

2010年01月25日

群益香港研究部

csc_research@e-capital.com.hk

12個月目標價(港元) 0.6

公司基本資訊

產業別	化工
收盤價 (10/01/20)	0.275
恒生指數 (10/01/20)	21677.98
股價 12個月高/低	0.295 / 0.126
發行股數 (百萬)	5611.33
流通股數 (百萬)	3419.19
市值 (億港元)	15.43
主要股東	陳遠東 (28.27%)
每股淨值 (元)	0.43
股價/帳面淨值	0.64

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
-	-	-

產品組合

聚氯乙烯	55.27%
醋酸乙烯	35.73%
熱能及電力	6.40%
維他命C、葡萄糖及澱粉	1.50%

機構投資者佔流通股比例

基金	27.13%
匯盈證券有限公司	25.01%

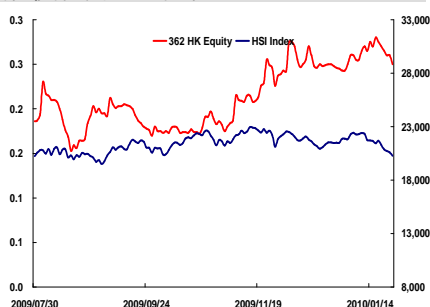
股價表現 (%)

	相對報酬 恆生指數	絕對報酬 362.HK
--	--------------	----------------

1個月	5.9%	0.0%
-----	------	------

3個月	41.2%	30.9%
-----	-------	-------

12個月	3.9%	65.0%
------	------	-------

股價相對大盤走勢

中國天化工(0362.HK)
強力買入
打造東北電石產業基地，未來業績有望實現高成長

公司電石新增產能的釋放，使得公司產業鏈進一步延伸。並且憑藉其在電力成本的優勢，可獲得較高的盈利水準。另外公司維 C 專案的投產不僅扭轉原生物製品部門的虧損，且可帶來較高的盈利。而公司主要的 PVC 產品，在下游建材需求回暖的帶動下，價格也出現了回升，公司未來兩年淨利潤將保持較快增長。我們預計公司 2010、2011 年實現淨利潤為 2.76、4.14 億港元，同比增長 64.23% 和 50.24%；EPS 分別為 0.049 和 0.074 港元；動態 PE 為 5.6 倍和 3.72 倍，PB 為 0.64 倍，公司業績將呈現持續高成長性，且估值在同類股票中，具有明顯優勢，給予強力買入的投資建議。

- 2010 年新建 20 萬噸電石產能陸續釋放。**公司以生產經營電石法 PVC 產業鏈為主，在牡丹江現有 7 萬噸 PVC 和 4.5 萬噸 VA 產能。07 年公司獲准在牡丹江建設 30 萬噸電石生產項目，與 PVC 項目配套，並將 PVC 產能擴大至 24 萬噸。一期 10 萬噸電石產能即將於 2010 年 3 月份投入生產，基本為自用，由於電石在 PVC 的生產成本中佔比超過 65%，聯建有望使 PVC 成本得以降低。但 PVC 產能的擴建要至 2012 年完工，對未來兩年難有利潤貢獻。公司未來另一發展重點在黑河，09 年 6 月公司收購黑河爭龍 55% 股權，該公司已經獲得建設 50 萬噸電石及 9 萬噸 EVA 專案的審批。且其最初一期 10 萬噸電石項目也將於 2010 年 5-6 月份左右完工，初期將以外銷為主。未來兩大電石基地的新增產能將均以每年 10 萬噸的水準釋放。建成後公司將成為東北地區最大的電石生產企業及第二大 PVC 生產企業。另外，除傳統的煤化工外，公司還擁有 3000 噸維生素 C 的生產銷售能力。

- 中國電石項目審批趨嚴，未來新增產能受限，且原有落後產能正在逐步淘汰，未來行業競爭壓力減輕。**與國際絕大部分企業採用乙烯法生產 PVC 的工藝不同，中國 70-75% 的 PVC 產能採用的是電石法，主要是由於中國的煤炭、石灰石等資源價格相對較便宜，生產成本要低於乙烯法，但其缺點在於高耗能以及高污染。按照已發布的《電石行業准入條件（2007 年修訂）》及“十一五”期間淘汰電石落後產能要求，中國政府目前規定嚴禁新的小於 30 萬噸的電石項目審批，而且加快淘汰現有的 1 萬噸以下，及排放不合格的電石產能，截至 2009 年底國內已累積淘汰電石產能 287 萬噸，約佔 08 年已有產能的 14%。因此對於現有及已獲審批的大型電石企業，未來競爭壓力將有所減輕。且公司黑河項目獲當地政府支援，配套建設一條鐵路支綫，用於產品外運，另外在稅收方面可享受“兩免三減半”的優惠政策等。

- 公司電石項目具有明顯的成本優勢。**電石項目耗電量較大，1 噸電石生產，耗電量在 3400-3600kwh，因此電力成本佔生產成本的近 60%。由於公司地處中俄邊界，已簽訂 10 年從俄羅斯引進其水電合同，合同價鎖定在 0.26 元人民幣/kwh to 0.31 人民幣/kwh，這個電價僅為中國中東部省區工業用電價的 50%，相比國內平均電石成本低約 800 元/噸，因此可看出，其具有明顯的成本優勢，以目前 3200 元人民幣/噸電石售價測算，

其毛利率高達 40%，且隨著中國電價的上調，這一成本優勢進一步擴大。公司牡丹江電石專案的用電需求也已經獲牡丹江政府批准，將新建兩套煤發電設施，並已達產相關優惠電價合同，雖成本高於黑河項目，但電價在國內仍屬較低水準，且其主要應用於下游 PVC 生產，低成本將體現在 PVC 產品的盈利上。

- **下游建材需求回暖，PVC 產品價格提升。**中國房地產新開工面積自 2009 年 6 月以來出現了連續的好轉，近 7 個月的新開工面積均值達 1.14 億平米，較 2007、2008 年同期增長約 3 到 4 成，開工面積的增長，也就意味著 2010 年建材市場需求將大幅回暖，因此 PVC 市場需求將進一步增加。從 09 年 7 月，PVC 價格逐步回暖，截至 1 月 20 日東北電石法 PVC 的價格回升至 7200 元人民幣/噸，較 09 年中期價格上升了 700 元人民幣/噸。且隨著油價及煤價的上漲，在成本支撐下，未來價格仍有一定上漲空間，進一步增加公司的盈利水準。
- **公司 VA 產品營業利潤率預計由 32% 增加至 40%。**公司 VA (Vinyl Acetate) 產品是國內唯一一家利用電石法工藝進行生產的企業，主要客戶為中石油和中石化，其佔銷售比例的 60%。09 年財報披露，公司 VA 營收 3.91 億元，佔營收 36%，營業利潤率達 32%。09 年下半年以來，原油價格的上漲，推動了產品價格的提高，而公司電石項目投產後，成本反而未來會有所下降，預計 2010 年財報，公司 VA 產品營業利潤率將提高到近 40%。
- **公司生物化學部將實現扭虧為盈，獲得 GMP 認證後，每噸維 C 盈利將增加近 1.5 萬元。**公司玉米深加工專案產品已由葡萄糖及澱粉生產轉為維生素 C 生產，09 年 10 月公司維生素 C 項目重新投產，產能為 3000 噸，主要應用於下游醫藥生產。醫藥和飼料行業是維 C 的主要需求領域，隨著需求的回暖，近來中國維 C 價格一直維持較高水準，目前公司售價在 6 萬元人民幣/噸，但仍低於國際價格近 30%，公司正在申請 GMP 認證，最快 2010 年中期獲准，實現出口後，公司利潤將增加近 5 千萬港幣。

表 1：公司各財政年度產品產量預估列表（萬噸）

產量預估	2009 年 財報	2010 年 財報	2011 年 財報	2012 年 財報	2013 年 財報	2013 年 後
PVC	7	7	7	7	15	24
VA	4.5	4.5	4.5	4.5	16	16
電石		3	20	30	40	80
EVA						9
維生素 C		0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

資料來源：群益證券預測（注：公司財報年度截止日為 6 月 30 日）

- **電力和蒸汽自給自足，能夠對成本有效控制。**公司在牡丹江還擁有電力和蒸汽業務，而蒸汽為公司生產所需的主要原料。09 年財報電力和蒸汽業務實現營收 1.11 億港元，而 50% 為集團內部銷售。為了應對電石及 PVC 擴產，公司未來計畫擴建兩套發電機組，滿足用電所需，有利於更好掌控生產成本。
- 2010 年財報期間，預計公司現有 PVC 及 VA 產品平均銷售價格提升約 12%，維 C 銷售將帶來營收的較大增長，電石項目中黑河 10 萬噸在 2010

年3月投產，牡丹江項目也將於5、6月份投產，新增產能的利潤逐步釋放。由於公司黑河電石項目擁有近800元/噸的成本優勢，2011年牡丹江和黑河20萬噸電石項目達產後，公司營收和盈利均將繼續保持較快增長。長期看，公司計劃每年新增10萬噸電石產能，以及擴建下游PVC和VA產品產能，均將進一步提升公司的盈利能力。我們預計公司2010、2011年實現淨利潤為2.76、4.14億港元，同比增長64.23%和50.24%；EPS分別為0.049和0.074港元；動態PE為5.6倍和3.72倍，PB為0.64倍，公司業績將呈現持續高成長性，且估值在同類股票中，具有明顯優勢，給予強力買入的投資建議。

表2：中國相關上市公司估值比較

證券簡稱	證券代碼	市淨率	PE		
			2008年	2009年	2010年
新疆天業	600075.SH	2.68	80.77	116.67	33.87
英力特	000635.SZ	4.18	65.05	51.87	17.92
中泰化學	002092.SZ	4.46	97.80	101.83	27.41
證券簡稱	證券代碼	市淨率	PE		
			2009年	2010年	2011年
中國天化工	0362.HK	0.64	6.02	5.60	3.72

(截止1月20日，中國滬、深A股09年平均市盈率分別為27.6倍和45.4倍；香港H股平均市盈率為22.7倍)

資料來源：群益證券預測

- **風險提示：**關注公司流動性風險。(近90日日均成交量6831萬股，180日日均成交量11717萬股)

年度截止6月30日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	百萬港元	64	265	168	275.74	414.26
同比增減	%	-23.98%	313.03%	-36.74%	64.23%	50.24%
每股盈餘 (EPS)	港元	0.018	0.074	0.045	0.049	0.074
同比增減	%	-23.98%	314.06%	-38.96%	9.20%	50.24%
市盈率(P/E)	X	15.20	3.67	6.02	5.60	3.72
股利 (DPS)	元	0	0	0	0	0.02
股息率 (Yield)	%	-	-	-	-	7.27%

預期報酬(Expected Return; ER)為準，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
 賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券；@持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券；@。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。

附一：合并損益表

百萬元·港元	2005	2006	2007	2008	2009
營業收入	694	470	912	1666	1096
銷售費用	-530	-337	-635	-1180	-833
毛利	164	133	276	486	263
其他營運收入	7	1	1	7	92
銷售、行政費用	-50	-42	-78	-169	-99
財務費用	-0.5	0	-4.5	-4.9	-5.9
營業利潤	121	93	199	324	256
利潤總額	116	98	203	312	244
所得稅	-16	-3	-2	2	38
少數股東損益	16	29	11	49	38
歸屬於母公司所有者的淨利潤	84	85	64	265	168

附二：合并資產負債表

百萬元·港元	2005	2006	2007	2008	2009
貨幣資金	143	502	170	56	12
應收賬款	177	125	143	402	435
存貨	126	85	106	104	62
流動資產合計	470	790	683	887	604
長期股權投資	0	0	0	0	0
固定資產	259	392	1217	1529	2220
其他固定資產	23	18	240	228	232
非流動資產合計	282	410	1457	1757	2452
資產總計	752	1201	2140	2644	3056
流動負債合計	85	71	239	217	429
非流動負債合計	0	2	157	189	206
負債合計	85	73	396	406	635
少數股東權益	82	114	241	164	177
股東權益合計	668	1128	1744	2238	2421
負債及股東權益合計	753	1201	2140	2644	3056

附三：合并現金流量表

百萬元·港元	2005	2006	2007	2008	2009
經營活動產生的現金流量淨額	13	192	52	60	331
投資活動產生的現金流量淨額	-97	-130	-832	-377	-338
籌資活動產生的現金流量淨額	143	297	448	203	-37
現金及現金等價物淨增加額	59	359	-332	-114	-44

群益大中華產業研究團隊

臺北總公司研究部

電話 886-2-8789-8888 傳真 886-2-8789-2949

姓名	電子郵件信箱	負責產業
陳志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	資深副總裁

總經理及市場策略處

曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	總經理與市場策略
徐國安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	總體經濟、美國經濟與股市
傅恆聿	fusky.fu@capital.com.tw	總體經濟、美國經濟與股市
洪慶鐘	shawn.hung@capital.com.tw	國際股市
賴鶴年	A94918@capital.com.tw	台股市場策略、原物料
陳育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市場策略

產業研究一處

張治家	cc.chang@capital.com.tw	非電子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陳泓東	don.chen@capital.com.tw	營建、營造、設備、PCB
呂雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百貨
黃嵐雲	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、紡織、橡膠、化工、造紙
莊慧君	angela.chuang@capital.com.tw	鋼鐵、工具機、油電燃氣、機電
曹伯瑄	po.tsao@capital.com.tw	生技、航運、觀光

產業研究二處

陳志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光電
陳執中	austin.chen@capital.com.tw	電信、通訊設備、軟體、安控
楊永輝	A94798@capital.com.tw	手機/零組件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光電
謝昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太陽能、LED、DSC
柯王炳勳	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel

產業研究三處

鍾宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
蘇鵬翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC設計
陳俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半導體製造、封測、記憶體、光罩與耗材
陳浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC設計、散熱、機殼、/電池、hinge
吳昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系統、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、沖壓件、電源、PC週邊、被動元件、連接器

上海代表處

電話 86-21-5888-7188 傳真 86-21-5888-2929

姓名	電子郵件信箱	負責產業
林靜華	amy_lin@capital.com.tw	資深副總裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市場
李清	Liqing@e-capital.com.cn	旅遊、金融、總經理
胡嘉銘	James@e-capital.com.cn	家電、通信、電子、軟體
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	鋼鐵、建材、地產、水泥
韓偉琪	Weiqi_Han@e-capital.com.cn	海運、航空、基建、汽車、機械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘棟榮	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	電力、飲料、消費
劉蒼	Lihui@e-capital.com.cn	醫藥、傳媒、紡織、造紙、消費
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路
胡愷敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	電子、電力設備、新能源

群益證券(香港)有限公司

電話 852-2105-9966 傳真 852-2104-6006

姓名	電子郵件信箱	負責產業
曾永堅	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黃薰輝	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、總經理
王俊華	Nicky_wong@e-capital.com.hk	零售消費、食品業
黃文泰	Eric_wong@e-capital.com.hk	金融、地產、航運