

2010年04月05日

 市价(人民币): 14.16元
 目标(人民币): 15.06-18.22元

长期竞争力评级: 等于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	404.51
总市值(百万元)	6,728.78
年内股价最高最低(元)	14.16/8.80
沪深300指数	3407.35
上证指数	3157.96



赤天化 (600227.SH)

——三项优势并举, 今明两年业绩将快速成长

 卖出 减持 持有 **买入** 强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	1.004	1.131	0.542	0.396	0.552	0.947
净利润增长率	-2.55%	12.65%	-13.70%	-11.89%	79.49%	71.61%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.291	0.366	0.566
市盈率(倍)	9.40	21.62	12.28	30.66	22.19	12.93
行业优化市盈率(倍)	16.97	47.94	22.38	34.89	34.89	34.89
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70
股息率	2.12%	0.82%	1.50%	1.07%	1.06%	1.06%
PE/G(倍)	N/A	1.71	N/A	-2.58	0.28	0.18
净资产收益率	14.60%	14.13%	11.02%	9.12%	8.75%	13.30%
每股净资产(元)	6.88	8.00	4.91	4.34	6.31	7.13
市净率(倍)	1.37	3.06	1.35	2.80	1.94	1.72
每股经营性现金流(元)	1.35	1.52	0.91	2.64	0.57	1.43
已上市流通A股(百万股)	94.50	96.70	174.42	267.82	298.41	298.41
总股本(百万股)	170.00	170.00	306.28	369.10	475.20	475.20

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 公司今后两年处于重大转型期。从天然气化工转为煤头化工, 从单纯生产转为资源控制, 从省内垄断销售转为辐射重庆及两广。
 - ◆ 公司具有天然气尿素产能 72 万吨, 近年国内天然气气价呈上涨趋势, 是公司转型煤化工的主要诱因。我们预计近期化肥气价将上调, 幅度在 0.2-0.4 元/立方米之间。长期来看, 气价有进一步上涨空间。
- 向煤化工转型后, “技术+垄断+资源”三方位提升公司竞争优势。
 - ◆ 技术优势: 煤种定技术, 控股子公司天福化工(控股 51%)及金赤化工(100%控股)分别采用了 Shell、德士古煤气化技术, 并聘任了国内具有丰富开车经验的技术骨干, 年中与年底分别投产概率大;
 - ◆ 垄断优势: 尿素产品占据贵州主要市场份额, 金赤化工 52 万吨尿素、30 万吨甲醇项目投产后, 将进一步提升尿素市场份额, 并辐射至重庆及两广; 此外, 发起在桐梓建立唯一的铁路运输专线, 具有产品及煤炭运输垄断优势;
 - ◆ 资源优势: 毗邻当地重要煤炭生产基地, 并计划参股, 明年下半年见效。由于当地煤炭埋层浅、开采成本低, 比华东及华北地区相关企业煤炭成本低约 150-200 元/吨, 未来公司成本有望进一步下降。
- 目前公司两大煤化工项目进展顺利, 随着试车的逐步展开, 2011 年业绩将爆发性增长。

刘波

 (8621)61038283
 liubo@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

- ◆ 天福化工 30 万吨 Shell 合成氨为翁福磷铵配套，不存在销售风险，对于配套 15 万吨二甲醚（甲醇联产），公司申请了相关灶具专利，销路问题不大。天福项目预计 2010 年盈亏平衡，2011 以后可以逐步贡献利润。金赤化工 30 万吨合成氨、52 万吨尿素、30 万吨甲醇项目，目前正在设备安装，预计年底建成，2011 年投产。
- 我们预计 2009-2011 年公司营业收入 1,143、1,730、3,799 百万元，归属于母公司的净利润分别为 146、262、450 百万元，对应 EPS 为 0.396、0.552、0.947 元。基于市场可比公司估值水平，我们认为作为转型期的公司，其业绩可能超预期，估值可享受一定溢价。给予公司 2010 年 30xPE，上下浮动 10%，得公司估值区间为 15.06-18.22 元。首次给予“买入”评级。
- 风险提示：天气干旱超预期、天然气价格大幅上调、煤化工项目开车不顺等可能影响投资市场情绪。

内容目录

“技术+垄断+资源”三方位提升公司竞争优势.....	4
技术优势：煤种定技术，采用了 Shell、德士古煤气化技术.....	4
垄断优势：占据贵州主要销售份额，多元化经营经销商渠道.....	5
资源优势：靠近煤炭生产基地，控制外销铁路要道.....	6
公司精细化发展拓宽经营之路.....	7
煤代天然气，天然气精细化发展.....	7
二甲醚业务深度耕耘初具成效.....	8
股票估值和定价.....	9
风险提示.....	9
附录：三张报表预测摘要.....	10

图表目录

图表 1：公司主要业务及项目投产情况.....	4
图表 2：市场几种常见煤气化炉指标.....	4
图表 3：国内引进 Shell 装置情况.....	5
图表 4：国内引进德士古技术部分情况.....	5
图表 5：母公司紧邻赤水河，运输便捷.....	6
图表 6：公司尿素出厂价走势相对平稳.....	6
图表 7：尿素分省销售量.....	6
图表 8：甲醇二甲醚价格走势.....	7
图表 9：近一年合成氨价格出厂价格走势.....	7

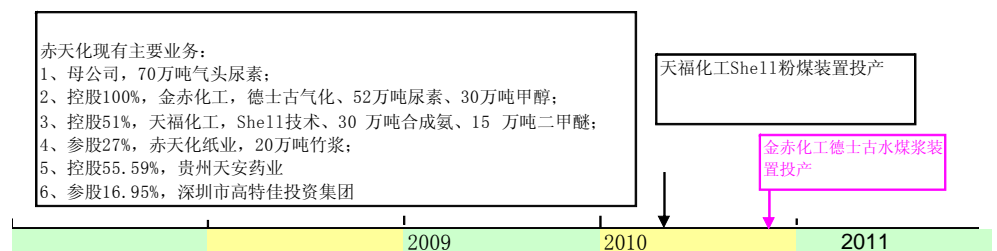
图表 10：国际天然气价格走势（单位美元/mmbtu）	8
图表 11：国内液化气价格走势	9
图表 12：行业内部分公司平均估值	9
图表 13：原料成本对尿素盈利影响	9
图表 14：公司销售预测表	10

“技术+垄断+资源”三方位提升公司竞争优势

技术优势：煤种定技术，采用了 Shell、德士古煤气化技术

- 公司目前气头尿素产能为 72 万吨，由于天然气供应不足，近年产量一直维持在 60 万吨左右。公司近年为了应对天然气价格未来上涨，由控股子公司天福化工（福泉）及金赤化工（桐梓）根据当地煤种多样性及可用水量，分别引入 Shell 及德士古技术装置，发展壮大煤化工。
- 天福化工 Shell 新型煤气化技术年中投产概率大。作为国内第 14 套引进壳牌粉煤气化技术装置，目前，正积极试车，建设 30 万吨合成氨、20 万吨甲醇、15 万吨二甲醚，合成氨直接管道输送给临近的瓮福集团，可节省外销运输费用。
- 金赤化工引进全套水煤浆气化技术，建设 30 万吨合成氨、52 万吨尿素、30 万吨甲醇。目前由集团副总裁挂帅，正在设备安装，预计年底建成，2011 年投产。
- 对于 Shell 装置，公司引入全进口设备，并聘请了具有丰富开车经验的专业骨干，我们认为今年试车成功概率大，从盈利上预测，可财务报表盈亏平衡。而对于德士古装置，由于在国内经过十年以上的吸收消化，技术相对成熟，年底建成概率高，明年预计可给公司贡献利润。

图表1：公司主要业务及项目投产情况



来源：国金证券研究所

图表2：市场几种常见煤气化炉指标

项目	Texaco	Shell	CFB	Lurqi	UGI
床型	气流床	气流床	流化床	移动床	移动床
单炉煤炭处理能力，吨/日	500-700	2000	300-500	600	50-100
每小时出气量，万立方米	5-8	20	5	5-8	1
单炉投资，亿元	2.5	6.5	-	2.5-3	-
气化温度	1350-1450	1400-1600	1050-1100	1200-1500	900-1000
进煤系统	煤浆进料	氮气输送	干碎煤	间接加入	间歇干煤块
助熔剂加入量	按煤的灰熔点定	按煤的灰熔点定			
蒸汽用量kg/km ³ (CO+H ₂)	0	少量	520		600
氧气用量m ³ /km ³ (CO+H ₂)	400-420	310-320	300-320	270-300	
粗煤气成分，%					
CO	40.2	60.2	43.21	24.6	32
H ₂	37.2	23.6	35.87	39.8	44
CO ₂	21.8	1.3	2.07	24.6	6.8
CH ₄	50*10 ⁻⁶	<100*10 ⁻⁶	1-2%	8.70%	1%
有效气含量	77.40%	>83.6%	80%	64.40%	76.00%
排灰状态	熔渣	液态	固态	干态	固态
净热效率	68-70%	94-99%	73%	64%	54%
碳转化率	98%	99%	<91%	98%	60-65%

来源：国金证券研究所

图表3：国内引进 Shell 装置情况

序号	引进企业名称	建设地点	单炉投煤量(吨/日)
1	岳阳中国石化壳牌煤气化有限公司	湖南岳阳	2000
2	中石化湖北化肥分公司	湖北枝江	2000
3	中石化安庆分公司	安徽安庆	2000
4	湖北三环科技股份有限公司	湖北应城	930
5	柳州化工股份有限公司	广西柳州	1100
6	云天化集团天安有限公司	云南安宁	2700
7	云维集团沾化分公司	云南曲靖	2100
8	河南开祥化工有限公司	河南义马	1100
9	永城煤电(集团)有限责任公司	河南永城	2100
10	中国神华煤制油有限公司	内蒙古鄂尔多斯	2×2200
11	河南中原大化集团	河南濮阳	2100
12	辽宁大化集团有限责任公司	辽宁大连	1100
13	大唐国际发电股份有限公司	内蒙古多伦	3×4000
14	天津渤海化工集团天津碱厂	天津临海	2×2000
15	贵州天福化工有限公司	贵州织纳	2000
16	鹤壁煤电责任有限公司	河南鹤壁市	2700
17	大同煤矿集团	山西大同	1800
18	云南云天化股份有限公司	云南水富	\
19	河南龙宇煤化工有限公司	\	\

来源：国金证券研究所

图表4：国内引进德士古技术部分情况

业主	炉子能力, 吨/天	压力, MPa	签约时间
鲁南 I	2*360	2.7	1989
上焦一期	4*500	4	1992
渭河一期	3*750	6.5	1992
鲁南 II	1*360	3	1995
淮化	3*500	4	1997
浩良河	3*500	4	2002
渭河二期	1*800	6.5	2003
金陵石化	3*1000	4	2002
神木化工一期	3*450	4	2002
兖矿榆林	3*1500	4	2003
上焦二期	3*500	4	2003
南化	2*1400	8.7	2003
兖矿国宏	3*1000	4	2005
惠生	3*500	6.5	2004
上焦三期	3*1500	4	2004
齐鲁	3*500	4	2005
神木化工二期	2*1500	4	2006
大化集团	2*1400	8.7	2006
新奥	3*1500	6.5	2006
神华 CTO	7*1500	6.5	2006

垄断优势：占据贵州主要销售份额，多元化经营经销商渠道

- 公司尿素产品在贵州市场具有垄断优势。据公司统计，贵州 2009 年消费尿素 100 万吨以上，高于国家统计局销量数据，公司销售占据省 60% 以上份额。公司之所以能够保持垄断优势，一方面，是用肥者对赤牌化肥认可度高，一般不会轻易更换化肥品牌，另外一方面，公司实行直销、与大经销商紧密合作、扶植小经销商的三种策略，有效阻止了其它品牌的进入，而产品价格则是这种垄断市场的反映，公司尿素比其它要高 100-150 元/吨。
- 公司控股子公司金赤化工 52 万吨尿素投产后可进一步提高当地市场占有率，通过调研，也可能向两广地区销售。金赤化工所在桐梓地区，交通运输条件便利，陆路可依托纵贯全境的川黔铁路、210 国道和崇遵高速公路，直达重庆、广东与广西。
- 尽管公司毗邻泸天化，但泸天化产品并未进入贵州省，而与公司产品形成一定竞争的是湖北宜化（子公司宜化化工）。在参股煤矿、修筑铁路及发展煤化工大背景下，我们认为公司仍将保持垄断优势。
- 公司在桐梓与成都铁路局筹建铁路，一方面解决参股煤炭外销，另外一方面，相当于控制了本地其它企业煤炭的外销，在未来获取煤炭资源上，具有先天的合作优势。
 - ◆ 贵州地形为喀斯特地貌，以丘陵为主，公路交通相对落后，煤炭向外运输成本高。公司（持股 51%）和成都铁路局合资建设贵州省桐梓煤化工项目一期工程铁路专用线项目，包括川黔线桐梓车站和贵州省桐梓煤化工项目一、二期工程铁路专用线及企业站，专用线将连通桐梓车站和金赤煤化工基地，项目总投资 3.5 亿元左右，预计年底竣工。
- 公司作为贵州省最大的尿素企业，享受国家鼓励若干农业生产资料生产和鼓励西部地区发展的一系列增值税、所得税优惠政策。根据财政部、国家税务总局文件，自 2005 年 7 月 1 日起，公司生产销售的尿素产品应交的增值税由先征后返 50% 调整为暂免征收。2009 年 3 月 30 日，贵州省地方税务局确认，本公司执行西部大开发税收优惠政策，2008 年至 2010 年减按 15% 的税率缴纳企业所得税。根据政策情况，我们认为这一税收优惠可持续 10 年，这有利于巩固公司垄断优势。

图5：母公司紧邻赤水河，运输便捷



来源：百川资讯、国金证券研究所

图6：公司尿素出厂价走势相对平稳

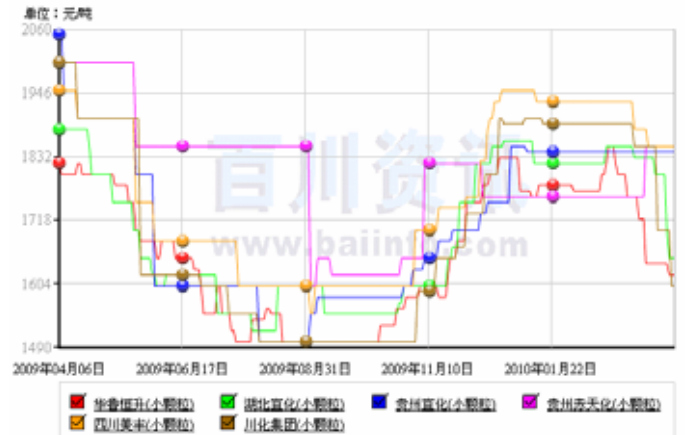


图7：尿素分省销售量

地区	尿素销售量									
	2009年	2008年	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年	2002年	2001年	2000年
全国	2944.5	2527.3	2438.6	2215.9	2006.9	1838.6	1648.1	1591	1474	1416.5
贵州省	86.4	76.2	75.9	58.8	49.3		41.8	41.2	48.3	41.6
广西壮族自治区	32.4	23.8	23.8	24.6	2.2		17.8	19.4	23.7	18.3
四川省	2.43	193.8	180.6	169.5	165.4		140.1	136.1	124.7	122.4
云南省	81.7	78.5	81.1	83.3	72.9		59.2	62.1	65.4	52.6
北京市	0	0	0	0	0		0		2.6	5.3
天津市	8.8	7.2	8.2	8.6	8.5		10.1	9.4	9.6	7
河北省	127.5	132.4	131.6	134.7	123.2		110.7	100.6	71.7	79.7
山西省	325.3	299.3	275.6	230.7	154.6		97.6	103.7	72.5	50
内蒙古自治区	158.9	33.7	33.2	31	27.7		29.8	30.1	2.3	15.3
辽宁省	59.8	57.7	56.7	53.5	58.1		56.8	52.7	53.6	58.2
吉林省	20.6	14.3	25.3	12.7	18.2		9.1	7.3	2.1	6.7
黑龙江省	52.9	50.4	53.3	41.1	35.5		33.5	43	39.7	30
上海市	0.4	0	0	0	0		0		0.5	1.7
江苏省	114.3	105.6	77.3	73.3	64.9		53.4	67.1	61.7	56.5
浙江省	2.1	22.1	26.6	29.7	31.5		28.5	31.5	31.5	30.8
安徽省	109.5	90.1	97.5	82.5	83.1		87.7	79.2	75.8	71.3
福建省	3.3	32.5	34.3	31.7	30.9		30.3	30.9	27.8	26.9
江西省	29.9	2.8	29.2	37.3	30.2		32.7	32.8	28.9	32.9
山东省	451.3	460	421.6	383.4	364.1		252.9	228.4	221.5	229.5
河南省	302.3	284.4	276.3	222.7	182.2		143.8	132.8	132.8	126.2
湖北省	116.9	103.4	104.3	94	89.9		78.4	62.9	51.3	42.7
湖南省	175.3	50.2	39.9	42.4	50.9		45.2	50.2	4.2	55.1
广东省	0	0	0	0	0		0			12.4
海南省	62.9	62.8	61.7	64.9	63.8		31.5	26.8	24.6	26.1
重庆市	44.8	31	41.4	38.1	37.7		37.4	32.3	34.9	32.7
西藏自治区	0	0	0	0	0		0			
陕西省	36.5	37.5	4.8	48.7	57.6		43.3	44.6	42.3	40.2
甘肃省	45.5	37.3	52.1	50.8	38.9		40.6	34.5	26.8	26.6
青海省	0	0	0	0	0		0			
宁夏回族自治区	62.3	63.4	52.8	50	57		56.4	58.4	59	49.6
新疆维吾尔自治区	141.2	143	130.3	117.9	88.8		79.5	73	75.8	68

来源：国金证券研究所

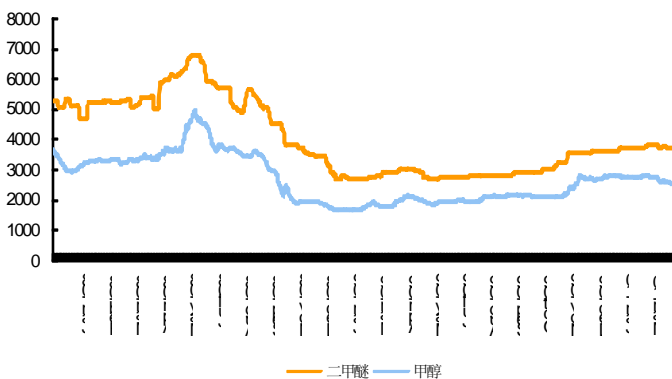
资源优势：靠近煤炭生产基地，控制外销铁路要道

- 贵州与云南类似，有煤有水（今年干旱有些例外），是中国最适合发展化工的区域之一。贵州煤炭资源丰富，具有储量大、煤种全、埋藏浅、易开采，分布广而相对集中，加工和转换前景广阔的特点。据预测，贵州煤炭资源量 2400 亿吨，目前探明储量 540 多亿吨。
- 公司控股 51% 的子公司天福化工，原料用煤来自贵州六枝等地，距离天福化工约 200 公里，通过天福专用线（瓮福专用铁路）直接到厂；燃料用煤来自附近煤矿，预计原料用煤 480-500 元/吨，燃料用煤 360 -380 元/吨。

项目完全达产后需要原料用煤 68 万吨，燃料煤 60 万吨。预计合成氨含税成本在 1800 - 2000 元/吨，二甲醚不到 3000 元/吨，有较好的盈利空间。

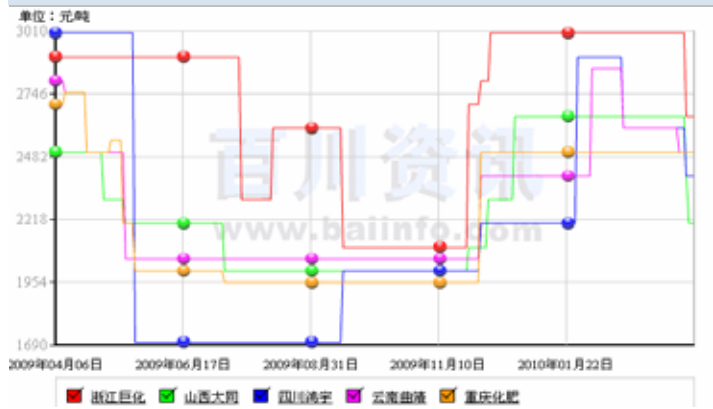
- 公司 100%控股的金赤化工，原料用煤使用桐梓当地坑口煤，预计原料用煤 380-400 元/吨，燃料用煤 300 - 350 元/吨。原料煤比山东、河北等地吨煤成本低约 150-200 元，吨尿素成本低 200-300 元。一期 52 万吨尿素产能达产后，公司计划再上一台德士古炉，相当于投资 2-3 亿元，但金赤化工尿素产能增加了 50%。
- ◆ 据勘查，桐梓县无烟煤储量 40 亿吨，烟煤储量 2.4 亿吨，低硫煤储量 19.8 亿吨。根据贵州省《桐梓县煤炭开发规划》，全县矿区内建设规模总能力为每年 1184-1354 万吨。金赤项目配套的煤炭，其中原料煤来自距离厂址 500m 的吉源煤矿，距离厂址 2km 处官仓煤矿也可以向公司提供原料煤。吉源和官仓煤矿均由重煤集团投资，设计产能均为 60 万吨/年，明年下半年投产，未来年产能 120 万吨。
- ◆ 据外部公开资料，公司可能参股以上煤矿，参股比例 29%，同时可能争取另外 20%股权。此外，公司还有望参股花秋二矿，该矿距离金赤化工项目 30km，由徐矿集团投资，设计产能 90 万吨，参股比例有望达到 14%。如果参股成功，将极大增强公司产品成本竞争力。

图表8：甲醇二甲醚价格走势



来源：百川资讯、国金证券研究所

图表9：近一年合成氨价格出厂价格走势

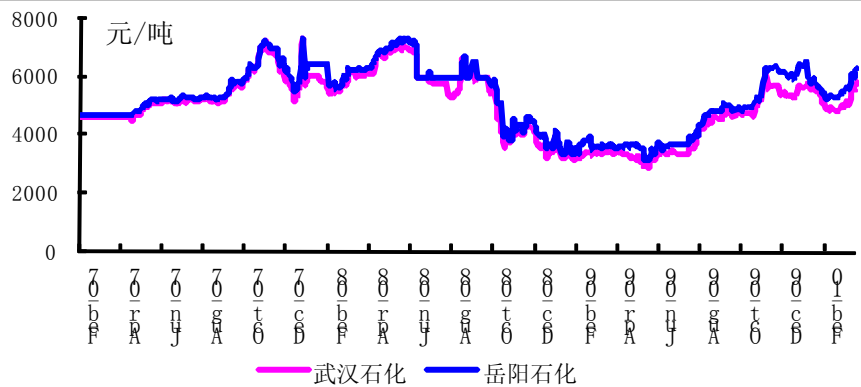


公司精细化发展拓宽经营之路

煤代天然气，天然气精细化发展

- 我们预计化肥用天然气将在今年 4 月提价，幅度 0.2-0.4 元/立方米之间。按公司 60 万吨尿素产量，年耗天然气 4 亿立方米计算，如果每立方米气上调 0.2 元，则成本增加 8000 万，调价对本部有较大的负面影响。
- ◆ 公司目前天然气价为 0.76 元/立方米，计划外采购少量溢价气作为补充，综合用气成本 0.8 元/立方米，尿素综合制造成本在 1100 元/吨左右，尿素业务每年给公司贡献 4 亿元以上的毛利；
- ◆ 目前国内气头企业生产尿素的天然气消耗平均每吨 600-700 立方米，尿素平均生产成本在 1200-1300 元/吨。若天然气价格上调 0.2 元/立方米，吨成本将达 1350-1450 元；若天然气价格上调 0.4 元/立方米，成本达 1500-1550 元；再加上 200-300 元的其他费用，估计气头尿素成本大约在 1,750 元左右，将与目前煤头企业成本趋同，没有成本优势。
- 为了应对天然气紧缺以及未来天然气涨价的风险，除了公司本部，目前国内不少化肥企业，如柳化、中原大化等也正上马煤化工，计划改成使用煤

图表11：国内液化气价格走势



来源：国金证券研究所

股票估值和定价

- 基于市场普遍预测的行业内 7 家可比公司估值水平，我们认为作为转型期的公司，由于其业绩可能超预期，因此，估值可享受一定溢价。我们给予公司 2010 年 30xPE，上下浮动 10%，得公司估值区间为 15.06-18.22 元。

图表12：行业内部分公司平均估值

代码	公司简称	2010.4.2 收盘价	PE		
			09E	10E	11E
000731	四川美丰	9.07	32.39	19.30	15.37
600423	柳化股份	14.73	96.02	26.02	19.47
600426	华鲁恒升	19.89	22.22	17.20	14.64
000422	湖北宜化	21.27	48.34	21.93	17.02
000059	辽通化工	13.17	82.31	19.95	13.44
000950	鲁西化工	6.52	37.75	23.04	10.38
000830	建峰化工	18.52	28.31	20.19	14.78
平均 PE			49.62	21.09	15.01

来源：wind、国金证券研究所

图表13：原料成本对尿素盈利影响

	天然气价格上涨0.1元	煤炭价格下跌50元
EPS变动，元	-0.07	0.15

来源：国金证券研究所

风险提示

- 天气干旱风险。尽管贵州省部分地区出现降雨，干旱有所缓解，但天气也有可能再次干旱。尤其是云南今年 6 月份之前尿素企业亏损几乎成定局，如果云南产品大量涌入，将对公司产品售价产生负面影响。
- 天然气提价幅度超预期风险。天然气提价是趋势，如果幅度超预期，将大幅降低公司本部气头化肥盈利能力。
- 煤化工项目投产试车进展不顺利，开开停停将影响收益。

图表14：公司销售预测表

项 目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
尿素（气头）					
平均售价（元/吨）	1,632.24	1,794.05	1,850.00	1,850.00	1,850.00
增长率（YOY）		9.91%	3.12%	0.00%	0.00%
销售数量（千吨）	641.00	601.20	580.00	600.00	580.00
增长率（YOY）		-6.21%	-3.53%	3.45%	-3.33%
销售收入（百万元）	1,046.26	1,078.59	1,073.00	1,110.00	1,073.00
增长率（YOY）		3.09%	-0.52%	3.45%	-3.33%
毛利率	37.90%	39.19%	40.25%	37.36%	33.78%
销售成本（百万元）	649.73	655.89	641.17	695.28	710.50
增长率（YOY）		0.95%	-2.24%	8.44%	2.19%
毛利（百万元）	396.53	422.70	431.83	414.72	362.50
增长率（YOY）		6.60%	2.16%	-3.96%	-12.59%
占总销售额比重	94.96%	95.12%	93.88%	64.15%	28.25%
占主营业务利润比重	93.16%	92.64%	91.81%	69.44%	32.54%
尿素（煤头）					
平均售价（元/吨）				1,850.00	1,850.00
增长率（YOY）				0.00%	0.00%
销售数量（千吨）				0.00	500.00
增长率（YOY）				#DIV/0!	#DIV/0!
销售收入（百万元）				0.00	925.00
增长率（YOY）				#DIV/0!	#DIV/0!
毛利率				29.89%	30.83%
销售成本（百万元）				0.00	639.82
增长率（YOY）				#DIV/0!	#DIV/0!
毛利（百万元）				0.00	285.18
增长率（YOY）				#DIV/0!	#DIV/0!
占总销售额比重				0.00%	24.35%
占主营业务利润比重				0.00%	25.60%
合成氨（煤头）					
平均售价（元/吨）				2,564.10	2,564.10
增长率（YOY）				0.00%	0.00%
销售数量（千吨）				140.00	280.00
增长率（YOY）				100.00%	100.00%
销售收入（百万元）				358.97	717.95
增长率（YOY）				100.00%	100.00%
毛利率				34.81%	34.81%
销售成本（百万元）				234.01	468.02
增长率（YOY）				100.00%	100.00%
毛利（百万元）				124.96	249.93
增长率（YOY）				100.00%	100.00%
占总销售额比重				20.74%	18.90%
占主营业务利润比重				20.93%	22.43%
其它					
销售收入（百万元）	55.57	55.29	70.00	261.45	1,082.82
增长率（YOY）		-0.50%	26.60%	273.50%	314.15%
毛利率	52.37%	60.70%	55.00%	22.00%	20.00%
销售成本（百万元）	26.47	21.73	31.50	203.93	866.26
增长率（YOY）		-17.91%	44.98%	547.41%	324.77%
毛利（百万元）	29.10	33.56	38.50	57.52	216.56
增长率（YOY）		15.34%	14.71%	49.40%	276.50%
占总销售额比重	5.04%	4.88%	6.12%	15.11%	28.50%
占主营业务利润比重	6.84%	7.36%	8.19%	9.63%	19.44%
销售总收入（百万元）	1,101.83	1,133.88	1,143.00	1,730.43	3,798.77
销售总成本（百万元）	676.20	677.61	672.67	1,133.23	2,684.60
毛利（百万元）	425.63	456.26	470.33	597.20	1,114.17
平均毛利率	38.63%	40.24%	41.15%	34.51%	29.33%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	853	1,114	1,148	1,143	1,730	3,799
增长率		30.6%	3.1%	-0.4%	51.4%	119.5%
主营业务成本	-558	-688	-690	-673	-1,133	-2,685
% 销售成本	65.4%	61.7%	60.1%	58.9%	65.6%	70.7%
毛利	295	426	458	470	597	1,114
% 销售收入	34.6%	38.3%	39.9%	41.1%	34.5%	29.3%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-1	-2
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-6	-58	-84	-82	-137	-300
% 销售收入	0.8%	5.2%	7.4%	7.2%	7.9%	7.9%
管理费用	-128	-139	-153	-154	-161	-171
% 销售收入	15.1%	12.5%	13.3%	13.5%	9.3%	4.5%
息税前利润（EBIT）	160	228	220	233	299	641
% 销售收入	18.7%	20.5%	19.1%	20.4%	17.3%	16.9%
财务费用	6	2	-24	-45	-43	-34
% 销售收入	-0.7%	-0.2%	2.1%	3.9%	2.5%	0.9%
资产减值损失	0	-2	0	-30	66	-36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	4	1	5	5	5
% 税前利润	1.1%	1.8%	0.4%	2.9%	1.5%	0.8%
营业利润	168	232	197	163	326	576
营业利润率	19.7%	20.8%	17.1%	14.3%	18.8%	15.2%
营业外收支	34	-3	25	11	12	12
税前利润	202	229	222	174	338	588
利润率	23.7%	20.5%	19.3%	15.2%	19.5%	15.5%
所得税	-31	-35	-53	-26	-51	-88
所得税率	15.4%	15.1%	24.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	171	194	168	148	287	500
少数股东损益	0	2	3	2	25	50
归属于母公司的净利润	171	192	166	146	262	450
净利率	20.0%	17.3%	14.4%	12.8%	15.2%	11.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	171	194	168	148	287	500
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	77	75	79	153	240	551
非经营收益	6	-5	12	49	29	20
营运资金变动	-29	-5	19	625	-287	-393
经营活动现金净流	225	259	278	976	269	678
资本开支	-130	-919	-1,799	-1,602	-908	-48
投资	-7	0	-334	-1	0	0
其他	0	4	5	5	5	5
投资活动现金净流	-137	-914	-2,129	-1,598	-903	-43
股权募资	0	734	0	0	1,194	0
债权募资	0	0	1,887	262	-667	-131
其他	-34	-36	-55	-50	-94	-99
筹资活动现金净流	-34	699	1,832	212	434	-229
现金净流量	54	44	-19	-411	-200	406

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	678	731	711	300	100	506
应收账款	85	70	57	62	94	207
存货	212	258	269	203	377	809
其他流动资产	19	405	1,146	438	442	370
流动资产	995	1,463	2,182	1,003	1,013	1,892
% 总资产	57.4%	54.2%	46.6%	20.3%	18.1%	31.4%
长期投资	249	230	262	233	262	262
固定资产	484	975	2,210	3,691	4,300	3,841
% 总资产	27.9%	36.1%	47.1%	74.5%	76.7%	63.7%
无形资产	7	19	15	22	28	33
非流动资产	739	1,234	2,506	3,949	4,592	4,137
% 总资产	42.6%	45.8%	53.4%	79.7%	81.9%	68.6%
资产总计	1,734	2,698	4,688	4,952	5,606	6,029
短期借款	0	0	537	799	132	0
应付账款	264	288	948	786	667	689
其他流动负债	103	94	95	160	181	274
流动负债	366	383	1,580	1,745	980	964
长期贷款	0	0	650	650	650	651
其他长期负债	2	443	440	438	438	438
负债	369	826	2,670	2,834	2,068	2,053
普通股股东权益	1,169	1,360	1,505	1,603	2,998	3,386
少数股东权益	196	512	513	515	540	590
负债股东权益合计	1,734	2,698	4,688	4,952	5,606	6,029

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.462	0.521	0.449	0.396	0.552	0.947
每股净资产	6.877	7.999	4.913	4.343	6.308	7.126
每股经营现金净流	1.322	1.519	0.905	2.643	0.566	1.427
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	14.60%	14.13%	11.02%	9.12%	8.75%	13.30%
总资产收益率	9.84%	7.13%	3.54%	2.95%	4.68%	7.47%
投入资本收益率	9.93%	8.39%	4.58%	4.95%	5.34%	10.76%
增长率						
主营业务收入增长率	-2.44%	30.57%	3.10%	-0.45%	51.39%	119.53%
EBIT增长率	-25.47%	42.14%	-3.65%	6.06%	28.11%	114.67%
净利润增长率	-2.55%	12.65%	-13.70%	-11.89%	79.49%	71.61%
总资产增长率	12.57%	55.57%	73.79%	5.63%	13.20%	7.56%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.4	6.2	5.7	5.6	5.6	5.6
存货周转天数	126.1	124.9	139.3	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	8.6	12.1	16.3	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	157.9	111.8	102.0	447.4	569.4	364.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.70%	-15.85%	40.36%	70.20%	28.83%	12.16%
EBIT利息保障倍数	-27.7	-108.5	9.1	5.2	6.9	19.1
资产负债率	21.28%	30.62%	56.95%	57.22%	36.89%	34.05%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	3	5	16
买入	0	0	1	4	11
持有	0	1	3	3	7
减持	0	0	0	1	2
卖出	0	1	1	1	1
评分	0	2.20	2.31	2.26	2.08

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，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“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。