

研究员：
代鹏举

行业：石油和化工
(8621)64718888-
1206

赤天化（600227）

——2008年度业绩小幅下降

投资要点：

➤ 2008年盈利同比下降16%，存货小幅增加

2月10日，赤天化（600227）发布2008年年报，公司实现营业收入11.48亿元，同比增长3.1%；实现利润总额2.22亿元，同比下降5.78%；实现归属母公司净利润1.66亿元，同比下降16.62%。实现基本每股收益0.54元。实现净资产收益率11.02%，比去年同期下降了3.11个百分点。

期末存货账面余额26945万元，比期初增加1068万元。新增5.37亿元短期贷款，6.5亿元长期贷款，资产负债率56.95%，较期初30.36%大幅上升。

➤ 2008年第四季度主营业务微利，经营现金流净额为负

2008年前三季度，受益于尿素价格上涨，公司盈利同比增长11%。第四季度尿素价格下跌，主营业务盈利降低，仅实现微利。收到尿素淡储利息补贴款，获得营业外收入1521万元，单季度每股收益0.05元。

第四季度经营活动现金流净额-935万元，煤化工项目投资加大，现金及现金等价物净增加额-22136万元。

➤ 公司可转债全部转股后将摊薄每股收益16%

公司2007年10月10日发行4.5亿元期限5年、面值100元的可转债，2008年10月17日修正后的转股价格为6.94元/股。2008年度共计转股27.517万股。2月份股价上涨，触发赎回条款的概率较大，如果上半年公司可转债全部转股，将增加股本约6419万股，摊薄每股收益16%。

➤ 2010年煤化工项目投产增强盈利能力和抗风险能力

天然气价格改革是不可避免的趋势，为了减弱对天然气资源的依赖性，公司依托贵州丰富的煤炭资源，大力介入煤化工领域。投资的天福煤化工项目将于2009年四季度建成投产，金赤煤化工项目将于2010年建成投产，届时公司将形成气头、煤头尿素和二甲醚的多元化产业组合，盈利能力大幅提高，抗风险也得到显著改善。

➤ 估值与投资评级

2009年不摊薄每股收益0.57元，全部转股摊薄后全年每股收益0.48元。2010年不摊薄每股收益0.9元，全部转股摊薄后每股收益0.75元，增发1.5亿股摊薄后每股收益0.54元。

目前氮肥股2009年平均动态市盈率18倍，2010年动态市盈率13.6倍，给予公司2009年14-20倍市盈率估值，合理价值区间在8-11元，给予公司中性评级。

➤ 风险提示

天然气上调价格；
市场估值水平回落。

联系人

张燕华
(8621)64718888-
1287
zhangyanhua@st
ocke.com.cn
上海市长乐路
1219号长鑫大厦
18层
(200031)

一、 公司基本财务情况

表1 主要财务指标

	2006 年报	2007 年报	2008 年报
盈利能力			
销售毛利率 (%)	36.31	38.27	39.9
净资产收益率 (%)	14.6	14.13	11.02
资产减值损失 / 营业总收入 (%)		0.21	-0.01
营运能力			
存货周转率 (次)	3.29	2.89	2.62
应收账款周转率 (次)	47.79	44.5	63.62
总资产周转率 (次)	0.61	0.5	0.31
偿债能力			
资产负债率 (%)	21.31	30.62	56.95
速动比率	2.15	3.15	1.21
现金流量			
销售商品提供劳务收到的现金 / 营业收入 (%)	87.74	90.94	102.01
经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入 (%)	22.77	23.19	24.15
收益质量			
经营活动净收益 / 利润总额 (%)	104.47	99.64	88.23
营业外收支净额 / 利润总额 (%)	-4.56	-1.49	11.37
所得税 / 利润总额 (%)	15.74	15.11	24.11

► 2008年第四季度尿素价格下跌，主营业务微利

2008年前三季度，受益于尿素价格上涨，公司盈利同比增长11%。第四季度随着尿素价格下跌，主营业务盈利降低，仅实现微利。

表2 2008年单季度利润表情况

项目	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
营业收入（万元）	30297	35326	26429	22765
资产减值损失（万元）	-4	/	/	-12
营业利润（万元）	5517	8403	5080	667
营业外净收益（万元）	624	455	2	1441
母公司所有者净利润（万元）	5185	6043	3717	1643
每股收益（元/股）	0.17	0.20	0.12	0.05

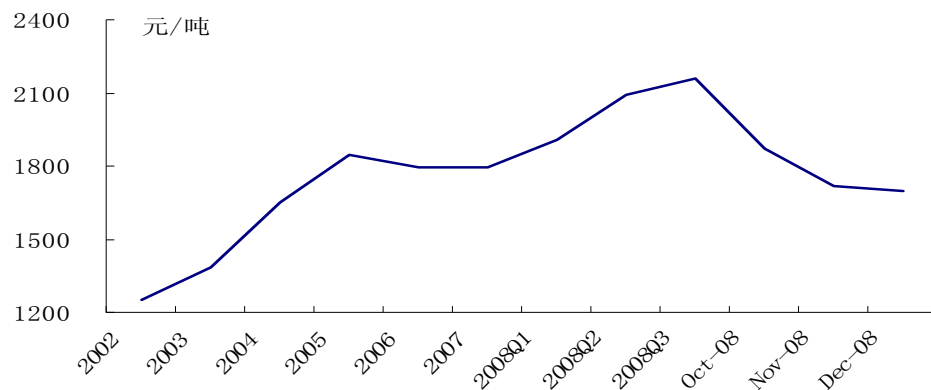


图1 国内尿素价格走势

➤ **2008第四季度现金流净额为负，存在融资需求**

表3 2008年单季度现金流量表情况

项目	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
经营活动现金流量净额（万元）	12360	8119	8185	-935
投资活动现金流量净额（万元）	-27499	-51436	-54167	-79784
筹资活动现金流量净额（万元）	10786	54283	59523	58583
现金及现金等价物净增加额（万元）	-4353	10966	13541	-22136

资料来源：公司季报，浙商证券研究所

2008年公司现金及现金等价物净增加额为-1982万元，期末现金及现金等价物余额71072万元。其中经营活动产生现金流量净额27729万元，较2007年增加1907万元；投资活动产生现金流量净额-212886万元，较2007年减少121445万元，主要是两个煤化工项目增加投资约12亿元；筹资活动183175万元，较2007年增加113299万元，主要是新增银行贷款11.87亿元。

2009年公司在建项目需要继续投资16亿元，资产负债率已经接近60%，存在证券市场融资的需要。

➤ **存货小幅增加，流动负债大增**

公司期末存货账面余额26945万元，比期初增加1068万元。期末流动负债增加11.97亿元，主要是新增5.37亿元银行短期贷款，在建工程应付款增加6.59亿元。银行长期贷款增加6.5亿元。期末资产负债率56.95%，较期初30.36%大幅上升。

主要是2008年公司继续推进两个煤化工项目，在建工程期末余额比期初增加12.55亿元，增幅198%。公司公开发行股票推后，以自有流动资金、同时增加银行贷款来支持项目建设，造成公司负债大幅上升。

二、2009-2010年盈利预测

➤ **目前转债与正股无套利，可转债全部转股后摊薄每股收益16%**

公司2007年10月10日发行4.5亿元期限5年、面值100元的可转债，转股期限为2008年4月10日至2012年10月10日，初始转股价格为24.93元。2008年10月17日，公司向下修正转股价格，修正后的转股价格为6.94元/股。截止2008年12月31日，2008年度共计转股增加股本275170股。

2009年1月5日开始，公司股价逐渐上涨，高于转股价格。赤化转债（110227）价格同时上涨，基本保持转债和正股无套利的状态（假设转债持有人在1月5日转股，因为转债第一年票面利率仅1.5%，低于银行长期存款利率，持股成本略高于6.94元，2月9日赤天化收盘价9.68，涨幅约38%。2月8日转债收盘价135.35，涨幅35%，套利空间约3%，转股意愿并不强烈）。

长期看公司转债大部分将会转股。根据赎回条款，若公司股票收盘价连续30个交易日中至少有20个交易日不低于当期转股价格的130%（9.02元），公司有权以103元赎回全部或部分未转股的可转债，将会强制转债持有者转股。

2月6日公司股价高于9.02元，2月份触发赎回条款的概率较大，如果上半年公司转债全部转股，能够减轻公司2009年的利息支出约500万元，同时增加股本6419万股，摊薄每股收益16%。

➤ 2009年一季度装置停车约2个月

因为尿素价格低迷，公司生产装置于2008年12月29日停车开始进行年度设备大检修。根据供气单位的计划安排，公司本次设备检修时间约60天左右。预计将影响公司尿素产量约10万吨，影响收入1.7亿元。因为1-2月份尿素价格比较低，影响净利润约1000万元。

➤ 2010年煤化工投资项目产生效益

天然气价格改革是不可避免的趋势，为了减弱对天然气资源的依赖性，公司依托贵州丰富的煤炭资源，大力介入煤化工领域。投资的天福煤化工项目将延迟投产，预计2009年四季度建成并试车，金赤煤化工项目预计将于2010年建成投产。

表4 投资的煤化工项目情况

投资项目	持股比例	主营	投产时间	净利润
贵州金赤化工	100%	煤气化、氨醇联产	2010年	40297万元
贵州天福化工	51%	合成氨、二甲醚	2009年四季度	21431万元

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

➤ 2009-2010年业绩预测

2009年公司主营业务仍主要是尿素，公司计划生产尿素58万吨，产量较2008年减少2万吨。2009年尿素均价预计在1800元/吨，如果化肥天然气价格不上调，尿素的盈利能力略低于2008年第一季度。一季度盈利比较差，公司停产能够保证后三个季度供气充足，因此检修的影响有限。

占27.07%股权比例的20万吨竹浆林纸一体化项目2008年10月正式建成投产，运行水平达到设计产能80%，预计2009年该项目可贡献净利润约5000万元。不摊薄2009年全年每股收益0.57元，转股摊薄后2009年全年每股收益0.48元。

2010年两个煤化工项目投产，经济形势好转的情况下，盈利能力好于2009年，转股后摊薄每股收益0.75元，假设2009年下半年公司完成增发1.5亿股，2010年摊薄后每股收益0.54元。

三、估值与投资评级

2009年不摊薄每股收益0.57元，摊薄后全年每股收益0.48元。2010年不摊薄每股收益0.9元，转股后摊薄每股收益0.75元，增发摊薄后每股收益0.54元。

目前氮肥股2009年平均动态市盈率18倍，2010年动态市盈率13.6倍，给予公司2009年14-20倍市盈率估值，合理价值区间在8-11元，给予公司中性评级。

股票代码	股票名称	每股收益				市盈率			
		2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E
000422	湖北宜化	0.72	0.8	0.85	1.05	18.2	16.4	15.4	12.5
000731	四川美丰	1.01	0.46	0.6	0.7	8.5	18.7	14.3	12.3
000950	建峰化工	0.85	0.86	0.62	1.1	15.6	15.4	21.4	12.0
600426	华鲁恒升	0.65	0.82	0.76	0.96	23.2	18.4	19.9	15.7
600096	云天化	1.27	1.3	1.4	1.8	22.2	21.7	20.1	15.6
000912	泸天化	0.78	0.72	0.72	0.9	15.8	17.2	17.2	13.7
行业平均		0.88	0.83	0.82	1.1	17.3	18.0	18.1	13.6

注：市盈率以2月10日收盘价计算

四、风险提示

- 天然气上调价格；
- 市场估值水平回落。

研究员介绍:

代鹏举：上海交通大学硕士，三年大型化工上市公司工作经历，2008年5月加入浙商证券，目前为石油和化工行业研究员。

投资评级的说明:

股票投资评级

- 强烈推荐：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 推荐：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 中性：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 回避：** 相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上；

行业投资评级

- 推荐：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数；
- 中性：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平；
- 回避：** 预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数；

特别声明:

本报告版权归“浙商证券”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“浙商证券”或“浙商研究”，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公开发布时的判断，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。