

## 化肥龙头大力发展玻纤及新能源业务

云天化  
600096

### 事件

近日我们调研了云天化本部及重庆 CPIC 子公司。

### 评述

#### 1 尿素和聚甲醛产能扩张，盈利能力稳步提升。

公司作为传统的天然气尿素企业，拥有 76 万吨气头尿素，11 万吨硝酸铵、6 万吨甲醇、50 万吨合成氨、55 万吨复合肥的产能。由于天然气供应不足和价格上升，公司尿素产量和毛利率均受到影响，公司 10 年尿素产量预计大约只为 55 万吨。

公司采取多项措施来减少气头尿素盈利能力波动对公司业绩的影响。

1) 建设煤头尿素项目。公司目前正在建设位于内蒙古地区的金新化工项目，该项目设计产能为 80 万吨煤头尿素，预计在今年下半年能够投产。该项目配套煤炭资源处于建设阶段，短期不能供应煤炭。项目所需煤炭将主要来自公司完全控股的东明矿业，该公司年产煤炭 120 万吨/年，并有扩大产能的潜力，能够完全满足金新化工所需煤炭。按照煤炭吨成本 120 元计算，金新化工尿素成本仅为 1300-1400 元，毛利率达到 30%，将增厚公司 EPS 达到 0.4 元。

2) 水富气改煤项目。该项目计划利用昭通当地煤炭为原料，建设年产 26 万吨甲醇，副产 6500 吨硫磺生产装置。该项目今年年底投产后将完全保障下游聚甲醛所需原料，同时原 6 万吨气头甲醇装置所用天然气能够用于气头尿素生产，提高尿素开工率。

3) 积极发展精细化工产业。公司目前拥有 9 万吨聚甲醛（本部 3 万吨+重庆 6 万吨）及 1 万吨季戊四醇生产能力，其聚甲醛产能占全国产能 30% 以上，聚甲醛下游需求稳定增长，聚甲醛盈利能力明显改善。

#### 2 玻纤业务成为公司主要利润来源

公司目前控股子公司重庆国际复合材料有限公司（CPIC）是全国三大玻纤生产企业之一，拥有 50 万吨各类玻纤生产能力，其产品主要面向电子、风电和汽车领域。目前玻纤业务占到公司营业收入的 40% 以上，毛利润的 50% 以上，成为公司主要的利润来源。

玻纤行业在经历金融危机的低谷之后，在国际经济复苏的大背景下，

维持

增持

分析师：袁舰波

投资咨询执业证书编号：

S0630511010009

联系人：

刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 3 月 11 日

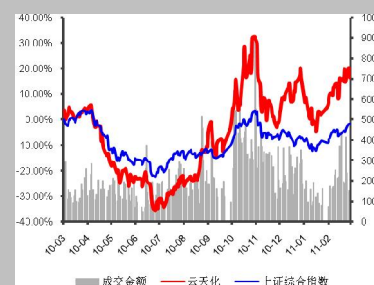
调研：2010 年 3 月 3 日

价格

当前市价：25.8 元

半年目标：31.2 元

股价表现



公司估值

|     | 2009  | 2010 | 2011 | 2012 |
|-----|-------|------|------|------|
| EPS | 0.13  | 0.63 | 1.04 | 1.27 |
| PE  | 198.5 | 40.9 | 24.8 | 20.3 |

注：EPS 为最新股本摊薄后数据

其下游需求也正逐步恢复。目前国内外并无新增玻纤产能投产，并且部分企业在金融危机时关停了部分池窑，造成实际产能下降。由于池窑重新生产需要资金量较大，并且耗时达到半年，玻纤产能短期不会明显增加。我们预计在产能增长缓慢，而需求增速强劲的情况下，玻纤价格将明显上涨。从国际和国内玻纤厂家近期上调玻纤出厂价格也可证实了玻纤行业正逐步走出行业低谷。我们预计在玻纤价格上涨和公司产能逐步释放的情况下，公司玻纤业务盈利能力将大幅上升。公司同时拥有 1.76 亿米的电子布生产能力，按照毛利率 20% 计算，贡献毛利润为 2 个亿。

### 3 新能源业务或成为公司新的利润增长点

公司通过和四川大学等高校合作研发成功了锂电池隔膜生产技术，目前已经进入设备安装阶段，今年有望正式投入市场。目前国内电动车快速发展，锂电池隔膜需求增速达到 25% 以上。由于隔膜技术难度较高，国内仅有少数厂商能够生产，进口依存度较高。若公司产品能够成功进入市场，将明显增厚公司利润。

### 4 非公开增发项目实施后将明显提升公司盈利能力

公司近年来连续建设多项工程，资产负债率处于行业较高水平，其资金压力较大。为了解决公司长期发展所需资金，公司目前准备实施非公开增发项目，预计募集资金总额不超过人民币 185599.22 万元，发行数量不超过 11359 万股（含 11359 万股），所募集资金主要投向公司在建项目，预计将节省公司利息费用达到 7500 万元，增厚 EPS 为 0.11 元。

表 1 非公开募集项目

单位：万元

| 项目名称                                         | 项目总投资     | 拟投入募集资金   |
|----------------------------------------------|-----------|-----------|
| 水富煤代气技改工程                                    | 94690     | 43542.22  |
| 呼伦贝尔金新化工有限公司年产 50 万吨合成氨、80 万吨尿素工程            | 314708.00 | 61200     |
| 珠海富华复合材料有限公司股权收购及年产 30000 吨无碱玻璃纤维池窑拉丝生产线技术改造 | 81073.34  | 30857.00  |
| 偿还银行贷款                                       | 50000.00  | 50000.00  |
| 合计                                           | 540471.34 | 185599.22 |

资料来源：公司公告、东海证券研究所

我们认为公司产能按预期投产后，明显提升公司利润，业绩会快速增长。预计公司 2010、2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.63、1.04、1.27 元，对应 2010、2011 和 2012 年的 PE 为 40.9、24.8、20.3 倍，按照 PE 为 30 倍计算，我们给予公司 6 个月目标价为 31.2 元，维持公司“增持”评级

| 资产负债表 (百万元)      | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 利润表 (百万元)          | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 2637         | 2637         | 2637         | 3235         | 营业收入               | 6028        | 7237         | 9055         | 10344        |
| 应收款项             | 942          | 913          | 1190         | 1368         | 增长率                | -21.8%      | 20.1%        | 25.1%        | 14.2%        |
| 存货净额             | 855          | 872          | 984          | 1116         | 营业成本               | 4974        | 5472         | 6530         | 7530         |
| 其他流动资产           | 895          | 918          | 1175         | 1353         | 营业成本 / 营业收入        | 82.5%       | 75.6%        | 72.1%        | 72.8%        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>5328</b>  | <b>5340</b>  | <b>5986</b>  | <b>7072</b>  | 营业税金及附加            | 6           | 9            | 11           | 13           |
| 固定资产             | 13824        | 16491        | 16671        | 15793        | 销售费用               | 162         | 182          | 230          | 265          |
| 无形资产及其他          | 250          | 233          | 217          | 200          | 销售费用 / 营业收入        | 2.7%        | 2.5%         | 2.5%         | 2.6%         |
| 投资性房地产           | 83           | 83           | 83           | 83           | 管理费用               | 428         | 425          | 539          | 637          |
| 长期股权投资           | 19           | 18           | 15           | 12           | 管理费用 / 营业收入        | 7.1%        | 5.9%         | 6.0%         | 6.2%         |
| <b>资产总计</b>      | <b>19504</b> | <b>22165</b> | <b>22972</b> | <b>23160</b> | 财务费用               | 450         | 574          | 599          | 534          |
| 短期借款             | 2006         | 4036         | 1539         | 0            | 投资收益               | 1           | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项             | 941          | 807          | 934          | 1066         | 资产减值及公允价值          |             |              |              |              |
| 其他流动负债           | 545          | 481          | 557          | 640          | 变动                 | (9)         | (12)         | (12)         | (12)         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3492</b>  | <b>5324</b>  | <b>3030</b>  | <b>1706</b>  | 其他收入               | (0)         | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款及应付债券        | 7974         | 7974         | 7974         | 7974         | 营业利润               | (1)         | 564          | 1133         | 1353         |
| 其他长期负债           | 1934         | 2282         | 2628         | 2990         | 增长率                | -100.1%     | -72284%      | 100.7%       | 19.4%        |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>9908</b>  | <b>10256</b> | <b>10602</b> | <b>10964</b> | 营业外净收支             | 31          | 0            | 0            | 0            |
| <b>负债合计</b>      | <b>13399</b> | <b>15580</b> | <b>13632</b> | <b>12670</b> | 利润总额               | 30          | 564          | 1133         | 1353         |
| 少数股东权益           | 1644         | 1752         | 1988         | 2250         | 增长率                | -96.7%      | 1783.2%      | 100.7%       | 19.4%        |
| 股东权益             | 4461         | 4832         | 7352         | 8240         | 所得税费用              | 29          | 85           | 170          | 203          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>19504</b> | <b>22165</b> | <b>22972</b> | <b>23160</b> | 少数股东损益             | (76)        | 108          | 236          | 262          |
|                  |              |              |              |              | 归属于母公司净利润          | 77          | 371          | 727          | 888          |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2009</b>  | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | 增长率                | --          | 380.1%       | 95.8%        | 22.2%        |
| 每股收益             | 0.13         | 0.63         | 1.04         | 1.27         | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 每股红利             | 0.10         | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 经营活动现金流            | 1193        | 1889         | 2557         | 3230         |
| 每股净资产            | 7.56         | 8.19         | 10.50        | 11.77        | 资本开支               | (2206)      | (3920)       | (1856)       | (1096)       |
| ROS              | 1%           | 5%           | 8%           | 9%           | 其它投资现金流            | (0)         | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 2%           | 8%           | 10%          | 11%          | 投资活动现金流            | (2196)      | (3919)       | (1853)       | (1093)       |
| 毛利率              | 17%          | 24%          | 28%          | 27%          | 权益性融资              | 0           | 0            | 1793         | 0            |
| EBIT Margin      | 7%           | 16%          | 19%          | 18%          | 负债净变化              | 2560        | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 20%          | 33%          | 38%          | 37%          | 支付股利、利息            | (59)        | 0            | 0            | 0            |
| 收入增长             | -22%         | 20%          | 25%          | 14%          | 其它融资现金流            | (3356)      | 2030         | (2497)       | (1539)       |
| 净利润增长            | --           | 380%         | 96%          | 22%          | 融资活动现金流            | 1645        | 2030         | (704)        | (1539)       |
| 资产负债率            | 77%          | 78%          | 68%          | 64%          | 现金净变动              | 641         | 0            | (0)          | 598          |
| 息率               | 0.4%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 货币资金的期初余额          | 1995        | 2637         | 2637         | 2637         |
| P/E              | 183.7        | 44.5         | 27.0         | 22.1         | 货币资金的期末余额          | 2637        | 2637         | 2637         | 3235         |
| P/B              | 3.2          | 3.4          | 2.7          | 2.4          | 企业自由现金流            | (575)       | (1556)       | 1199         | 2577         |
| EV/EBITDA        | 22.5         | 19.3         | 13.3         | 11.2         | 权益自由现金流            | (1372)      | (14)         | (1807)       | 584          |

## 作者简介

## 评级定义

|               |                                    |
|---------------|------------------------------------|
| <b>市场指数评级</b> | 看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%       |
|               | 看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%— 20%之间   |
|               | 看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%       |
| <b>行业指数评级</b> | 超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%   |
|               | 标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%— 10%之间 |
|               | 低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%   |
| <b>公司股票评级</b> | 买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%     |
|               | 增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%— 15%之间   |
|               | 中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%— 5%之间     |
|               | 减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%— 15%之间    |
|               | 卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%     |

## 风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

## 免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 联系方式

|                        |                        |
|------------------------|------------------------|
| <b>北京 东海证券研究所</b>      | <b>上海 东海证券研究所</b>      |
| 中国 北京 100089           | 中国 上海 200122           |
| 西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F | 世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F |
| 电话：( 8610) 66216231    | 电话：( 8621) 50586660    |