



中国：化工

云天化(600096/62.0元)：审慎推荐

一季度业绩符合预期

中金公司研究部

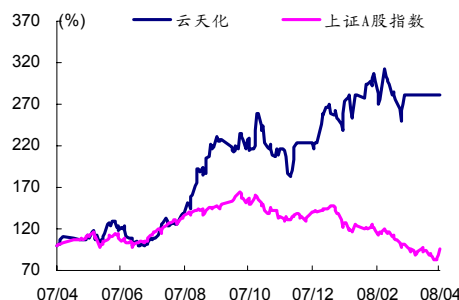
分析员：时雪松 shixs@cicc.com.cn

电话：(8621) 5879 6226

2008年4月28日

主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
主营业务收入	2,676	4,431	6,005	7,876	9,442
(+/-)	44%	66%	36%	31%	20%
主营业务利润	1,101	1,245	1,477	2,113	2,533
(+/-)	42%	13%	19%	43%	20%
净利润	670	586	683	902	1079
(+/-)	40%	-13%	17%	32%	20%
每股盈利(元)	1.27	1.09	1.27	1.68	2.01
市盈率	49.1	56.1	48.7	36.9	30.8
市净率	13.2	11.9	10.0	8.6	7.4
EV/EBITDA	42.1	32.3	30.4	26.6	17.0
每股经营现金流(元)	1.7	1.4	1.9	5.1	4.6
股价/经营现金	35.6	45.7	32.1	12.2	13.6
现金分红收益率	1.6%	1.6%	0.6%	1.1%	1.3%
净资产收益率	26.6%	20.9%	20.6%	23.4%	23.9%
投入资本回报率	24.6%	9.9%	8.7%	12.9%	16.6%



	A股
股票代码	600096.CH
当前股价	人民币62
日成交量(百万股)	-
52周最高价/最低价	人民币70/20.65
发行股数(百万股)	536
其中：流通股(百万股)	210
主要股东(持股比例)	云天化集团有限责任公司(60.81%)

资料来源：公司数据、中金公司研究部

分析和评论：

(1) 公司一季度业绩符合我们预期

云天化股份1季度实现主营业务收入21.42亿元，同比增长78.5%；主营业务利润4.29亿元，同比增长36.1%；净利润1.95亿元，同比增长38.08%，每股盈利0.36元，和我们预期一致。公司增长主要来自于：(1) 今年一季度尿素装置没有检修，开工率高于去年；(2) 玻纤产能的快速增长；(3) 2万吨聚甲醛达产。销售收入增长高于净利润增长，毛利率下滑的原因是化肥分销公司天盟销售增长较快，占比上升(季度业绩对比见表1)。

实现经营现金流1.48亿元，同比增长14%，主要是应收款项和预付款项增加超过应付款项增加。

(2) CPIC 快速增长，集团整合实施中，维持“审慎推荐”。

CPIC高速增长。1季度CPIC实现利润约1.4亿元，同比增长93.2%。目前公司CPIC玻纤产能已经达到30.6万吨，长寿F08线7.5万吨产能和度家坳4.5万吨+1.8万吨也在建设中，预计今年年底投产。公司的部分玻纤质量已经达到国际水准，尽管人民币升值和出口退税取消，公司对玻纤进行了价格上调，维持了毛利率的稳定。全球玻纤需求稳定增长，未来3年CPIC仍将保持高速增长。

天勤公司的7600万M2电子布项目建设顺利，预计年中投产。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。



氮肥业务: 2008 年国家考虑化肥价格的稳定问题, 尿素天然气价格没有上涨, 供应相对充足, 一季度尿素贡献同比有所改善。

天安的壳牌煤气化 50 万吨合成氨装置正在试车中, 公司计划 5 月份出产品。

我们认为未来 3 年公司业绩将稳定增长, 我们维持对 2008 年和 2009 年盈利预测, 维持“审慎推荐”评级。云天化集团整体整合也在实施中, 具体方案公布后, 我们将作详细分析。

表 1: 公司季度和年度业绩对比

(百万元)	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	QoQ	YoY	说明
主营业务收入	1,200	1,840	1,488	1,477	2,142	45.1%	78.5%	同比玻纤产能大幅增加, 2 万吨聚甲醛以及天盟分销量增加
主营业务成本	884	1,468	1,116	1,055	1,712	62.3%	93.6%	
主营业务税金及附加	1	1	1	1	1	-2.1%	31.6%	
主营业务利润	315	371	370	420	429	2.0%	36.1%	天盟分销毛利较低影响
营业费用	27	32	34	40	33	-19.6%	21.3%	规模增大后费用率下降
管理费用	52	60	77	107	65	-39.1%	24.5%	规模增大后费用率下降
财务费用	48	36	35	51	58	14.7%	19.8%	
营业利润	188	240	224	216	274	26.8%	45.7%	
税前利润	191	250	228	219	280	28.0%	47.0%	
所得税	20	25	18	-18	25	n.m.	22.7%	
少数股东损益	32	34	51	43	61	43.1%	93.2%	CPIC 盈利贡献增加
净利润	139	191	159	194	195	0.3%	40.0%	
每股收益 (元)	0.26	0.36	0.30	0.36	0.36	0.3%	40.0%	
财务比率	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	QoQ	YoY	
毛利率	26.3%	20.2%	25.0%	28.6%	20.1%	-8.5%	-8.5%	天盟分销增加, 玻纤比重上升, 平均毛利率下降
营业利润率	15.6%	13.0%	15.0%	14.6%	12.8%	-1.8%	-1.8%	
净利润率	11.6%	10.4%	10.7%	13.1%	9.1%	-4.1%	-4.1%	
营业费用率	2.2%	1.8%	2.3%	2.7%	1.5%	-1.2%	-1.2%	
管理费用率	4.4%	3.2%	5.2%	7.2%	3.0%	-4.2%	-4.2%	
财务费用率	4.0%	2.0%	2.4%	3.4%	2.7%	-0.7%	-0.7%	

资料来源: 公司数据、中金公司研究部



表 2: 财务数据和预测

(百万元)	2004A	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E
损益表						
主营业务收入	1,859	2,676	4,431	6,005	7,876	9,442
主营业务成本	1,075	1,568	3,181	4,523	5,754	6,899
主营业务利润	777	1,101	1,245	1,477	2,113	2,533
营业利润	547	751	756	867	1,424	1,803
利润总额	569	791	758	888	1,424	1,803
净利润	479	670	586	683	902	1,079
现金流量表						
经营活动产生之现金流	703	916	728	1,035	2,723	2,451
投资活动产生之现金流	-691	-579	-2,498	-3,334	-783	-570
筹资活动产生之现金流	381	328	1,315	2,845	-452	-387
现金及现金等价物净增加额	399	664	-452	541	1,488	1,494
资产负债表						
流动资产	2,110	3,030	2,068	3,372	5,423	7,431
长期投资	35	35	15	15	15	15
固定资产	2,387	2,781	6,449	9,257	9,475	9,325
无形资产及其他资产	38	26	147	156	149	141
流动负债	980	1,486	1,848	3,241	4,850	5,715
长期负债	1,141	1,399	2,849	4,666	4,426	4,256
少数股东权益	416	464	1,181	1,601	1,952	2,459
股东权益	2,034	2,524	2,799	3,321	3,862	4,509
财务指标						
毛利率	42%	41%	28%	25%	27%	27%
净利率	26%	25%	13%	11%	11%	11%
净资产收益率	24%	27%	21%	21%	23%	24%
股息收益率	1%	1%	1%	1%	1%	1%
净债务/股东权益	-1%	-3%	76%	110%	49%	4%
资产负债率	46%	49%	54%	62%	61%	59%
流动比率	2.15	2.04	1.12	1.04	1.12	1.30
速动比率	1.89	1.83	0.84	0.71	0.88	1.06

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲6号
凯德大厦1层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期23楼2314室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。