

**评级：强烈推荐（首次评级）**
**农用化工**
**公司半年报点评**
**证券研究报告**

分析师 王皓宇 S1080510120005

联系人 张伟保 S1080110100004

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

## 赤天化(600227)

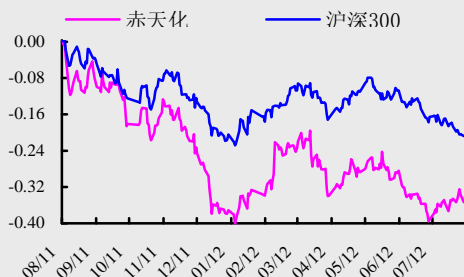
### ——金赤化工助推公司未来发展

**交易数据**

上一日交易日股价（元）	3.99
总市值（百万元）	3,792
流通股本（百万股）	931
流通股比率（%）	98.00

**资产负债表摘要（06/12）**

股东权益（百万元）	3,468
每股净资产（元）	3.65
市净率（倍）	1.09
资产负债率（%）	61.30

**公司与沪深 300 指数比较**

**相关报告**

**事件：**公司发布半年报，半年报中显示公司上半年实现营业收入 112,514.85 万元，同比增加了 22.59%；实现利润总额 7,564.61 万元，同比增加 24.05%；实现净利润 6,158.25 万元，同比增加 22.41%；实现归属于母公司净利润 5,508.15 万元，同比增加 23.69%；按照最新股本计算，上半年公司实现 EPS0.06 元。

**点评：**

**金赤化工投产顺利，成为公司上半年业绩增长的主要贡献者。**公司上半年实现营业收入 112,514.85 万元，同比增加了 22.59%；实现利润总额 7,564.61 万元，同比增加 24.05%。公司上半年营收和利润增长除了因为上半年尿素行业走势强劲，尿素盈利能力增强外，另一重要因素是公司募投项目金赤化工顺利投产，导致公司尿素产量大幅增长。公司上半年累计生产尿素 31.98 万吨，与上年同期相比增加 99.75%，其中：母公司生产尿素 12.70 万吨，与上年同期相比下降 20.67%；金赤化工 2012 年 1 月份试生产以来，试车生产尿素 19.28 万吨，占上半年尿素总产量的 64.52%，成为公司上年业绩增长的主要动力源。

**意欲转让天福化工，甩掉财务包袱，集中精力全力发展金赤化工。**在 2006 年的高油价时代，二甲醚作为清洁燃料的代表，被认为汽油燃料的最佳替代者，市场上掀起了一波二甲醚建设热潮，2007 年二甲醚建设达到顶峰，导致后来整个行业处于严重过剩的状态。当时，公司为应对原材料天然气价格上涨及供应不足，充分利用贵州当地煤资源丰富优势，公司募集资金投资 26 亿元，建设年产 30 万吨合成氨、15 万吨二甲醚煤化工项目，但自 2010 年该项目试生产以来，由于种种生产装置不稳定以及其他方面的原因，导致该项目是生产处于断续状态，亏损比较严重。公司为了集中有效资源，全力支持金赤化工，决定转让天福化工。

**桐梓槐子煤矿将大幅缓解公司未来天然气供应不足及涨价风险。**公司持股 49% 的联营企业贵州桐梓槐子矿业有限责任公司，矿井设计生产能力为 60 万吨/年，服务年限为 40 年。项目总投资为 44,000 万元，截至 2012 年 6 月 30 日，该项目累计完成投资 4,075.52 万元，占计划投资总额的 9.26%，预计 2014 年建成投产，开始为公司提供原料煤，届时将解决金赤化工的一部分原料问题，同时大大缓解公司天然气供应不足及涨价风险。

**首次给与“强烈推荐”评级。**不考虑公司未来转让掉天福化工股



权，我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.15 元、0.21 元和 0.27 元，公司目前股价为 3.98 元，对应 PE 分别为 26 倍、19 倍和 15 倍。考虑到未来如果公司转让掉天福化工股权后，将大大缓解财务压力，并集中精力发展金赤化工，公司的盈利能力将大幅提升，首次给与“强烈推荐”评级。

**风险提示：**天然气供应不足及涨价风险、产品价格大幅下滑、原料暴涨等。

表 1：赤天化主要财务指标预测

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	132,932	196,095	251,249	350,674	455,876
同比 (%)	19.5%	47.5%	28.1%	39.6%	30.0%
营业毛利	36,201	42,309	47,197	61,102	76,536
同比 (%)	-22.1%	16.9%	11.6%	29.5%	25.3%
归属母公司净利润	12,530	9,285	14,154	19,839	26,044
同比 (%)	-8.8%	-25.9%	52.4%	40.2%	31.3%
总股本 (万股)	95,039.3	95,039.3	95,039.3	95,039.3	95,039.3
每股收益 (元)	0.13	0.10	0.15	0.21	0.27
ROE	3.8%	2.7%	4.0%	5.3%	6.6%
P/E (倍)	30.3	40.8	26.8	19.1	14.6

数据来源：公司公告、第一创业研究所



## 公司盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>1,903.0</b>	<b>2,032.2</b>	<b>2,669.5</b>	<b>3,315.5</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>1,961.0</b>	<b>2,512.5</b>	<b>3,506.7</b>	<b>4,558.8</b>
货币资金	801.7	785.9	875.3	971.5	减: 营业成本	1,537.9	2,040.5	2,895.7	3,793.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	4.0	4.6	6.0	7.5
应收款项	215.4	339.0	481.4	625.3	销售费用	84.8	108.1	151.1	196.4
预付款项	332.9	569.1	845.8	1,116.5	管理费用	172.5	187.9	224.9	258.6
存货	523.5	307.1	435.8	570.9	财务费用	0.1	27.4	47.2	48.1
其他流动资产	29.5	31.2	31.2	31.2	资产减值损失	43.6	0.5	3.5	3.6
<b>非流动资产</b>	<b>8,203.7</b>	<b>8,766.3</b>	<b>8,922.1</b>	<b>9,077.8</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	234.5	237.5	237.5	237.5	投资收益	3.0	35.6	66.5	66.5
债权与公允价值资产	12.5	12.4	12.4	12.4	其中: 联营企业收益	0.0	33.2	66.5	66.5
固定资产	806.3	757.0	665.9	574.7	<b>二、营业利润</b>	<b>121.0</b>	<b>179.0</b>	<b>244.8</b>	<b>317.6</b>
在建工程	7,118.8	7,728.0	7,975.1	8,222.3	加: 营业外收入	4.3	8.9	9.2	9.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.7	0.6	0.7	0.7
无形及递延性资产	19.6	19.4	19.2	19.0	<b>三、利润总额</b>	<b>123.6</b>	<b>187.4</b>	<b>253.4</b>	<b>326.4</b>
其它非流动资产	12.0	12.0	12.0	12.0	减: 所得税费用	30.6	30.8	38.0	49.0
<b>资产总计</b>	<b>10,106.7</b>	<b>10,798.5</b>	<b>11,591.6</b>	<b>12,393.3</b>	<b>四、净利润</b>	<b>93.0</b>	<b>156.5</b>	<b>215.4</b>	<b>277.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,610.3</b>	<b>2,300.5</b>	<b>2,878.2</b>	<b>3,402.5</b>	归属母公司净利润	92.9	141.5	198.4	260.4
短期借款	510.0	652.0	652.0	652.0	少数股东损益	0.2	15.0	17.0	17.0
应付账款	490.2	997.9	1,487.9	1,957.6	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>950.4</b>	<b>950.4</b>	<b>950.4</b>	<b>950.4</b>
预收帐款	140.3	369.3	543.4	709.1	<b>EPS (元)</b>	<b>0.10</b>	<b>0.15</b>	<b>0.21</b>	<b>0.27</b>
其它流动负债	469.8	281.4	194.9	83.8	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>4,493.7</b>	<b>4,358.4</b>	<b>4,358.4</b>	<b>4,358.4</b>	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
长期借款	4,444.4	4,308.4	4,308.4	4,308.4	<b>成长能力</b>				
专项及预计负债	0.9	1.3	1.3	1.3	营业收入	47.5%	28.1%	39.6%	30.0%
其它非流动负债	48.4	48.7	48.7	48.7	营业毛利	16.9%	11.6%	29.5%	25.3%
<b>负债合计</b>	<b>6,104.0</b>	<b>6,659.0</b>	<b>7,236.6</b>	<b>7,760.9</b>	主业盈利	32.7%	5.9%	33.7%	32.2%
<b>少数股东权益</b>	<b>571.9</b>	<b>584.6</b>	<b>601.6</b>	<b>618.6</b>	母公司净利	-25.9%	52.4%	40.2%	31.3%
股本	950.4	950.4	950.4	950.4	<b>获利能力</b>				
资本公积与其它	1,549.4	1,558.2	1,558.2	1,558.2	毛利率	21.6%	18.8%	17.4%	16.8%
留存收益	886.3	1,001.8	1,200.2	1,460.6	主业盈利/收入	8.2%	6.8%	6.5%	6.6%
<b>股东权益合计</b>	<b>3,386.1</b>	<b>3,510.4</b>	<b>3,708.8</b>	<b>3,969.3</b>	ROS	4.7%	6.2%	6.1%	6.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>10,106.7</b>	<b>10,798.5</b>	<b>11,591.6</b>	<b>12,393.3</b>	ROE	2.7%	4.0%	5.3%	6.6%
<b>现金流量表</b>					ROIC	1.1%	1.8%	2.5%	3.1%
单位: 百万元					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	资产负债率	60.4%	61.7%	62.4%	62.6%
<b>经营活动现金流</b>	<b>384.0</b>	<b>316.2</b>	<b>317.3</b>	<b>324.9</b>	利息保障倍数	753.0	5.7	4.6	5.8
净利润	93.0	156.5	215.4	277.4	速动比率	0.84	0.74	0.77	0.80
折旧摊销	95.0	71.1	94.9	95.0	经营净现金/当期债务	0.75	0.49	0.49	0.50
财务费用	3.8	27.4	47.2	48.1	<b>营运能力</b>				
投资损失	-3.0	-35.6	-66.5	-66.5	总资产周转率	0.19	0.23	0.30	0.37
营运资金变动	191.2	101.7	26.8	-28.7	应收款天数	39.55	48.58	49.42	49.38
其它变动	4.0	-4.9	-0.4	-0.4	存货天数	122.54	54.18	54.17	54.18
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,075.4</b>	<b>-202.7</b>	<b>-180.7</b>	<b>-180.7</b>	<b>每股指标 (元)</b>				
资本支出	-1,089.9	-434.2	-247.1	-247.1	主业盈利/股本	0.17	0.18	0.24	0.32
长期投资	-21.9	-0.6	0.0	0.0	每股经营现金流	0.40	0.33	0.33	0.34
其它变动	36.4	232.1	66.5	66.5	每股净资产	3.56	3.69	3.90	4.18
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-221.1</b>	<b>-129.3</b>	<b>-47.2</b>	<b>-48.1</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	97.0	85.0	0.0	0.0	P/E	40.84	26.79	19.11	14.56
权益融资	0.3	2.6	0.0	0.0	P/B	1.12	1.08	1.02	0.96
其它变动	-318.4	-216.9	-47.2	-48.1	P/S	1.93	1.51	1.08	0.83
<b>汇率变动影响</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	31.29	32.91	24.38	19.64
<b>现金净增加额</b>	<b>-912.6</b>	<b>-15.8</b>	<b>89.5</b>	<b>96.2</b>					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后的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。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 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

## 第一创业证券股份有限公司

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

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135