

2010年04月07日

李明霞

Limingxia@e-capital.com.cn

目标价(元) 15.3

公司基本信息

产业别	化工
A 股价 (10/04/07)	13.94
上证综合指数 (10/04/07)	3148.22
股价 12 个月高/低	14.58 / 8.53
总发行股数 (百万)	475.20
A 股数 (百万)	404.51
A 市值 (亿元)	56.39
主要股东	贵州赤天化集团 (28.62%)
每股净值 (元)	5.59
股价/账面净值	2.49
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	9.76 18.34 51.03

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2009-10-15	17.09	持有

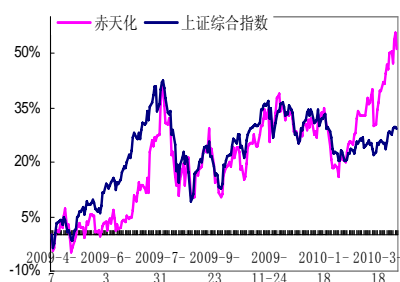
产品组合

尿素	92.99%
复合肥专用肥	1.05%
复混肥	0.99%
药品	3.91%
其它	1.06%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	12.97%
基金	1.74%
社保基金	0.29%

股价相对大盘走势



赤天化(600227.SH)

Hold 持有

转型煤化工企业，盈利逐年释放

结论与建议：

近期贵州旱情有所缓解，且 5 月当地用肥旺季即将到来，对尿素价格构成支撑，2010 年上半年公司净利润有望回升。2010 年 6 月份天福煤化工 30 万吨合成氨、15 万吨二甲醚项目实现产出，成为业绩增长主要来源，下半年净利增速将大幅提升，但由于第一年投产，成本费用相对较高，因此盈利增长幅度小于营收增长。我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.436 和 0.64，但动态 PE 为 32.1 倍和 21.9 倍，短期估值吸引力不足，给予持有投资建议。

- 公司 09 年实现营收 11.12 亿元，yoy 下降 3.13%；实现归属于母公司股东的净利润 1.37 亿元，yoy 减少 20.39%，EPS 为 0.372 元，符合预期。公司拟实施 10 转 10 派 0.5 的股利分红方案。
- 目前公司尿素出厂价 1900 元/吨，高于国内其它地区。而随着近期贵州地区旱情略有好转，农民开始补种农作物，尤其至 5 月上中旬的水稻种植期，用肥量较大，将对尿素价格构成支撑，有利于对当地尿素价格构成支撑。尿素价格的提高，将带动上半年公司营收增长。
- 公司现有尿素产能 72 万吨，但受困天然气供应不足，09 年开工率仅在 78.5%，尿素产量 56.54 万吨，yoy 减少 6%。2010 年一季度公司大部分时间处于停产检修状态，全年计划产销量在 58 万吨，仅略好于 09 年。
- 公司正转型煤化工项目，其中天福化工 30 万吨合成氨、15 万吨二甲醚煤化工项目将于 2010 年 6 月实现产出；金赤化工年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素、30 万吨甲醇煤化工项目，设备安装已完成 75%，预计 2010 年底完成全部设备安装工作，2011 年一季度进入试车和调试阶段。且依托贵州当地丰富的煤炭资源，两大项目在原料成本方面都具有一定优势。两大煤化工项目将使得公司有效克服因天然气供应量的不足及未来天然气价格的上涨等不利因素，将成为公司未来盈利增长的新亮点。
- 参股公司贵州赤天化纸业 09 年大幅亏损导致公司计提 3000 万长期股权投资损失，但 2010 年由于纸浆价格大涨超 4 成，且原料供应状况改善，2010 年有望实现扭亏。
- 近期公司剥离医药资产置入复混肥资产，短期可能对净利润产生不利影响，但长期有利于做大化肥主业。
- 我们预计 2010、2011 年公司净利润分别为 2.07 亿元和 3.04 亿元，同比分别增长 50.76% 和 46.76%，EPS 分别为 0.436 和 0.64，动态 PE 为 32.1 倍和 21.9 倍，给予公司持有投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	193	178	137	207	304
同比增减	%	12.94%	-7.63%	-22.83%	50.76%	46.76%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.134	0.581	0.372	0.436	0.640
同比增减	%	12.94%	-48.72%	-35.97%	17.10%	46.76%
A 股市盈率(P/E)	X	12.3	24.1	37.6	32.1	21.9
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0.1	0.15	0.15	1.15
股息率 (Yield)	%	1.43%	0.71%	1.07%	1.07%	8.22%

营运分析

公司09年实现净利润同比下降20.39%

目前公司尿素销售价格处于全国较高水平，二季度贵州地区用肥高峰到来，价格可能再次出现小幅上扬

公司09年实现营业收入11.12亿元，yoy下降3.13%；实现归属于母公司股东的净利润1.37亿元，yoy减少20.39%，EPS为0.372元，符合预期。其中第四季度由于计提资产减值损失2909万元，导致亏损79万元，而08年同期为盈利1643万元。09年公司总体毛利率增加2.43个百分点至41.81%。尿素产品毛利率达41.61%，同比增加2.97个百分点，处于行业较高水平。

09年公司80%尿素产品集中在贵州省内销售，约占全省用量的七成。而贵州地区由于受运输等因素限制，尿素价格一般高于国内平均水平，3月下旬国内平均尿素价格有所回落，但公司目前销售价格受到影响较小，尿素出厂价维持在1900元/吨，与09年同期基本持平。

二季度来看，公司尿素销售价格有望维持在高位。主要原因有，第一，贵州尿素需求高峰主要在5月上中旬的水稻种植期，用肥量较大。第二，近期贵州地区降水量有所增加，旱情好转，各地农民开始补种农作物，前期没有备肥的农民也将集中采购，使得需求集中释放，有利于对当地尿素价格构成支撑。尤其如中国天然气价改在二季度推出，尿素价格还将可能出现大幅度上涨。尿素价格的提高，有利于公司营收的增长。

图1：国内尿素价格走势



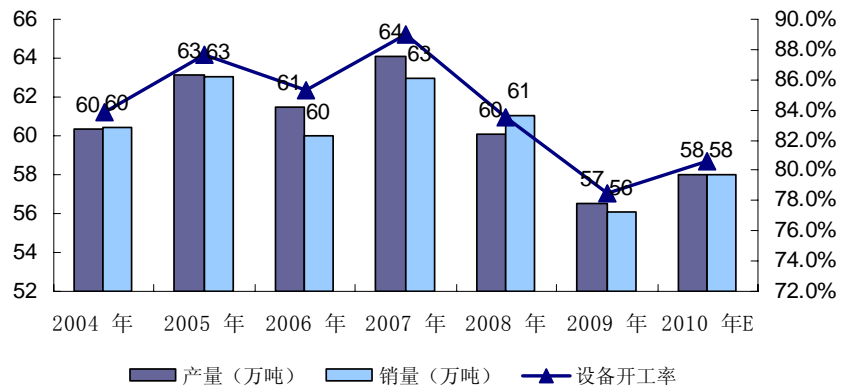
资料来源：中国化肥网、群益证券整理

2010年公司计划尿素全年产销量在58万吨左右，略好于09年

公司共有尿素产能72万吨，近年一直受困于天然气供应紧缺。08年开工率为83.5%，09年下降至78.53%，09年公司共计生产散尿素56.54万吨，yoy减少6%，完成年计划的97.48%；销售尿素56.05万吨。2010年这一状况依然没有好转，一季度公司大部分时间处于停产检修状态，公司计划尿素全年产销量在58万吨左右，略好于09年。但公司已经布局转型煤化工企业，未来产能增长将主要依托于煤化工项目的投产。

图1：公司尿素产销量预估

公司尿素产销量状况



资料来源：群益证券整理

公司转型煤化工企业，两大煤化工项目分别在 2010 年中和 2011 年初实现产出，成为公司未来盈利增长的主要来源

目前，公司投资的两大煤化工项目中，控股 51% 的贵州天福化工有限责任公司年产 30 万吨合成氨、15 万吨二甲醚煤化工项目，设备安装已全部结束，正在进行试生产，预计 2010 年 6 月份出产品。其 30 万吨合成氨将通过管道直接输送销售给翁福集团；15 万吨二甲醚将在贵州市场替代液化气及柴油作为民用燃气及动力对外销售。该项目采用了壳牌干燥粉气化技术，因此对煤质要求较低，可利用周边地区烟煤资源，预计吨煤到厂价在 380-400 元/吨，吨氨煤炭成本在 700 元/吨左右，相对较低，

全资及募投公司贵州金赤化工有限责任公司年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素、30 万吨甲醇煤化工项目，设备安装已完成 75%，预计 2010 年底完成全部设备安装工作，2011 年一季度进入试车和调试阶段。52 万吨尿素将通过公司现有销售管道销售，30 万吨的甲醇也和四川、重庆相关单位签订了供货的意向协议。金赤公司桐梓煤化工采用了美国 GE 水煤浆气化，由于当地拥有丰富的煤炭资源，桐梓县有 47 亿吨的煤储量，可开采量达 35 亿吨，能够满足公司煤炭需求，具有明显成本优势，而且公司也正在积极洽谈参股煤矿事宜，如完成则进一步降低原料成本。

两大煤化工项目将使得公司有效克服因天然气供应量的不足及未来天然气价格的上涨等不利因素，将成为公司未来盈利增长的新亮点。

参股公司贵州赤天化纸业在 2010 年有望扭亏

公司持股 27.09% 的贵州赤天化纸业股份有限公司，因受金融危机影响，产品纸浆销售价格在 09 年内低价运行，09 年亏损约在 2.9 亿元，公司计提了 3000 万元长期股权投资减值准备，对 09 年业绩产生不利影响。但从 09 年 11 月底，纸浆价格开始大幅上涨，尤其一季度累积涨幅超过 40%，加之原料竹子的收购与当地企业合作已能够获得相对稳定的来源，2010 年公司有望实现扭亏，并为公司带来盈利，该部分资产减值有充回的可能。

公司剥离医药资产置入复混肥资产，短期可能对净利润产生不利影响，但长期有利于做大化肥主业

公司同时公告，拟与贵州赤天化集团公司进行股权置换。将公司持有的贵州天安药业股份有限公司 55.586% 的股权和贵州康心药业有限公司 33% 的股权与集团公司持有的贵州赤天化集团遵义大兴复肥有限责任公司 71% 的股权进行置换。大兴公司年产 15 万吨优质复混肥。

从短期盈利看对公司净利润将产生不利影响，剥离的医药资产 09 年合计贡献母公司净利润 838.1 万元，而置入的复混肥资产 09 年按权益计算净利润贡献仅 60.51 万元。但长期看，复合肥资产注入不仅减少与集团公司的关联交易，同时有

利于公司集中做大化肥产业，目前复合肥盈利处于缓慢回升阶段。

盈利预测

近期贵州旱情有所缓解，且5月当地用肥旺季即将到来，对尿素价格构成支撑，2010年上半年公司净利润有望回升。2010年6月份天福煤化工30万吨合成氨、15万吨二甲醚项目实现产出，成为公司营收增长主要来源，但由于第一年投产，成本费用相对较高，因此盈利增长幅度小于营收增长。

我们预计公司2010、2011年公司实现营收19.94亿元和37.92亿元，yoy分别增长79.31%和90.16%，净利润分别为2.07亿元和3.04亿元，同比分别增长50.76%和46.76%，EPS分别为0.436和0.64，但目前动态PE为32.1倍和21.9倍，短期估值吸引力相对不足，给予公司持有投资建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy ($ER \geq 30\%$)；买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$)；强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表（合并后）

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	1114	1148	1112	1994	3792
经营成本	688	696	647	1401	2848
营业税金及附加	1	1	2	3	11
销售费用	58	84	70	88	117
管理费用	138	153	160	195	355
财务费用	-2	24	40	62	79
资产减值损失	2	0	29	2	2
投资收益	4	1	3	0	0
营业利润	233	191	167	243	380
利润总额	230	216	172	247	381
所得税	35	35	29	37	57
净利润	195	181	143	210	324
少数股东损益	2	3	6	2	20
归属于母公司所有者的净利润	193	178	137	207	304

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	731	711	2707	1326	1425
应收账款	405	1046	1199	768	596
存货	258	269	314	784	886
流动资产合计	1463	2182	4275	2954	3002
长期股权投资	230	262	233	335	336
固定资产	341	321	306	4423	5333
在建工程	633	1889	3802	1216	854
非流动资产合计	1235	2499	4394	6005	6556
资产总计	2698	4681	8668	8959	9558
流动负债合计	383	1554	1659	1683	2352
非流动负债合计	443	1090	4428	3618	3352
负债合计	826	2644	6087	5301	5704
少数股东权益	512	514	516	624	625
股东权益合计	1873	2037	2581	3658	3854
负债及股东权益合计	2698	4681	8668	8959	9558

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	259	227	303	289	765
投资活动产生的现金流量净额	-915	-2129	-1899	-2565	-1131
筹资活动产生的现金流量净额	699	1832	3592	895	465
现金及现金等价物净增加额	43	-20	1996	-1381	99

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会因使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

群益大中华产业研究团队

台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
总经及市场策略处		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
产业研究一处		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯瑄	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
产业研究二处		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安防
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
产业研究三处		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹞翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC周边、被动组件、连接器

上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	Weiqi_Han@e-capital.com.cn	海运、航空、基建、汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Liuhui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路、海运、航空、基建、旅游
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
黄文泰	Eric_wong@e-capital.com.hk	地产、金融
王俊华	Nicky_wong@e-capital.com.hk	零售消费、食品/饮料