

评级：审慎推荐

化工原材料

公司点评报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：张伟保

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

丹化科技（600844）

——业绩低于预期，煤制乙二醇项目决定公司未来

交易数据

52周内股价区间（元）	13.5-40.25
总市值（百万元）	14,069.67
流通股本（百万股）	584.83
流通股比率（%）	75.1%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	1,273.34
每股净资产	1.64
市净率	11.05
资产负债率	43.4%

相关报告

事件：丹化科技发布年报，年报显示公司10全年预计实现营业收入308,660,509.82元，比上年同期增长17.47%；实现归属母公司净利润13,588,415.05元，同比上年扭亏转盈；10年实现EPS0.0175元。

点评

- **主营业务经营虽有所好转，但业绩依然低于预期。**报告期内，公司营业总收入较去年同期增长17.47%。主要由于占公司收入98%的醋酐产品今年销售6.5万吨，同比去年增长约20%，而且公司通过采取有效措施，降低了生产成本所致。尽管如此公司10年扣除非经常性损益的净利润依然是-28,626,334.33元，最终靠出售非主营资产获得5000多万元的收益，才实现了扭亏为盈。公司业绩低于预期的主要原因是公司的募投项目煤制乙二醇目前开工率只有30%，尚无为公司创造利润。
- **油价高企背景下，煤制乙二醇项目优势明显。**通过金煤的煤制乙二醇技术属于全球首创，拥有完全自主知识产权。在加工工艺中使用低廉的褐煤为原料，在石油价格趋于上涨的时代背景下，比起石油路线具有明显的成本优势。按照原油价格85美元/桶，原油路线制乙二醇成本在7000元/吨左右，而公司如果正常开工情况下，褐煤制乙二醇的成本只有4500元/吨左右。成本优势非常明显。
- **公司煤制乙二醇项目进展决定公司未来。**公司的募投项目—通辽金煤首期年产20万吨乙二醇项目在2009年底打通全流程工艺后，于2010年5月份开始进行了多项消缺工作并开始试生产，装置日产能已逐步提升至设计能力的30%。目前公司已经逐步攻克了乙二醇精馏装置脱酯塔顶空冷器的冷却量不足，及草酸包装线和生产能力不相匹配等难题，目前正主攻加氢催化剂吸附乙二醇难题，一旦问题解决，开工率提升至正常水平，公司将实现跨越式发展，而且目前准备启动的40万吨乙二醇项目以及公司和河南煤业规划的未来5年形成300万吨乙二醇项目，将解决后顾之忧，为未来高速发展提供持续动力。
- **与煤制乙二醇项目联产草酸，不但完善产业链降低了生产成本，也降低公司产品单一的经营风险。**与公司20万吨煤制乙二醇联产的10万吨草酸项目已经与2010年5月3日生产出合



格的产品。借助通辽地区煤炭的成本优势以及公司产业链优势,公司生产的草酸成本价在 2300 元左右,毛利率在 40%以上,盈利能力较强。更重要的是联产的草酸为公司增加了产品多样性,降低了乙二醇、醋酐等产品价格波动的经营风险。

- **给与“审慎推荐”评级。**公司 10 年实现 EPS0.0175 元,略低于我们的预期。预计 2011-2013 年公司每股收益为 0.38 元、1.26 元和 1.68 元对应最新收盘价 18.07 元,2011-2013 年的 PE 分别为 47 倍、14 倍、11 倍,我们看好公司煤制乙二醇的发展前景,但现在公司进展不是很顺利,我们会密切关注公司进展,暂时给与“审慎推荐”的投资评级。

表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	26,275	30,866	101,273	253,182	364,106
同比 (%)	-46.4%	17.5%	228.1%	150.0%	43.8%
营业毛利	-1,657	-436	28,946	130,876	216,619
同比 (%)	-131.2%	73.7%	6732.6%	352.1%	65.5%
归属母公司净利润	-4,488	1,359	29,401	98,026	130,997
同比 (%)	-366.8%	130.3%	2063.7%	233.4%	33.6%
总股本 (万股)	77,862.1	77,862.1	77,862.1	77,862.1	77,862.1
每股收益 (元)	-0.06	0.02	0.38	1.26	1.68
ROE	-3.6%	1.1%	18.8%	38.5%	34.0%
P/E (倍)	-313.5	1,035.4	47.9	14.4	10.7

数据来源: 第一创业研究所



丹化科技盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	592.6	1,891.0	4,097.0	5,456.6	一、营业收入	308.7	1,012.7	2,531.8	3,641.1
货币资金	221.4	793.8	1,784.8	2,126.3	减: 营业成本	313.0	723.3	1,223.1	1,474.9
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	0.1	21.3	70.6	118.4
应收款项	38.1	113.2	279.8	390.7	销售费用	7.3	23.0	57.4	82.6
预付款项	291.8	896.7	1,889.4	2,768.2	管理费用	19.3	42.8	169.3	566.6
存货	35.1	80.9	136.9	165.1	财务费用	16.8	-81.9	-82.8	-83.3
其他流动资产	6.2	6.2	6.2	6.2	资产减值损失	0.1	1.7	3.6	2.3
非流动资产	3,398.7	3,409.7	3,420.7	3,431.6	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	95.7	95.7	95.7	95.7	投资收益	5.3	26.8	26.8	26.8
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	-6.0	26.8	26.8	26.8
固定资产	419.8	351.5	283.1	214.8	二、营业利润	-42.7	309.4	1,117.5	1,506.3
在建工程	2,524.9	2,607.0	2,689.1	2,771.1	加: 营业外收入	47.3	48.7	50.1	51.6
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	4.1	17.6	19.8	22.3
无形及递延性资产	341.5	338.7	336.0	333.2	三、利润总额	0.5	340.5	1,147.8	1,535.7
其它非流动资产	16.8	16.8	16.8	16.8	减: 所得税费用	-2.3	51.1	172.2	230.4
资产总计	3,991.3	5,300.7	7,517.6	8,888.2	四、净利润	2.8	289.4	975.6	1,305.4
流动负债	571.5	1,591.4	2,832.8	2,897.9	归属母公司净利润	13.6	294.0	980.3	1,310.0
短期借款	225.0	225.0	225.0	225.0	少数股东损益	-10.7	-4.6	-4.6	-4.6
应付账款	201.9	388.7	795.8	1,163.8	五、总股本(百万股)	778.6	778.6	778.6	778.6
预收帐款	215.9	260.5	592.6	826.0	EPS (元)	0.02	0.38	1.26	1.68
其它流动负债	-71.3	717.3	1,219.3	683.1					
非流动负债	1,159.0	1,159.0	1,159.0	1,159.0	主要财务比率				
长期借款	1,114.0	1,114.0	1,114.0	1,114.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	4.1	4.1	4.1	4.1	成长能力				
其它非流动负债	40.9	40.9	40.9	40.9	营业收入	17.5%	228.1%	150.0%	43.8%
负债合计	1,730.5	2,750.4	3,991.7	4,056.9	营业毛利	73.7%	6732.6%	352.1%	65.5%
少数股东权益	987.5	982.9	978.3	973.7	主业盈利	28.7%	751.3%	399.7%	38.3%
股本	778.6	778.6	778.6	778.6	母公司净利	130.3%	2063.7%	233.4%	33.6%
资本公积与其它	854.2	854.2	854.2	854.2	获利能力				
留存收益	-359.5	-65.5	914.7	2,224.7	毛利率	-1.4%	28.6%	51.7%	59.5%
股东权益合计	1,273.3	1,567.4	2,547.6	3,857.6	主业盈利/收入	-10.1%	20.0%	39.9%	38.4%
负债和股东权益	3,991.3	5,300.7	7,517.6	8,888.2	ROS	0.9%	28.6%	38.5%	35.9%
					ROE	1.1%	18.8%	38.5%	34.0%
					ROIC	0.1%	9.9%	25.1%	25.1%
现金流量表					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	43.4%	51.9%	53.1%	45.6%
经营活动现金流	184.6	548.2	963.4	313.5	利息保障倍数	0.2	-3.5	-11.8	-15.7
净利润	2.8	289.4	975.6	1,305.4	速动比率	0.96	1.13	1.40	1.82
折旧摊销	65.6	72.8	74.7	73.5	经营现金净额/当期债务	0.82	2.44	4.28	1.39
财务费用	17.3	-81.9	-82.8	-83.3	营运能力				
投资损失	-5.3	-26.8	-26.8	-26.8	总资产周转率	0.08	0.19	0.34	0.41
营运资金变动	157.7	295.0	22.9	-955.0	应收款天数	44.38	40.25	39.78	38.63
其它变动	-53.5	-0.3	-0.2	-0.2	存货天数	40.34	40.28	40.28	40.29
投资活动现金流	-612.8	-55.3	-55.3	-55.3	每股指标(元)				
资本支出	-548.8	-82.1	-82.1	-82.1	主业盈利/股本	-0.04	0.26	1.30	1.80
长期投资	-63.9	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.24	0.70	1.24	0.40
其它变动	0.0	26.8	26.8	26.8	每股净资产	0.37	0.75	2.02	3.70
筹资活动现金流	322.2	79.5	82.8	83.3	估值比率				
债务融资	269.6	0.0	0.0	0.0	P/E	1035.42	47.85	14.35	10.74
权益融资	119.8	0.0	0.0	0.0	P/B	49.23	24.07	8.97	4.88
其它变动	-67.2	79.5	82.8	83.3	P/S	45.58	13.89	5.56	3.86
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	440.80	53.29	12.65	9.13
现金净增加额	-106.0	572.5	990.9	341.5					

数据来源: 第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120