

化工/化学制品/氮肥

云天化 (600096)

增持

估值偏低，增发、天然气等因素不应成为估值压力。

维持不变

2004 年 12 月 3 日

公司研究/深度研究

市场数据：

收盘价 (元)	10.66
一年内最高/最低 (元)	14.15/8.92
上证指数/深证成指	1337/3225
市净率	2.99
息率 (分红/股价)	0.7%
流通市值 (万元)	168816

注：息率按最近一次分红计算

基础数据： 2004 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	3.56
资产负债率%	59
总股本/流通 A 股 (万股)	50031/15168
流通 B 股/H 股 (万股)	0/0

相关研究：

《氮肥类上市公司中期业绩展望》

2004 年 7 月 13 日

《云天化中报点评》

2004 年 8 月 10 日

《基础化工类重点上市公司季报前瞻》

2004 年 10 月 8 日

分析师

郑治国

(8621) 63295888 × 452

zhengzhiguo@sw108.com

联系人

林珍

(8621) 63295888 × 447

linzhen@sw108.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

http://www.sw108.com

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	主营业务收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营业务利润率	净资产收益率	市盈率
2003A	1367	40	200	30.7	0.54	33.3	14	20
2004E	1873	37	475	137	0.89	44.1	28	12
2005E	2150	15	548	15	1.02	44.0	32	10
2006E	2585	20	615	12	1.15	41.9	34	9
2007E	3443	33	756	23	1.41	37.6	36	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

04 年后的 EPS 是考虑可转债全部转股后的总股本进行摊薄，不考虑增值税返还的 EPS

投资要点：

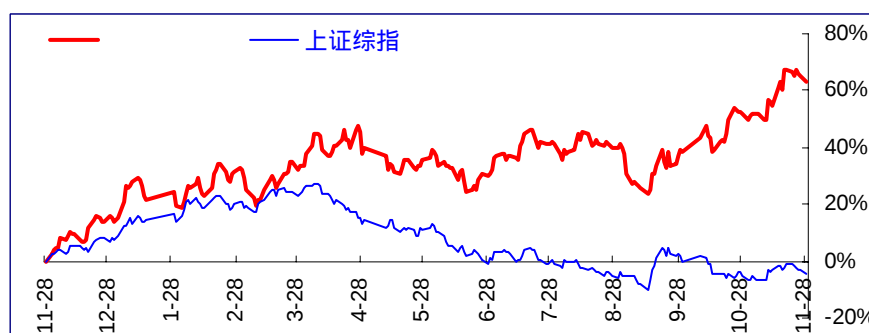
● 公司作为一家生产成本最低，信息透明度最高的大氮肥生产企业，在暂不考虑增值税返还的积极影响下，在进军盈利前景看好的电子级玻纤细纱增加效益，天盟农资连锁公司降低流通成本等因素的影响下，公司未来两年净利润能够维持 15% 以上的增速。

● 由于公司的增发材料并没有送至证监会，估计最快也要于 05 年一季度送达证监会，再考虑到审核及排队发行因素，估计公司增发在 05 年实施的可能性不大，因此不会对于公司 05 年 EPS 进行摊薄。

● 我们认为，天然气价格即便上调，从历史角度、国家政策及天然气氮肥企业的谈判能力等方面来看，幅度也不会太大，若只上调 0.10 元，则只会减少 EPS 0.10 元左右，对于公司经营效益影响不大。

● 我们认为公司 05 年合理市盈率至少可以达到 14 倍以上，按目前股价测算，尽管离前期的推荐已有近 20% 的涨幅，但目前股价并没有反映公司投资价值，仍然有近 30% 的上涨幅度，继续维持增持的投资建议。

一年内股价与大盘对比走势：



投资摘要

关键假设点

2005 年化肥行业的景气度仍然将保持在较高位置，尿素平均价格达到 1680 元/吨，同比上涨 5%。

公司未来两年的增加的 4 万吨电子级玻璃纤维细纱及 2 万吨聚甲醛(POM)的扩产能够按计划顺利完成。

我们与大众舆论的不同之处

天然气价格即便上调，幅度也不会太大。首先，从国家政策历年对于农资企业的支持来看，农资用天然气价格上调的幅度不会太大。其次，从云天化历史调价情况来看，02、03 年前两次分别上调了 0.025、0.037 元/立方米，估计即便上调也不会出现较的涨幅。最后，天然气为原料的化肥企业仍然是我国天然气重要的客户之一，化肥用天然气能够占到我国天然气消费量的 15%以上，化肥企业对于上游企业仍然有较大的侃价能力，也决定了天然气出现上调的幅度也有限。

公司未来扩产的玻璃纤维以电子级玻纤细纱为主，盈利将高于大众的预期。公司 04 年年底投产的 3 万吨玻璃纤维中有 1 万多吨细纱产品，另外公司 05 年年底投产的 3 万吨也全部为细纱产品，由于目前细纱产品的平均售价较普通粗纱产品高近 1 万元，毛利率也较粗纱高 10 个百分点以上，因此公司 05 年、06 年玻璃纤维的盈利将会高于预期。

增发将不会对于公司 05 年业绩产生摊薄。由于公司增发材料并没有送至证监会，估计最快也要于 05 年一季度送达证监会，再考虑到审核及排队发行因素，估计公司增发在 05 年实施的可能性不大，不会对于公司 05 年 EPS 进行摊薄。

估值和投资建议

公司 05 年合理市盈率至少可以达到 14 倍以上，按目前股价测算，公司目前股价并没有反映公司投资价值，仍然有近 30%的上涨幅度，继续维持增持的投资建议。

股票价格表现的催化剂

公司有望于 2005 年 1 月较早公布的 2004 年优异年报将成为公司股票价格上涨的催化剂。

核心假定的风险

由于公司的主要原材料是天然气，尽管目前通过委托加工尿素的形式同中石油西南油气田分公司保持着良好的业务关系，但天然气供应的紧张状况，天然气价格能否上调及上调的幅度若远远高于预期，必然会对于生产经营产生不利影响，是公司重要的投资风险。

1、公司氮肥生产成本最低

在氮肥类上市公司中，作为一家以天然气成本为原料的氮肥类上市公司，不但其氮肥的生产成本明显低于煤头类氮肥企业，而且其经过 2003 年技术改造后，其吨氨消耗天然气只有 890 立方米，明显低于其他气头类 1000 多立方米的消耗量，从而使其氮肥的生产成本也明显低于其他气头类氮肥企业。

目前公司的氮肥生产成本只有 700 元左右，在所有氮肥类上市公司中最低，使公司保持较高的竞争力，不但能够在行业景气度高涨时获得超额收益，而且即便当行业景气低迷时，也可以较其他公司规避价格下跌风险。

2. 公司立足化肥主业，大力发展玻璃纤维和有机化工产业

表 1：公司主要产品产能变化

产能（万吨）	2001	2002	2003	1H2004	3Q2004	2004E	2005E	2006E	2007E
合成氨	36	36	49.5	49.5	49.5	49.5	49.5	49.5	99.5
尿素	56	56	76.2	76.2	76.2	76.2	76.2	76.2	76.2
玻璃纤维	0.75	2.75	5.75	6.80	6.8	9.8	10.8	13.8	13.8
硝酸铵	11	11	11	11	11	11	11	11	11
季戊四醇	1	1	1	1	1	1	1	1	1
聚甲醛	1	1	1	1	1	1	1	3	3
复合肥				10	10	10	10	10	10

资料来源：公司报告及调研数据

图 1：公司主营业务收入构成

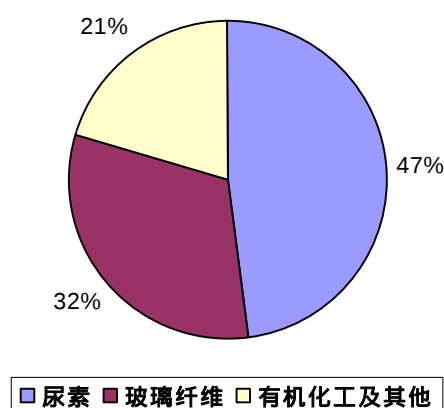
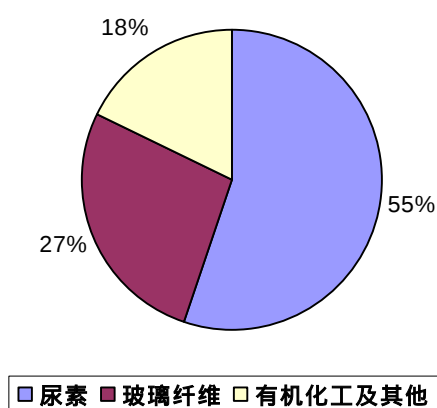


图 2：公司主营业务利润构成



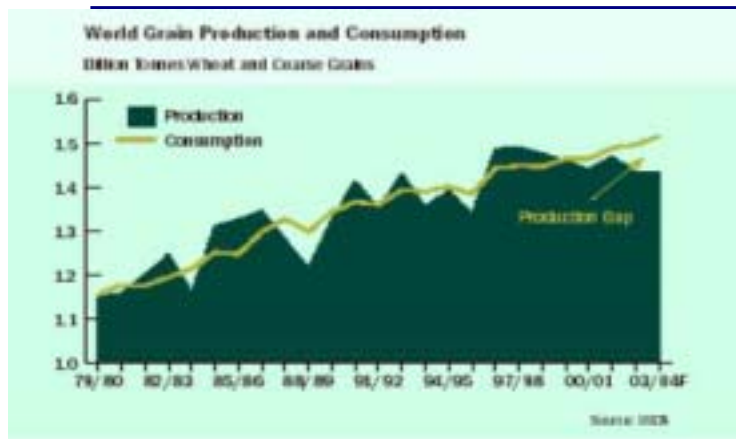
资料来源：2004 年 3 季度报数据整理

3. 借行业东风，公司氮肥盈利能力快速增长

3.1 全球闹粮荒，氮肥的需求增长率将明显提高

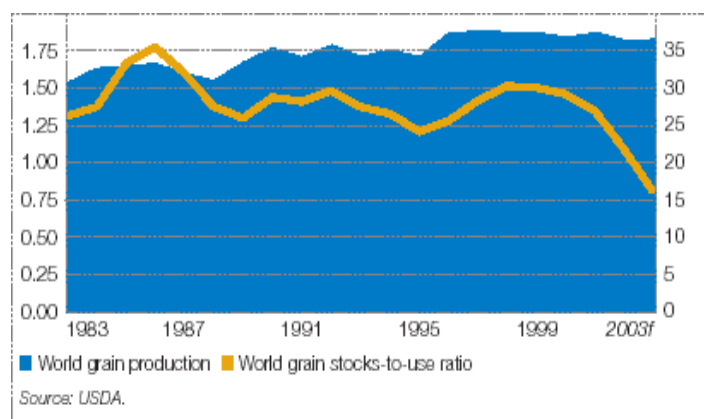
2003 年以来全球粮食缺口日益扩大，其中 2003 年的以来全球粮食的库存量与消费量的比例为 0.75，创下了近 20 年来的新低。为了解决粮食短缺的困难，积极扩大粮食种植面积已经成为各国政府必须要解决的重大问题。

图 3：全球粮食供需变化



资料来源：USDA

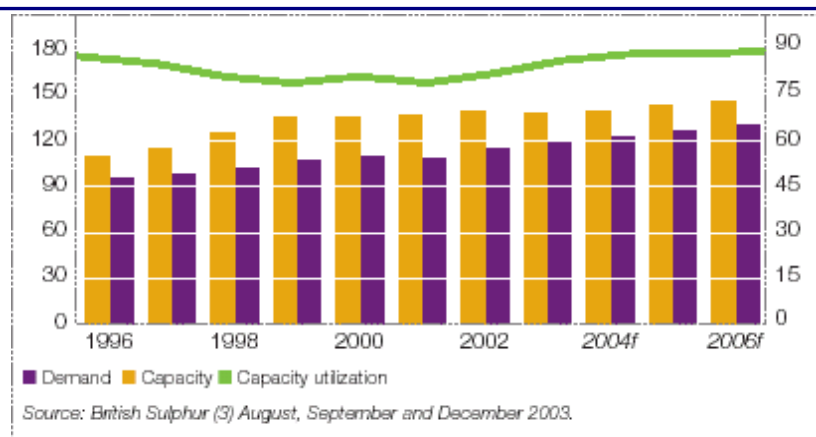
图 4：全球粮食产量、库存量对于消费量比率



资料来源：USDA

在种植面积有望扩大的背景下，估计全球对于氮肥的需求将会稳步提高，估计未来两年的全球对于氮肥的需求量的增长率将会保持 2% 以上的增长速度，增长速度将会获得明显提高。

图 5：全球氮肥供需

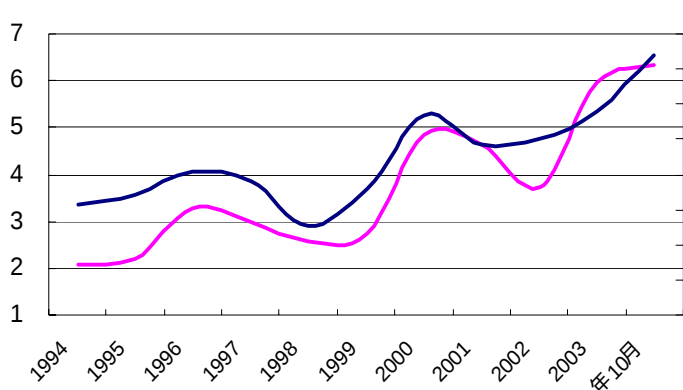


资料来源：USDA

3.2 国际能源价格居高不下，我国氮肥行业竞争力明显提升

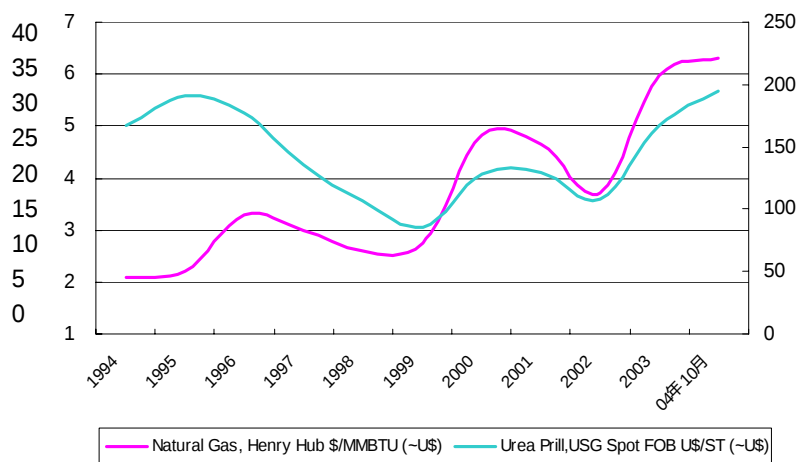
目前世界氮肥总产能达到 9000 万吨，其中中国（2400 万吨）、美国（1200 万吨）、印度（900 万吨）是主要的氮肥生产国。由于受近几年国际原油价格持续上涨的影响，天然气价格也出现快速提高，从而使以美国以天然气为原料的大氮肥企业成本明显上升，使一些氮肥企业出现停工，根据 P0T 公司年报披露的数据测算，1999 年以来大约有 350 万的氮肥装置陆续停产，尤其是 2003 年下半年以来，美国氮肥企业的开工率明显不足，国际尿素的出现短缺，从而造成了国际尿素价格出现明显上涨。

图 6：国际原油及美国天然气价格波动



资料来源：BLOOMBERG、DATASREAM

图 7：美国天然气及尿素价格波动



资料来源：BLOOMBERG、DATASREAM

在美国等氮肥企业面临天然气成本上涨的不利影响下，而我国的氮肥企业凭借其相对低廉的无烟煤和天然气的计划定价，氮肥企业的国际竞争力明显增强，出口量明显上升，从而也使国内的氮肥供给出现相对短缺，也拉动了国内氮肥价格出现上涨，从而使国内氮肥企业的盈利能力快速增长，行业景气度明显提高。

图 8：我国氮肥使用量（折纯量）

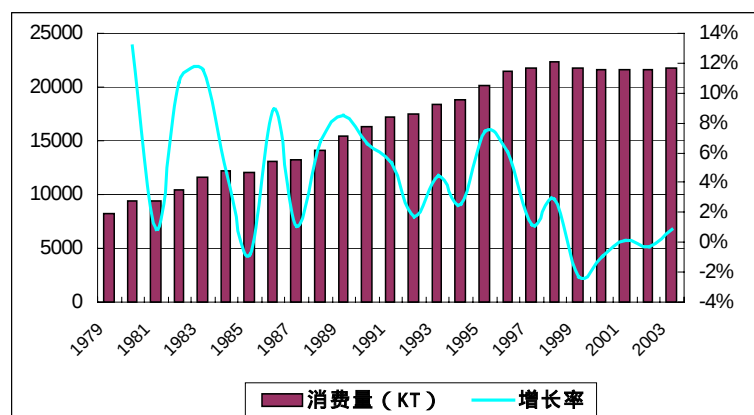
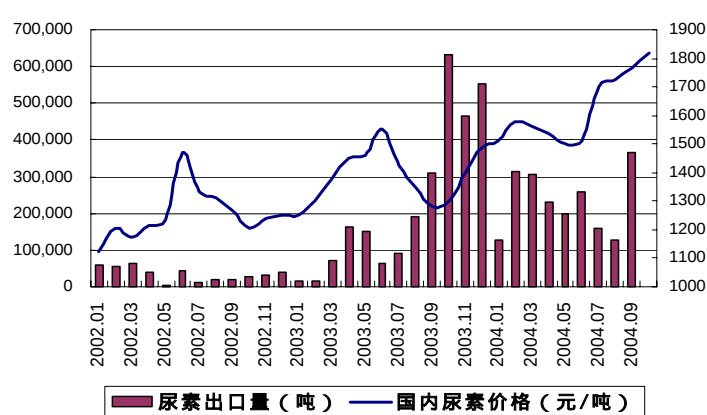


图 9：国内尿素出口量及价格波动



资料来源：CEIC

资料来源：CEIC、《中国石油化工经济分析》

若 2005 年原油价格不低于 35 美元/桶，使我国的氮肥企业仍然会维持较强的国际竞争力。

我们仍然看好氮肥行业 2005 年的经营效益，估计 2005 年氮肥企业的平均价格将会达到 1680 元/吨（以《石油化工经济分析》提供的统计数据为参照），同比增长 5%以上。首先，在国际粮食巨大缺口的背景下，种植面积的扩大必然会对于氮肥的需求量保持稳步增长态势。其次，估计 2005 年原油价格难以大幅下跌，若 2005 年原油价格不低于 35 美元/桶，则美国等氮肥企业必将面临着天然气成本上涨的不利影响，从而使美国的氮肥企业的开工率难以上升，从而使我国的氮肥企业仍然会维持较强的国际竞争力。最后，由于目前氮肥价格较高，部分经销商不敢进行大批量冬储，另外，目前国内氮肥企业现在也忙于出口，企业的冬储量也不足，根据中国化工报报道，截止到目前四川地区的冬储量同比下降 30%以上。冬储量的明显下降必然会造成明年开春氮肥的相对短缺，很可能 2005 年春天氮肥会继续上演 04 年春天氮肥“淡季不淡，价格上涨”的一幕。

3.3 与行业共成长，公司尿素盈利继续维持高位

云天化 03 年下半年完成的氮肥技术改造不但能够使公司 04 年氮肥产量达到 76 万吨，同比增长 20%以上，而且在氮肥行业景气度明显上升的背景下，公司氮肥的销售价格及毛利率也获得了明显上涨，其中公司氮肥 2004 年毛利率将达到了 50%以上，同比提高 15 个百分点，大大提高了云天化的盈利能力。

尽管公司氮肥产量在未来几年将保持稳定，但考虑到上述关于 05 年氮肥行业景气度的判断，我们认为公司 2005 年尿素的毛利率将会达到 53%，同比提高 0.5 个百分点，从而能够使公司 05 年氮肥实现的主营业务利润同比增长 2%以上，实现平稳增长。而 2005 年之后，考虑到氮肥产品有望出现小幅回落，估计公司 2006 年、2007 年氮肥产品实现的主营业务利润将会略有回落。

图 10：公司尿素产销量

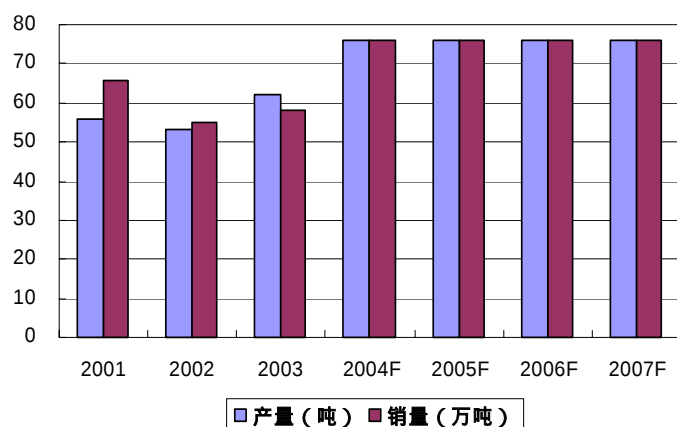
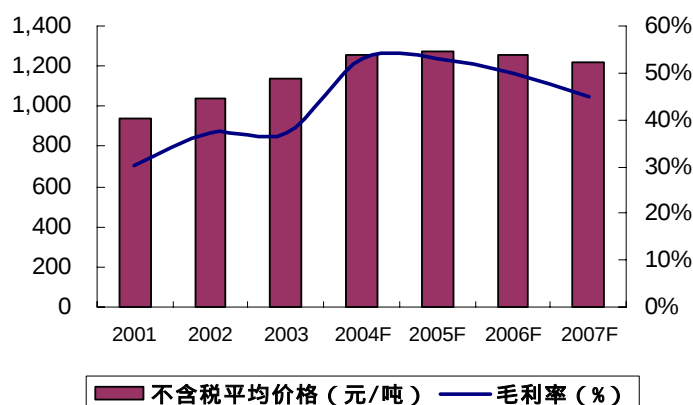


图 11：公司尿素平均售价及毛利率



资料来源：公司报告、申银万国证券研究所

资料来源：根据公司年报整理、申银万国证券研究所

4. 玻璃纤维(电子级)是公司未来两年盈利的主要增长点

4.1 国内电子级玻纤细纱缺口巨大

目前世界玻璃纤维的总需求量在 300 万吨左右,我国的需求量在 45 万吨左右,其中国内主要用于覆铜箔板的电子级玻纤细纱的需求量在 8-10 万吨左右,但就电子级玻纤细纱的供给来看,目前国内的总产量不过 2 万多吨,供需缺口巨大。

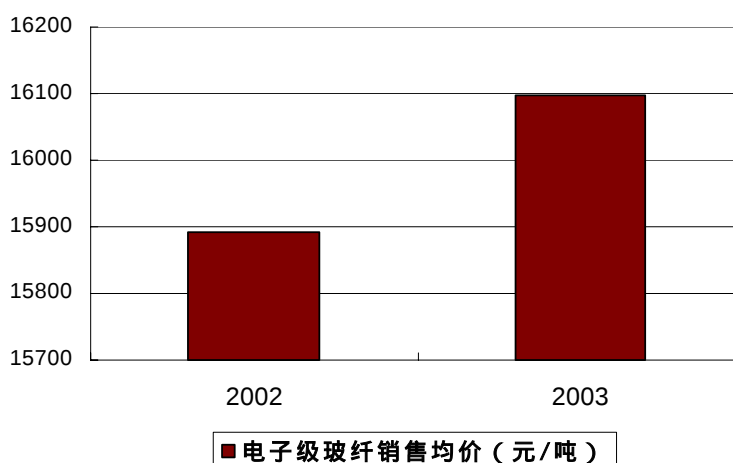
4.2 电子级玻璃纤维是公司未来两年扩张的重点

随着公司可转债募集项目之一——第二条三万吨玻璃纤维年底的投产,再加上公司收购的重庆玻璃纤维厂,公司 2005 年玻璃纤维生产能力将由目前的 6.8 万吨达到 10.8 万吨,另外,公司 2005 年底拟投产的另外 3 万吨玻璃纤维生产线(主要是电子级细纱产品)将使公司 2006 年玻璃纤维生产能力达到 13.8 万吨,从而保证了公司未来两年的玻璃纤维产销量保持快速增长,具体生产量详见图 13。

公司 2004 年年底投产的 3 万吨玻璃纤维中有 1 万多吨细纱产品,另外公司 2005 年年底投产的 3 万吨也全部为细纱产品,由于目前细纱产品的平均售价较普通粗纱产品高近 1 万元,毛利率也较普通粗纱产品高 10 个百分点以上,因此我们预测公司 05 年、06 年玻璃纤维的平均售价及产品毛利率将会获得明显提高,详见图 14。

公司后续投产的玻纤中,盈利能力高的细纱产品的占比将会明显增加。

图 12: 台湾玻璃集团电子级玻纤平均售价



资料来源:台湾玻璃集团年报

图 13：公司玻璃纤维产能及产量

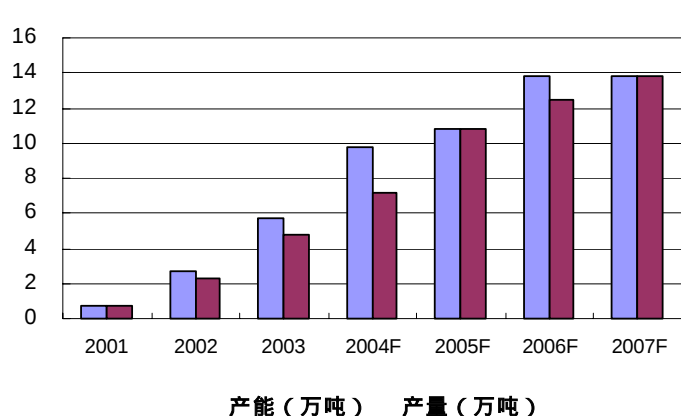
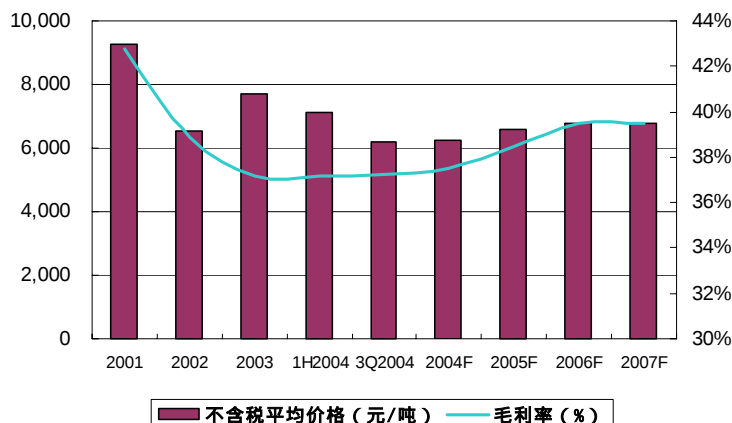


图 14：公司玻璃纤维平均售价及毛利率



资料来源：公司报告、申银万国证券研究所

资料来源：根据公司年报整理、申银万国证券研究所

综上所述，我们认为公司玻璃纤维的主营业务利润的未来几年的增长率将会达到 30% 以上，是公司未来两年经营效益增长的主要动力之一。

5. 增发项目将会进一步增加公司 06 年、07 年经营效益

公司作为增发募集资金之一的 2 万吨聚甲醛项目目前正在进行中，估计公司将于 2005 年年底投产，从而在 2006 年后产生效益。

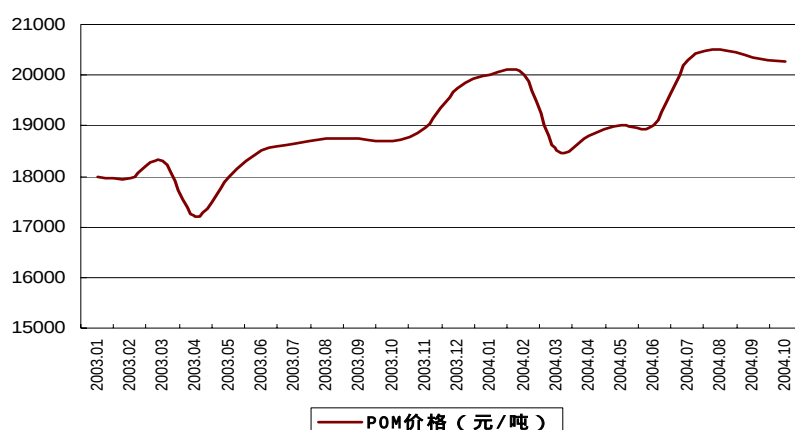
5.1 2 万吨 POM（聚甲醛）有望于 06 年产生效益

公司作为增发募集资金之一的 2 万吨聚甲醛项目目前正在进行中，估计公司将于 2005 年年底投产，从而在 2006 年后产生效益。

聚甲醛作为一种新兴的通用型热塑性工程塑料，目前世界聚甲醛总生产能力约为 80 万吨，并由赫斯特 - 塞拉尼斯公司、杜邦公司、巴斯夫公司和三菱瓦斯四家公司垄断（四家产能占全球的 83%），就消费来看，近年世界聚甲醛消费量年均增长率约为 5%。

目前国内仅三套 POM 装置，云天化是唯一万吨级装置，另外是原上海溶剂厂的 1900 吨装置，吉化公司石井沟化工厂的 800 吨装置，但由于装置工艺技术落后、规模小、运行成本高，产品质量不稳定，现均已停产。与之相反的是近年国内聚甲醛的消费量增长很快，市场绝对规模从 1 万—2 万吨发展到近 10 万吨。预期在下游汽车工业的拉动下，2005 年的需求将达到 12 万吨以上，国内供需缺口巨大，从而使公司扩产的 2 万吨聚甲醛面临着巨大的发展空间。

图 15：国内聚甲醛产品价格



资料来源：《中国石油化工经济分析》

根据目前 POM 的市场价格和盈利状况，我们保守预测，该项目将会增加公司 2006 年销售收入 3 亿元以上，增加销售毛利 7000 万元以上，也是公司 2006 年年经营效益同比增长的主要原因之一。

5.2 50 万吨合成氨有望于 07 年产生效益

公司的另一个募集资金项目公司 50 万吨合成氨将于 2006 年年底投产，从而有望在 2003 年产生效益。50 万吨合成氨项目的产品主要供应集团的控股子公司——三环嘉吉公司生产磷复肥。我们预计该项目将于 2007 年给公司至少带来 8 个多亿的销售收入，1 亿元左右的净利润。

6. 盈利预测

根据上述关于公司主营业务分析，并根据如下情况，我们初步估算出公司未来两年的经营效益，见表 2。

情况一：根据调研，我们保守预测，公司于 2004 年 8 月 6 日投资成立的云南天盟农资连锁有限公司将会为公司 05 年以后几年年增加 1500 万元以上的净利润，即公司每吨尿素可以从流通领域取得 25 元的净利润。

表 2：公司未来几年盈利预测

单位：万元

项目		2003A	2004E	2005E	2006E	2007E
一、主营业务收入	97,861	136,654	187,260	215,500	258,460	344,260
其中：尿素	56,940	66,098	95,760	96,520	95,760	92,720
玻璃纤维	14,980	35,972	45,000	71,280	85,000	93,840
POM 等有机化工	25,941	34,584	46,500	46,500	76,500	76,500
减：主营业务成本	66,733	90,717	104,150	119,642	149,413	213,877

其中：尿素	35,741	41,502	45,103	44,882	47,880	50,996
玻璃纤维	9,153	23,604	28,125	43,837	51,425	56,773
POM 等有机化工	22,069	25,611	30,923	30,923	50,108	50,108
主营业务税金及附加	355	462	650	750	870	1,050
二、主营业务利润（亏损以“-”号填列）	30,773	45,475	82,460	95,109	108,178	129,333
加：其他业务利润（亏损以“-”号填列）	416	489	500	500	500	500
减：营业费用	2,050	3,100	4,000	4,200	5,200	6,800
管理费用	8,915	13,125	14,000	16,200	19,500	24,500
财务费用	2,452	5,097	6,000	7,300	7,400	6,000
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	17,772	24,642	58,960	67,909	76,578	92,533
加：投资收益（亏损以“-”号填列）	(599)	(280)	(266)	0	0	0
补贴收入	1,549	75	41	0	0	0
营业外收入	15	146	45	0	0	0
减：营业外支出	3	197	212	0	0	0
四、利润总额（亏损以“-”号填列）	18,734	24,386	58,568	67,909	76,578	92,533
减：所得税	2,897	2,967	7,500	8,500	9,500	11,200
少数股东权益	534	1,410	3,560	4,600	5,600	5,750
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	15,303	20,009	47,508	54,809	61,478	75,583
六、每股收益（元）	0.42	0.37	0.89	1.02	1.15	1.41

资料来源：公司报告、申银万国证券研究所

注：公司预测的 EPS 是考虑公司目前的可转债全部转股票后的总股本进行摊薄

增值税的顺利返还将会进一步增加公司经营效益。

此外，公司作为国家农业政策重点支持的化肥企业，还享受尿素增值税先征后返 50% 的政策优惠，若考虑到公司 2004 年及 2005 年尿素增值税先征后返 50% 的将分别于 05 年、06 年获得补贴收入 1800 万元，公司 2005 年、2006 年的 EPS 将分别达到 1.06 元、1.18 元。

7. 天然气价格变动对于公司效益的敏感性分析

天然气是公司主要的原材料，公司每年耗用天然气 5.6 亿立方米，其中 4.7 亿立方米为计划内定价为 0.675 元/立方米，剩余的 9000 万立方米为计划外价格，每立方米天然气平均价格为 0.81 元。若天然气价格发生变化变动必然会对公司经营效益产生较大影响。

表：天然气价格变动对于公司效益的敏感性分析

天然气价格变动（元/立方米）	-0.20	-0.10	0	+0.10	+0.20	+0.50	+1.00
05 年 EPS（元/股）	1.22	1.13	1.02	0.94	0.84	0.56	0.09
06 年 EPS（元/股）	1.34	1.25	1.15	1.06	0.97	0.69	0.22

07 年 EPS (元/股) 1.61 1.52 1.41 1.33 1.23 0.95 0.48

资料来源：公司报告、申银万国证券研究所

注：敏感性分析的 0 基准为公司目前执行的天然气采购价格。

我们认为,天然气价格即便
上调,幅度也不会太大,对
于公司经营效益影响不大。

在国际原油及天然气价格上涨的背景下,尽管公司有可能面临着天然气原材料上涨的压力,但我们认为即便上涨,涨幅也不会太大,估计不会超过 0.1 元/立方米,基于以下几个理由:首先,从国家政策历年对于农资企业的支持来看,对于农资用天然气价格上调的幅度不会太大。其次,从云天化历史调价情况来看,2002、2003 年前两次分别上调了 0.025、0.037 元/立方米,因此估计即便上调也不会出现较大的涨幅。最后,天然气为原料的化肥企业仍然是我国天然气重要的客户之一,化肥用天然气能够占到我国天然气消费量的 15%以上,因此,化肥企业对于上游企业仍然有较大的侃价能力,也决定了因此天然气出现上调的幅度也有限。

8. 投资风险揭示

天然气供应状况,天然气价格
能否上调及上调的幅度若远
高于预期,必然会对于公司
生产经营产生不利影响,是重
要的投资风险。

由于公司的主要原材料是天然气,尽管目前通过委托加工尿素的形式同中石油西南油气田分公司保持着良好的业务关系,但天然气供应的紧张状况,天然气价格能否上调及上调的幅度若远远高于预期,必然会对于公司生产经营产生不利影响,是公司重要的投资风险。

9. 综合评价及估值分析

公司作为一家生产成本最低,信息透明度高的大氮肥生产企业,尽管公司目前存在增发的压力,但我们认为,由于公司的增发材料并没有送至证监会,估计最快也要于 2005 年一季度送达证监会,再考虑到审核及排队发行因素,估计公司增发在 2005 年实施的可能性不大,因此不会对于公司 2005 年 EPS 进行摊薄。

表 5：重点氮肥类上市比较分析

股票简称	总股本	流通 A 股	市价	每股净资产	EPS			PE			P/B
	万股	万股	元	元	2003A	2004E	2005E	2003A	2004E	2005E	(X)
煤头公司											
湖北宜化	21388	10885	8.79	4.12	0.31	0.52	0.68	29	17	13	2.13
华鲁恒升	26001	6000	12.93	3.94	0.47	0.60	0.90	27	22	14	3.28
柳化股份	36908	10090	7.31	4.10	0.23	0.40	0.52	32	18	14	1.78
气头公司											
泸天化	58500	19500	6.33	2.90	0.28	0.40	0.50	23	16	13	2.18

四川美丰	24566	10111	11.29	3.67	0.46	0.68	0.80	25	17	14	3.08
平均	33473	11317		3.75	0.35	0.52	0.68	27	18	14	2.49
云天化	500031	34864	10.66	4.10	0.37	0.89	1.02	29	12	10	2.60

资料来源：申银万国证券研究所

注：云天化预测的 EPS 是考虑可转债全部转股票后的总股本进行摊博，并没有考虑增值税返还的保守 EPS

通过同可比重点公司的比较，我们认为公司 05 年合理市盈率至少可以达到 14 倍以上，即公司股价可以到达 14 元。按目前股价测算，尽管离我们最近的推荐已有近 20% 的涨幅，但我们认为，公司目前股价并没有反映公司投资价值，仍然有近 30% 的上涨幅度，继续维持增持的投资建议。

投资评级的说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现 15% 以上；
 增持：相对强于市场表现 5% ~ 15%；
 观望：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
 卖出：相对弱于市场表现 5% 以下；

重要声明：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，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还肯能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海申银万国证券研究所有限公司所有。未获得上海申银万国证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“上海申银万国证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。