,212	整体上市总股本（万股）	124,903
盈利预测	2010 E	2011E	2012 E
总利润万元	177,761	199,883	226,765
EPS（摊薄后）	1.42	1.60	1.82

资料来源：公司公告、云天化集团网站、中华商务网、华泰联合证券研究

表格 7：云天化集团产品价格假设

子公司	产品	价量	2010E	2011E	2012E	产品	价量	2010E	2011E	2012E
磷化集团	磷矿石	产量/万吨	900	1020	1080	食用盐	产量/万吨	30	30	30
		价格/元/吨	220	220	220		价格/元/吨	1650	1700	1700
		毛利率	36%	36%	36%		毛利率	62%	62%	62%
云天化国际	二铵	产量/万吨	228	228	228	工业盐	产量/万吨	55	55	55
		价格/元/吨	2400	2500	2500		价格/元/吨	350	350	350
		毛利率	24.08%	25.76%	25.76%		毛利率	26%	26%	26%
	一铵	产量/万吨	71.4	71.4	71.4	PVC	产量/万吨	13	13	13
		价格/元/吨	1700	1750	1750		价格/元/吨	6500	6500	6500
		毛利率	5.05%	5.89%	5.89%		毛利率	7.69%	7.69%	7.69%

三环中化	重钙	产量/万吨	28	28	28	烧碱	产量/万吨	13	13	13
		价格/元/吨	1600	1600	1600		价格/元/吨	2300	2300	2300
		毛利率	12.50%	12.50%	12.50%		毛利率	24.78%	24.78%	24.78%
	普钙	产量/万吨	17.5	17.5	17.5	黄磷	产量/万吨	17.65	17.65	17.65
		价格/元/吨	500	530	560		价格/元/吨	14000	15000	15000
		毛利率	16.00%	16.98%	17.86%		毛利率	16.43%	14.20%	14.20%
	二铵	产量/万吨	96	96	96	磷酸盐	产量/万吨	12	13	13
		价格/元/吨	2400	2500	2500		价格/元/吨	4615	4786	4786
		毛利率	24.08%	25.76%	25.76%		毛利率	5.27%	5.98%	5.98%

资料来源：公司公告、云天化集团网站、中华商务网、华泰联合证券研究

表格 8：相关行业公司估值比较（11 月 29 日收盘价计算）

公司	股价	PB	10EPS	11EPS	10PE	11PE
盐湖钾肥	59.35	12.0	1.93	2.22	30.8	26.7
兴发集团	20.00	4.4	0.64	0.87	31.3	23.0
澄星股份	8.80	3.6	0.34	0.35	25.9	25.1
六国化工	14.58	2.2	0.39	0.4	37.4	36.5
华鲁恒升	14.82	2.6	0.63	0.92	23.5	16.1
湖北宜化	18.94	4.0	1.04	1.24	18.2	15.3
柳化股份	10.47	2.9	0.32	0.47	32.7	22.3
建峰化工	9.08	2.3	0.49	0.65	18.5	14.0
云天化	24.47	3.1	0.73	1.07	34.0	23.1
鲁西化工	6.86	2.9	0.27	0.57	25.4	12.0
中国玻纤	22.98	7.4	0.71	1.42	32.4	16.2
泸天化	8.32	2.1	-0.1	0.02	-83.2	416.0
赤天化	6.55	1.9	0.49	0.72	13.4	9.1

资料来源：公司网站、华泰联合证券研究

风险提示

- 1 化肥出口关税政策变化，将限制尿素价格上涨幅度。
- 2 天然气价格上涨和供应不足将影响公司尿素开工率。
- 3 集团整体上市涉及的资产重组范围大，持续时间长，相关审计评估工作繁琐，尚有很多事项需要准备，在重组过程面临一定的延迟和不确定性。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5328	7341	1052	13866	营业收入	6028	6969	8446	9894
现金	2637	4326	7015	9838	营业成本	4974	5180	6240	7178
应收账款	562	530	401	282	营业税金及附加	6	8	10	11
其他应收款	179	135	165	194	营业费用	162	174	211	247
预付账款	895	774	1028	1127	管理费用	428	418	507	594
存货	855	1436	1752	2276	财务费用	450	558	600	629
其他流动资产	201	139	169	148	资产减值损失	9	13	11	12
非流动资产	14176	13079	1188	10609	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	10628	11043	1056	9637	营业利润	-1	617	867	1223
无形资产	250	280	316	345	营业外收入	35	35	35	35
其他非流动资产	3279	1737	983	607	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	19504	20419	2241	24474	利润总额	30	648	898	1253
流动负债	3492	3768	4070	4235	所得税	29	78	108	175
短期借款	1354	1354	1354	1354	净利润	1	570	790	1078
应付账款	697	726	923	1085	少数股东损益	-76	162	224	313
其他流动负债	1440	1687	1793	1795	归属母公司净	77	408	565	765
非流动负债	9908	10036	1107	12141	EBITDA	1240	2325	2733	3177
长期借款	7974	8474	9474	10474	EPS (元)	0.13	0.69	0.96	1.30
其他非流动负	1934	1562	1606	1667	主要财务比率				
负债合计	13399	13804	1514	16376	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	1644	1806	2030	2344	成长能力				
股本	590	590	590	590	营业收入	-21.8%	15.6%	21.2%	17.1%
资本公积	1824	1824	1824	1824	营业利润	-100.1	78876.5%	40.4%	41.0%
留存收益	2047	2396	2817	3341	归属母公司净	-88.2%	428.1%	38.5%	35.2%
归属母公司股	4461	4810	5231	5755	获利能力				
负债和股东权	19504	20419	2241	24474	毛利率(%)	17.5%	25.7%	26.1%	27.4%
现金流量表					净利率(%)				1.3%
单位: 百万元					ROE(%)	1.7%	8.5%	10.8%	13.3%
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	ROIC(%)	0.1%	7.5%	10.2%	13.6%
经营活动现金	1228	1806	2491	2763	偿债能力				
净利润	1	570	790	1078	资产负债率(%)	68.7%	67.6%	67.6%	66.9%
折旧摊销	790	1149	1266	1325	净负债比率(%)	74.48%	76.48%	76.27	76.52%
财务费用	450	558	600	629	流动比率	1.53	1.95	2.59	3.27
投资损失	-1	0	0	0	速动比率	1.28	1.57	2.16	2.74
营运资金变动	-14	-380	-156	-263	营运能力				
其他经营现金	1	-93	-9	-6	总资产周转率	0.32	0.35	0.39	0.42
投资活动现金	-2362	-54	-61	-49	应收账款周转	11	12	17	28
资本支出	2372	20	15	10	应付账款周转	6.51	7.28	7.57	7.15
长期投资	7	-4	-0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	17	-38	-46	-39	每股收益(最新	0.13	0.69	0.96	1.30
筹资活动现金	1780	-62	258	110	每股经营现金	2.08	3.06	4.22	4.68
短期借款	-1386	0	0	0	每股净资产(最	7.56	8.15	8.86	9.75
长期借款	2560	500	1000	1000	估值比率				
普通股增加	54	0	0	0	P/E	175.59	33.25	24.01	17.76
资本公积增加	892	0	0	0	P/B	3.04	2.82	2.60	2.36
其他筹资现金	-339	-562	-742	-890	EV/EBITDA	19	10	9	7
现金净增加额	641	1689	2688	2824					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn