

云天化 (600096)

买入/维持评级

股价: RMB26.74

#### 分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000510120037

(0755)8249 3656

xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

#### 联系人

陈小鹭

(0755)8212 5084

chenxiaolu@mail.htlhsc.com.cn

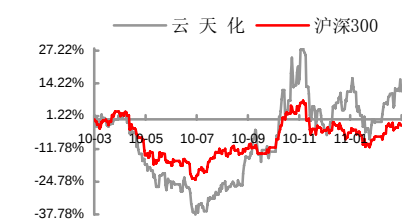
#### 相关研究

《公司研究: 重握资源、志博云天 101209》

#### 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) | 15,780 |

#### 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

## 收购南美玻纤, 海外扩张又下一城

- 3月7日公司公告控股子公司 CPIC 拟出资 5950 万美元收购位于巴西的玻纤企业卡皮瓦里公司 100% 股权, 该公司具备玻纤产能 3.77 万吨, 销售网络遍布拉丁美洲, 历年销售状况较好, 预计 11 年收入 3.7 亿, 增厚公司净利润 4000 万元, 对应 EPS0.05 元/股。
- 按照卡皮瓦里公司 10 年 517 万美元净利润测算, 收购 PE 只有 11.5 倍, PB 只有 1.2 倍。低于国际行业巨头 PPG 和 OC14.8 和 16.2 倍的 PE。
- 我们认为这是公司进一步进军国际市场的重要布局。10 年 10 月, CPIC 中东巴林设计年产玻纤 14 万吨的合资项目, 迈出了开拓国际市场的第一步。本次收购有利于公司玻纤产业进入并占领巴西乃至南美市场, 充分利用当地丰富的天然气资源和市场环境, 同时降低国际贸易保护威胁的风险。
- 更多吸收世界先进企业的技术与管理经验。卡皮瓦里公司是全球最大的玻纤企业欧文斯科宁集团的样板工厂, 欧文斯科宁作为玻纤复合材料的先驱, 其工艺技术、研发与管理水平均是同行无可比拟的, 从技术到管理均处于行业先进水平。收购将有利于公司降低成本, 更重要的是还能有效的利用巴西丰富的矿产和能源资源。
- 全球玻纤景气上行。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 年开始复苏据玻纤网预测, “十二五” 期间, 全球玻纤供需将进入一个供求平衡略微偏紧的状态。
- 我们预计公司 11、12 年 EPS 分别为 0.87 元、1.26 元, 对应 11、12 年 PE 32 倍、22 倍, 估值基本合理。假设集团重组成功将大大增加公司业绩, 合并后 11-12 每股收益分别为 1.60 元和 1.82, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 本投资尚须中国、巴西相关部门审核, 投资可能未获批准的风险。

| 经营预测与估值       | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 6027.8 | 6244.0 | 8191.0 | 9685.0 |
| (+/-%)        | -21.8  | 3.6    | 31.2   | 18.2   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 77.3   | 207.0  | 512.0  | 743.0  |
| (+/-%)        | -88.2  | 167.7  | 147.3  | 45.1   |
| EPS(元)        | 0.13   | 0.35   | 0.87   | 1.26   |
| P/E(倍)        | 204.1  | 79.8   | 32.3   | 22.2   |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**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        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>   | 5328        | 6432         | 8888         | 11327        | <b>营业收入</b>     | 6028        | 6244         | 8191         | 9685         |
| 现金            | 2637        | 3869         | 5798         | 7885         | 营业成本            | 4974        | 4825         | 6166         | 7179         |
| 应收账款          | 562         | 475          | 389          | 276          | 营业税金及附加         | 6           | 7            | 10           | 11           |
| 其他应收款         | 179         | 121          | 160          | 190          | 营业费用            | 162         | 187          | 246          | 291          |
| 预付账款          | 895         | 721          | 1015         | 1127         | 管理费用            | 428         | 437          | 573          | 678          |
| 存货            | 855         | 1122         | 1362         | 1703         | 财务费用            | 450         | 437          | 372          | 289          |
| 其他流动资产        | 0           | 125          | 164          | 145          | 资产减值损失          | 9           | 10           | 10           | 10           |
| <b>非流动资产</b>  | 14176       | 13182        | 11756        | 10425        | 公允价值变动收         | 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        | 10563        | 9637         | <b>营业利润</b>     | -1          | 341          | 815          | 1228         |
| 无形资产          | 250         | 224          | 198          | 172          | 营业外收入           | 0           | 20           | 20           | 20           |
| 其他非流动资产       | 0           | 1896         | 976          | 597          | 营业外支出           | 4           | 10           | 10           | 10           |
| <b>资产总计</b>   | 19504       | 19614        | 20644        | 21752        | <b>利润总额</b>     | 30          | 351          | 825          | 1238         |
| <b>流动负债</b>   | 3492        | 3734         | 4068         | 4267         | 所得税             | 29          | 53           | 99           | 173          |
| 短期借款          | 1354        | 1354         | 1354         | 1354         | 净利润             | 1           | 298          | 726          | 1065         |
| 应付账款          | 697         | 749          | 938          | 1131         | 少数股东损益          | -76         | 91           | 215          | 322          |
| 其他流动负债        | 0           | 1631         | 1776         | 1782         | 归属母公司净利         | 77          | 207          | 512          | 743          |
| <b>非流动负债</b>  | 9908        | 9536         | 9579         | 9641         | EBITDA          | 450         | 1945         | 2470         | 2859         |
| 长期借款          | 7974        | 7974         | 7974         | 7974         | EPS (元)         | 0.13        | 0.35         | 0.87         | 1.26         |
| 其他非流动负        | 100         | 1562         | 1606         | 1667         | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>   | 13399       | 13270        | 13648        | 13908        | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益        | 1644        | 1735         | 1950         | 2272         | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本            | 590         | 590          | 590          | 590          | 营业收入            | -21.8%      | 3.6%         | 31.2%        | 18.2%        |
| 资本公积          | 1824        | 1824         | 1824         | 1824         | 营业利润            | 0.0%        | 43488.5      | 139.2        | 50.7%        |
| 留存收益          | 2047        | 2195         | 2633         | 3159         | 归属母公司净利         | -88.2%      | 167.6%       | 147.2        | 45.2%        |
| 归属母公司股        | 4461        | 4609         | 5047         | 5573         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权</b> | 19504       | 19614        | 20644        | 21752        | 毛利率(%)          | 0.0%        | 22.7%        | 24.7%        | 25.9%        |
| <b>现金流量表</b>  |             |              |              |              | 净利率(%)          | 1.3%        | 3.3%         | 6.2%         | 7.7%         |
| 单位: 百万元       |             |              |              |              | ROE(%)          | 1.7%        | 4.5%         | 10.1%        | 13.3%        |
| <b>会计年度</b>   | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROIC(%)         | 3.1%        | 5.0%         | 8.6%         | 12.0%        |
| <b>经营活动现金</b> | 1228        | 1849         | 2227         | 2624         | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润           | 1           | 298          | 726          | 1065         | 资产负债率(%)        | 68.7%       | 67.7%        | 66.1%        | 63.9%        |
| 折旧摊销          | 0           | 1167         | 1283         | 1342         | 净负债比率(%)        | 95.67       | 75.79%       | 73.67        | 72.12        |
| 财务费用          | 454         | 437          | 372          | 289          | 流动比率            | 1.53        | 1.72         | 2.18         | 2.65         |
| 投资损失          | -1          | 0            | 0            | 0            | 速动比率            | 1.28        | 1.42         | 1.85         | 2.26         |
| 营运资金变动        | 0           | 44           | -148         | -65          | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金        | 775         | -97          | -7           | -6           | 总资产周转率          | 0.32        | 0.00         | 0.41         | 0.46         |
| <b>投资活动现金</b> | -2362       | -176         | 145          | -10          | 应收账款周转率         | 11          | 11           | 18           | 28           |
| 资本支出          | 2372        | 180          | -145         | 10           | 应付账款周转率         | 6.51        | 6.67         | 7.31         | 6.94         |
| 长期投资          | -4          | -4           | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金        | 0           | 0            | 0            | 0            | 每股收益(最新)        | 0.13        | 0.35         | 0.87         | 1.26         |
| <b>筹资活动现金</b> | 1780        | -441         | -443         | -527         | 每股经营现金流         | 2.08        | 3.13         | 3.77         | 4.45         |
| 短期借款          | -1386       | 0            | 0            | 0            | 每股净资产(最         | 10.34       | 7.81         | 8.55         | 9.44         |
| 长期借款          | 2560        | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加         | 54          | 0            | 0            | 0            | P/E             | 204.05      | 79.81        | 32.29        | 22.23        |
| 资本公积增加        | 892         | 0            | 0            | 0            | P/B             | 2.58        | 3.58         | 3.27         | 2.96         |
| 其他筹资现金        | -339        | -441         | -443         | -527         | EV/EBITDA       | 59          | 14           | 11           | 9            |
| <b>现金净增加额</b> | 641         | 1232         | 1929         | 2087         |                 |             |              |              |              |

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 2011 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