

云天化 (600096) /9.38 元

估值偏低，股改将成为上涨催化剂

翁 健  
86-755-82940792  
Wengjian@ccs.com.cn

周期性投资品 · 化工

估值区间：9.33-11.40 元

强烈推荐 A(维持)

云天化中期业绩符合预期，下半年有望实施股改，继续维持强烈推荐评级。

- **增长趋势良好，业绩符合预期。**云天化上半年主营收入增长 52%，净利润增长 56%，显示了很好的成长性，每股收益 0.64 元，符合我们的盈利预期，增长主要源于尿素和硝酸价格大幅上升和玻纤销量增长 32%。
- **化肥收入占比降至 50%，业务结构得到完善。**公司按计划如期在今年上半年将玻纤产能扩充至 10 万吨/年，显示了公司管理层很好的战略执行能力，也使化肥收入占比下降到 50%左右，完善了业务结构，使公司成为综合性化工企业，抗单一行业周期波动能力加强。
- **继续扩充玻纤和聚甲醛产能，准备 50 万吨/年合成氨项目。**最近几年玻纤和聚甲醛业务毛利率始终维持在 30%左右，显示了良好的盈利能力和稳定性，因此公司计划继续扩产，预计 3 万吨/年电子级玻纤将与明年 1 季度投产，该产品档次和市场价格明显高于原有产品；2 万吨/年聚甲醛估计也能够在明年下半年投产；此外，公司计划增发募集资金新建 50 万吨/年煤头合成氨项目，该项目毛利率明显低于现有业务，对此我们持谨慎态度，但急于增发股票有利于加速公司股改进程和提高对价水平。
- **尿素价格呈现政策性见顶，受人民币升值负面影响有待观察。**尿素价格因限价和出口征税 30%而呈现见顶迹象，但因高煤价而继续维持高位；长期来看，若人民币持续升值对公司各项业务均不利，短期来看，因 50%以上玻纤出口，其毛利率有可能出现下滑。
- **股改将成为上涨催化剂，维持强烈推荐评级。**微调盈利预测，经营自由现金流折现模型显示公司估值区间在 9.33 ~ 11.39 元/股之间，相当于可转债全部转股后的 8.06 ~ 9.84 倍 PE，目前处于估值下限，预计半年内公司将实施股改，估计在 10 送 3 股左右，因此继续维持**强烈推荐**评级，预计目标价 11.2 元。

上证指数：1072.81

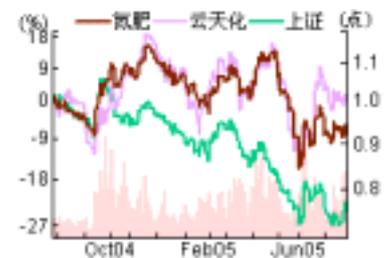
#### 股本数据

A 股总股本(万)	51,876
流通 A 股(万)	17,012
流通市值(亿)	15.96

#### 股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	-11.2	-4.6
6 个月(%)	1.2	13.7
1 年(%)	1.6	24.3
52 周波动(元)	7.60-11.14	

#### 股价走势



资料来源：招商证券

#### 相关研究

行业政策性见顶，下半年增长趋缓  
6/30/2005  
云天化年报分析  
2/1/2005  
业绩增长超出预期  
8/10/2004

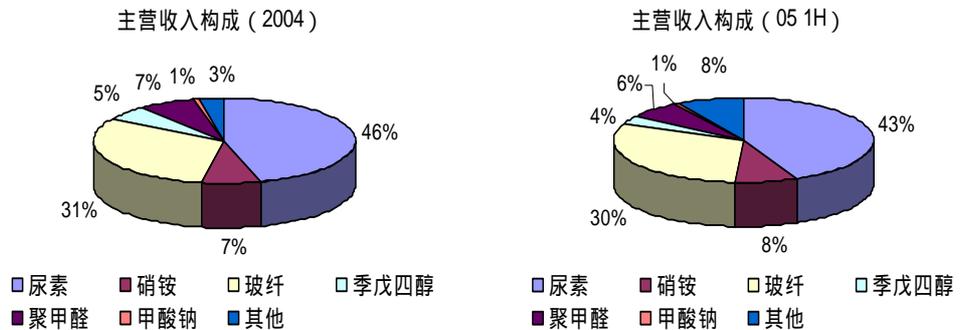
#### 主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(亿元)	185,856	252,347	281,895	308,032
同比增长率(%)	36.01	35.78	11.71	9.27
营业利润(亿元)	54,692	75,433	79,069	82,167
同比增长率(%)	121.96	37.92	4.82	3.92
净利润(亿元)	47,881	62,158	62,039	64,672
同比增长率(%)	139.32	29.82	-0.19	4.24
主营利润率(%)	41.82	40.24	38.06	36.45
营业利润率(%)	29.43	29.89	28.05	26.67
净利润率(%)	25.76	24.63	22.01	21.00

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.731	1.158	1.155	1.204
每股净资产(元)	3.10	4.91	5.60	6.32
净资产收益率(%)	23.54	23.60	20.62	19.03
每股股息(元)	0.40	0.46	0.46	0.48
股息收益率(%)	4.26	4.95	4.94	5.14
负债率(%)	46.39	39.70	37.59	35.64
P/E(倍)	12.81	8.08	8.10	7.78
P/B(倍)	3.02	1.91	1.67	1.48
EV/EBITDA(倍)	8.90	5.06	4.77	4.48

## 一、尿素占比逐年下降，公司已转型为综合性化工企业

图 1：公司主营收入构成



资料来源：云天化

云天化在证券市场中一直被视为化肥股票，但随着近几年公司在玻纤、聚甲醛等领域投资成功，化肥业务收入占比已经下降 50% 左右，而玻纤和聚甲醛的收入占比达 40% 左右，两者的毛利率也稳定在 30% 以上，已经成功的转型为综合性化工企业，可以有效降低行业波动风险。由于当地天然气供应比较紧张，继续扩产尿素基本不可能，因此公司在战略上继续加大对玻纤和聚甲醛的投资力度，预计明年初 3 万吨/年电子级玻纤投产，下半年聚甲醛扩产 2 万吨/年，预计 2007 年两者收入占比可达 50% 左右。此外，公司还计划投资 23.4 亿元新建 50 万吨/年煤头合成氨装置，按权益法公司应当承担 12.2 亿元，该项目是为集团公司提供生产磷铵的原料，目前煤头合成氨毛利率仅为 20% 左右，项目前景并不乐观，预计该项目有望在 2007 年建成。

## 二、财务分析 - 盈利稳定，经营效率提升

总体来看，公司各项财务指标表现均比较正常，在销量和产品价格同时上涨的情况下，盈利能力与 2004 年保持稳定，公司收入和利润均实现 50% 以上的增长速度。随着公司募集资金项目的逐步投产和产品价格上涨，总资产周转率和固定资产周转率都实现持续增长，经营效率在提升，应收帐款和存货周转率也稳步提升，特别是预收帐款大幅增长达到 3.6 亿元，显示公司产品市场需求非常旺盛。公司管理费用率大幅下降，其绝对值甚至没有随收入增长而增长，显示公司良好的费用控制能力。此外，公司在上半年预提大修费用 1884 万元，相当于每股收益 0.03 元。

**表 1：云天化财务指标分析**

	2002-12-31	2003-12-31	2004-12-31	2005-3-31	2005-6-30
<b>资产状况</b>					
流动资产/总资产	26.71%	38.59%	46.18%	48.71%	41.90%
应收帐款/流动资产	2.84%	7.40%	8.26%	8.71%	10.56%
存货/流动资产	4.62%	5.37%	5.58%	5.71%	5.90%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.15%	54.22%	46.39%	45.28%	48.09%
流动负债/总负债	63.41%	37.48%	46.21%	53.64%	54.96%
流动比率	91.27%	189.90%	215.40%	200.52%	158.51%
速动比率	75.47%	163.47%	189.38%	177.03%	136.21%
利息倍数	8.1	5.7	11.6	14.3	14.3
<b>盈利能力</b>					
毛利率	31.45%	33.28%	41.82%	44.13%	41.81%
营业费用率	2.10%	2.27%	1.59%	3.78%	3.55%
管理费用率	9.11%	9.60%	8.37%	6.24%	5.98%
财务费用	2,452	5,097	5,117	1,453	2,984
净利润率	15.64%	14.64%	25.76%	26.36%	25.13%
净资产收益率	12.71%	14.23%	23.54%	7.13%	14.62%
总资产收益率	6.32%	5.93%	10.48%	3.28%	6.37%
利润现金含量	50.74%	46.86%	68.07%	51.82%	55.99%
<b>经营效率</b>					
总资产周转率	0.45	0.47	0.47	0.51	0.54
固定资产周转率	0.96	0.90	0.98	1.19	1.29
应收帐款周转率	64.32	25.73	17.06	17.46	17.72
存货周转率	6.64	6.19	4.93	5.05	5.43
应付帐款/应收帐款	4.59	1.46	1.34	0.90	0.98
预收帐款/预付帐款	0.28	1.89	0.54	0.82	2.01
预提费用	64	46	62	214	1,884
<b>税收负担</b>					
主营业务税金及附加/收入	0.36%	0.34%	0.34%	0.46%	0.36%
所得税率	15.46%	12.17%	9.72%	11.62%	9.79%

资料来源：云天化

### 三、盈利预测、估值与投资建议

根据公司最近公布的半年报数据，我们微调了公司盈利预测，调整幅度在 5% 以内。

采用经营自由现金流折现 (FCF) 对公司进行估值，假设 2008 年之后公司所得税率上升为 33%，并假设天然气价格市场化，公司 2008 ~ 2014 年平均毛利率为 30%，

计算出公司估值区间为 9.33 ~ 11.40 元, 相当于可转债全部转股后的 8.06 ~ 9.84 倍 PE, 中值 10.37 元, 当前股价位于估值下限, 低于中值 10%, 我们预期公司下半年将进行股权分置改革, 股改方案在 10 送 3 股左右, 因此维持公司强烈推荐 - A 的投资评级, 6 个月目标价 11.2 元。(详见下页表格)

**表 2、云天化盈利预测假设 (万元)**

	2004	05 1H	2005E	2006E	2007E
销量					
尿素	671,019	369,835	700,000	700,000	700,000
硝酸铵	112,797	58,132	120,000	120,000	120,000
玻纤	77,883	50,812	100,000	120,000	130,000
季戊四醇	11,946	5,560	10,000	10,000	10,000
聚甲醛	10,657	6,248	12,000	15,000	25,000
毛利率					
尿素	51.56%	52.95%	51.97%	51.33%	49.66%
硝酸铵	42.95%	63.45%	60.61%	56.67%	53.57%
玻纤	37.77%	35.15%	34.62%	35.00%	36.25%
季戊四醇	5.07%	9.20%	8.54%	5.00%	5.00%
聚甲醛	35.00%	36.88%	35.20%	34.96%	36.59%
合计	42.15%	42.17%	40.59%	38.41%	36.80%

资料来源：云天化，招商证券

**表 3、浙江龙盛 2005 ~ 2007 年盈利预测 (万元)**

	2003	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	136,654	185,856	252,347	281,895	308,032
减：主营业务成本	90,717	107,509	149,929	173,619	194,667
主营业务税金及附加	462	627	883	987	1,078
主营业务利润	45,474	77,721	101,534	107,289	112,287
加：其他业务利润	489	614	500	500	500
营业费用	3,100	2,962	5,047	5,638	6,161
管理费用	13,125	15,565	15,141	16,914	18,482
财务费用	5,097	5,117	6,436	6,235	6,091
营业利润	24,641	54,692	75,411	79,002	82,053
加：投资收益	-280	-379	0	0	0
补贴收入	75	2,649	0	0	0
营业外收入	146	80	0	0	0
减：营业外支出	197	186	200	200	200
利润总额	24,384	56,857	75,211	78,802	81,853
减：所得税	2,967	5,527	8,273	11,820	12,278
减：少数股东损益	1,410	3,450	4,800	5,000	5,000
净利润	20,007	47,881	62,138	61,981	64,575
每股收益	0.373	0.893	1.158	1.155	1.204

资料来源：云天化，招商证券

**表 4、估值假设**

无风险利率	3.60%
行业平均 Beta	1.10
市场风险溢价	8.00%
股东资金成本	12.40%
税后债务成本	3.89%
加权资本成本 (WACC)	10.68%
2008 ~ 2014 年 FCF 增长率	1.25%
长期增长率	0.00%
2008 ~ 2014 年资本支出	20,000
企业总价值 (万元)	739,497
总负债 (万元)	127,265
少数股东权益 (万元)	41,626
股权价值 (万元)	570,606
每股价值 (元)	10.64

**表 5、WACC 和增长率对云天化估值的影响**

		WACC				
		10.00%	10.50%	11.00%	11.50%	12.00%
长期增长率	-2.00%	10.49	10.04	9.62	9.23	8.87
	-1.00%	10.90	10.40	9.94	9.51	9.12
	0.00%	11.39	10.82	10.31	9.84	9.42
	1.00%	11.99	11.34	10.76	10.24	9.77
	2.00%	12.73	11.98	11.32	10.72	10.18

**表 6、WACC 和毛利率对云天化估值的影响**

		08 ~ 14 年平 均每股收益	WACC				
			10.00%	10.50%	11.00%	11.50%	12.00%
毛利率	66.00%	0.82	12.60	11.97	11.39	10.87	10.38
	68.00%	0.74	12.00	11.40	10.85	10.36	9.90
	70.00%	0.66	11.39	10.82	10.31	9.84	9.42
	72.00%	0.59	10.78	10.25	9.77	9.33	8.93
	74.00%	0.51	10.17	9.68	9.23	8.82	8.45

资料来源：招商证券

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	，股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归招商证券所有。