

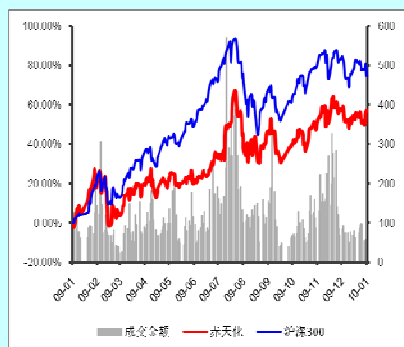
投资评级:

投资评级	买入
上次评级	买入
目标价格	15.0-17.0
当前市场价格	12.2

基础数据

总股本(百万股)	369
流通股(百万股)	268
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	33
净资产收益率(%)	11.6

股价相对市场表现



相关研究:

赤天化调研简报(600227): 煤化工项目进入收获期

化工行业分析师:

傅用增

8621-68761616-8678

fuyz@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

http://www.tebon.com.cn

赤天化(600227):

煤化工项目进入收获期, 未来三年盈利大幅增长

投资要点:

- ◆ **公司在建煤化工项目未来两年陆续投产, 进入快速扩张期。**赤天化公司原有72万吨天然气尿素盈利稳定, 年产尿素60万吨。贵州天福化工年产30万吨合成氨、15万吨二甲醚煤化工09年底试车; 桐梓煤化工一期工程30万吨合成氨、联产52万吨尿素、30万吨甲醇项目在2010年底投产, 未来两年公司进入快速扩张期。
- ◆ **高油价背景下煤化工长期盈利看好。**公司煤化工投资项目很快进入收获期, 我们看好公司的煤化工项目, 基于以下几点: (1) 原油价格维持在70-80美元区间, 天然气价格上涨预期愈加强烈, 煤化工项目有替代优势。(2) 公司发展煤化工具有很强的成本优势。贵州煤炭资源丰富, 公司煤碳成本比华鲁恒升低200元/吨, 而且水资源充沛, 自然环境优良, 环保压力小, 水路交通成本低。(3) 贵州地区氮肥供需存在缺口, 尿素价格高于全国均价100元/吨, 公司在满足贵州缺口剩余氮肥向两广地区辐射。
- ◆ **公司煤化工项目具备良好盈利能力。**公司两套煤化工项目分别采用壳牌技术和德士古水煤浆技术, 在国内已有较好的运行先例, 运行风险小。天福项目预计3月份会联体试车, 生产的合成氨直接用管道输送给宏福集团, 二甲醚市场开拓有条不紊进行, 主要在当地替代LPG, 预计合成氨成本1900-2000元/吨, 二甲醚2900元/吨, 在目前价格水平下有25%以上的毛利。金赤煤化工项目有望在年底试车。金赤在协议参股两个年产90万吨的煤矿建设, 并和成都铁路局合资(占比51%)修建铁路连通渝黔铁路, 方便产品和煤炭运输。
- ◆ **天然气尿素技改储备项目应对天然气价格上涨。**国内天然气价格逐步走高是大势所趋, 公司未雨绸缪储备了天然气技改项目, 一方面通过参股的纸业公司供应的蒸汽降低动力用天然气消耗20%。如果天然气涨至0.9元/m³以上, 公司会进一步启动KBR的合作技改项目, 把合成氨天然气消耗降低30%, 该技改项目所需能耗相当于0.9元/m³天然气, 有效应对天然气上涨。
- ◆ **盈利和预测。**我们假设天福煤化工10年开工率为60%, 11年完全达到产能, 金赤煤化工11年开工率80%, 12年完全达产。公司现有的气头尿素能提供稳定的现金流, 煤化工项目是将来的投资亮点。假设公司顺利完成公开增发1.1亿股, 2010-2012年摊薄每股收益0.43元、0.71元、0.90元, 按11年21-24倍市盈率计算, 目标价格区间15.0-17.0元。

财务摘要

(百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
主营收入	1148	1106	2080	3904	4268
(+/-)%	3%	-4%	88%	88%	9%
净利润	166	156	205	338	433
(+/-)%	-14%	-6%	31%	65%	28%
每股收益	0.54	0.42	0.43	0.71	0.90

目录

1. 公司在建煤化工项目陆续投产，未来两年进入快速扩张期。	- 1 -
2. 高油价背景下煤化工盈利长期看好	- 1 -
2.1 原油价格持续高位，煤化工有成本优势	- 1 -
2.2 天然气供应缺口加大，气头尿素企业开工率将持续下降	- 2 -
2.3 赤天化地处贵州，具备低煤价成本优势	- 3 -
2.4 贵州地区尿素局部存在缺口，价格高于全国均价，产能扩张无须担忧	- 4 -
3. 公司煤化工项目具备长期盈利能力	- 5 -
3.1 公司煤气化技术先进	- 5 -
3.2 氨醇产品价格具备成本支撑，公司成本优势明显	- 6 -
3.3 二甲醚销售前景看好	- 7 -
4. 煤化工和气头尿素齐头并进，未来两年盈利进入爆发期	- 8 -
4.1 天福化工：同宏福强强联手，结合当地市场	- 8 -
4.2 金赤化工：后山有煤，前有铁路	- 9 -
4.3 气头尿素提供稳定盈利，技改储备项目应对气价上涨	- 11 -
5. 公开增发改善财务结构，有利公司长期发展。	- 11 -
6. 盈利预测和假设	- 11 -
6.1 盈利预测假设：	- 11 -
6.2 敏感性分析	- 12 -
7. 估值及投资评级	- 14 -
7.1 相对估值：合理区间为 14.2-16.3 元/股	- 14 -
7.2 绝对估值：合理估值为 17.4 元/股	- 14 -
7.3 估值结论：合理区间为 15.0-17.0 元/股	- 15 -
8. 风险因素：	- 15 -
附录：SHELL 和 TEXACO 煤化工技术优点和可行性	- 18 -

图表目录

图表 1 公司煤化工项目	- 1 -
图表 2 WTI 原油价格（单位：美元/桶）	- 2 -
图表 3 NYMEX 天然气价格（美元/MMBTUs）	- 2 -
图表 4 我国天然气供需情况分析（单位：十亿立方米）	- 3 -
图表 5 天然气储量和产量增长落后于需求增长（单位：十亿立方米）	- 3 -
图表 6 贵州地区无烟煤价格	- 4 -
图表 7 赤天化尿素出厂价（元/吨）	- 5 -
图表 8 Texaco 和 Shell 气化特性指标	- 6 -
图表 9 煤制甲醇成本与煤价关系（单位：元/吨）	- 7 -

图表 10 天然气制甲醇成本与气价关系	- 7 -
图表 11 甲醇价格（元/吨）	- 8 -
图表 12 液化石油气价格（元/吨）	- 8 -
图表 13 二甲醚价格（元/吨）	- 8 -
图表 14 金赤化工资源优势	- 10 -
图表 15 敏感性分析	- 12 -
图表 16 公司盈利预测假设	- 12 -
图表 17 盈利预测结果	- 13 -
图表 18 主要财务指标	- 13 -
图表 19 相对估值表	- 14 -
图表 20 估值参数设定	- 14 -
图表 21 估值敏感性分析	- 14 -
图表 22 附表	- 16 -
图表 23 Texaco 和 Shell 气化特性指标	- 19 -

1. 公司在建煤化工项目陆续投产，未来两年进入快速扩张期。

公司是我国二十世纪七十年代首批引进国外大型设备建设的 13 家大化肥生产企业之一，具备天然气制尿素产能 72 万吨，近年来受川渝地区天然气供应紧张影响，公司每年都要根据中石油西南油气田分公司安排停气检修，致使年开工率在 80% 左右，每年尿素产量在 60 万吨左右。公司管理层较早认识到天然气供应紧张和天然气涨价预期会制约公司发展，利用贵州丰富的煤炭资源进军煤化工产业，做到原料结构调整和产品结构调整，从单一天然气来源扩展到煤，从单一尿素产品扩展到合成氨、二甲醚和甲醇，规避原料价格大幅上涨风险，扩大盈利空间。2005 年公司同贵州宏福实业开发有限总公司共同投资贵州天福，建设年产 30 万吨合成氨、15 万吨二甲醚煤化工项目，预计 2009 年底试车；2007 年投资建设桐梓煤化工一期项目工程 30 万吨合成氨、联产 52 万吨尿素、30 万吨甲醇项目预计在 2010 年底投产。

图表 1 公司煤化工项目

项目	类别	规模	投产时间	总投资额	盈利预测	股权比例
天福化工	合成氨	30 万吨	2009 年底	32 亿	年营业收入 12 亿元，销售利润达 3 亿元。	51%
	二甲醚	15 万吨				
金赤化工	合成氨	30 万吨	2010 年底	40.5 亿	年营业收入 16 亿元，销售利润达 3.8 亿元。	100%
	尿素	52 万吨				
	甲醇	30 万吨				

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

2. 高油价背景下煤化工盈利长期看好

公司煤化工投资项目很快进入收获期，我们看好公司的煤化工项目，基于以下几点：

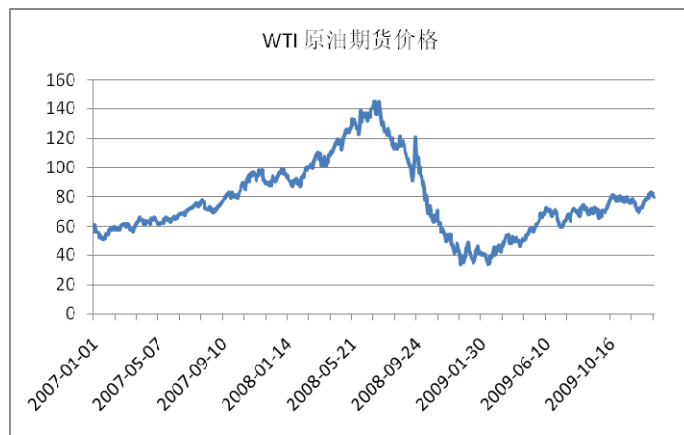
- ◆ 原油价格维持在 70-80 美元附近，天然气价格上涨预期愈加强烈，煤化工项目有替代优势，特别是气头尿素集中的川渝地区尿素成本将会逐步提升，供气不足使得开工率下降。
- ◆ 公司发展煤化工具有很强的成本优势。贵州煤炭资源丰富，公司煤碳成本比华鲁恒升低 200 元/吨，而且水资源充沛，自然环境优良，环保压力小，水路交通成本低。
- ◆ 贵州地区氮肥供需存在缺口，尿素价格高于全国均价 100 元/吨，公司在满足贵州缺口剩余氮肥向两广地区辐射。

2.1 原油价格持续高位，煤化工有成本优势

国际原油价格之 09 年低点回升之后一直稳定在 70-80 美元之间，我们判断原油价格易涨难跌，处于高位的可能性大，风险原因如下：（1）全球石油需求增长超过非 OPEC

国家的产量增长；(2) OPEC 内在的特点决定了其上调产量的速度会慢于预期，使得一段时间内全球石油供应处于较为紧张的情况；(3) 全球泛滥的流动性为原油价格上涨提供了金融条件。天然气价格和石油价格的联动性很强，虽然目前单位热量的天然气石油比价处于低位，但天然气作为清洁能源日益受到青睐，未来涨价预期比较强烈。中国作为一个缺油少气多煤的国家，大力发展煤化工是解决能源问题的必由之路。

图表 2 WTI 原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：百川资讯、德邦证券经济研究所

图表 3 NYMEX 天然气价格（美元/MMBTUs）



资料来源：百川资讯、德邦证券经济研究所

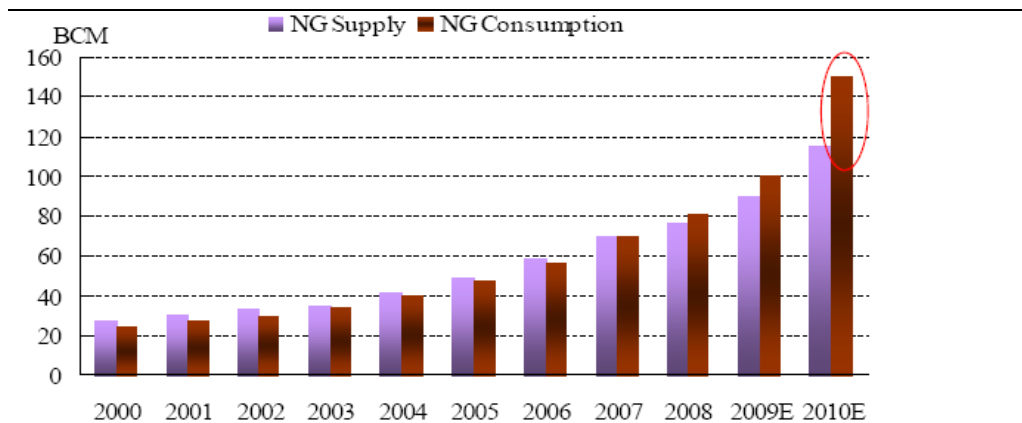
2.2 天然气供应缺口加大，气头尿素企业开工率将持续下降

天然气作为清洁能源在日常生活应用日益广泛，随着城市化进程和居民生活质量的提高，天然气的需求呈现快速增长的趋势；另一方面由于国内天然气价格偏低，国内天然气出厂价格与国际原油比价远低于国际市场气油比价 0.7:1，中石油中石化天然气开采积极性不高。因此国内天然气的供需矛盾日益突出，预计我国天然气消费在 2010 和 2015 年将分别达到 1500 亿立方米和 2400 亿立方米，2010 年国内天然气供需缺口在 300-400 亿立方米，2015 年缺口在 500-600 亿立方米，2020 年将达到 900 亿立方米。国家发改委颁发的《天然气利用政策》明确指出，要确保天然气优先用于城市燃气。09 年年中印发的《国家发展改革委关于川气东送天然气价格有关问题的通知》（发改价格〔2009〕1604 号），公布了川气东送天然气的出厂价格和沿线管输费标准。川气东送天然气出厂基准价格定为每立方米 1.28 元（含增值税），具体出厂价格由供需双方在上下 10% 的浮动范围内协商确定。川气首次实行了一气一价的政策，不再对用户进行区别分类，目的是抑制近年来工业用气过快的增长，引导民用天然气比例逐渐增长。我们判断未来川渝地区的天然气将优先供应居民使用，尿素企业的天然气供应会价升量减，企业开工率，成本上升。考虑到化肥用气的特殊性，川渝化肥气价会逐年小幅上调 8-10%，预计 10 年会上调 0.07-0.10 元/立方。

赤天化每年消耗天然气 4 亿立方米，天然气价格上调 0.1 元，影响公司毛利 4000 万元，天然气价格上涨会带动川渝云贵地区氨醇产品的价格，随着公司煤化工项目的投产，

煤化工的主营业务收入比重将增加至 70%以上，公司将受益于天然气价格上涨带动下游产品涨价。

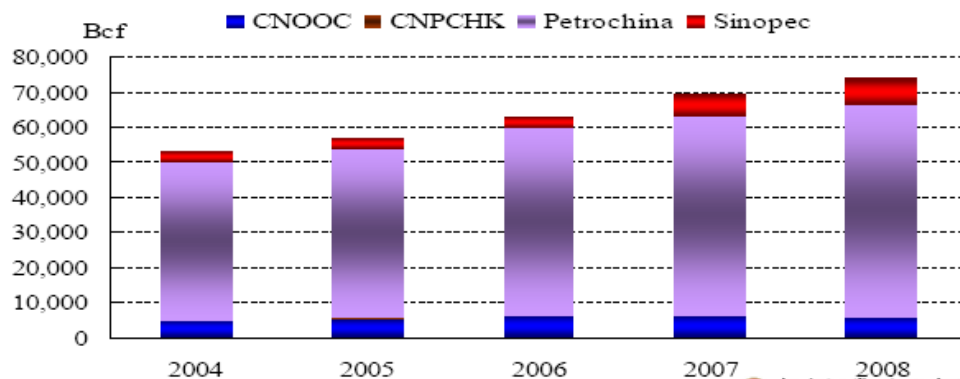
图表 4 我国天然气供需情况分析（单位：十亿立方米）



资料来源：Bloomberg、德邦证券经济研究所

图表 5 天然气储量和产量增长落后于需求增长（单位：十亿立方米）

	北京	上海	江苏	浙江	广东
2003	5.38	1.80	0.10	0.12	0.18
2004	7.38	3.97	1.79	0.58	0.20
2005	8.80	5.22	3.80	1.19	0.79
2006	9.57	5.86	5.75	1.88	0.84
2007	10.01	6.96	7.00	3.00	0.00
2008	10.68	7.41	8.42	3.53	5.82



资料来源：Bloomberg、德邦证券经济研究所

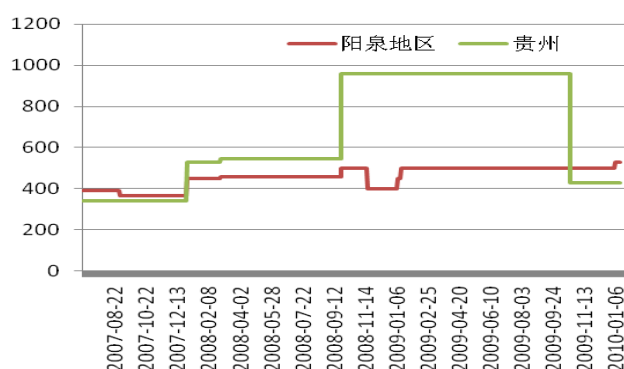
2.3 赤天化地处贵州，具备低煤价成本优势

贵州地区煤炭资源丰富，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。贵州煤炭资源总量达 2,400 多亿吨（其中优质低硫煤 720 亿吨），探明储量 540 多亿吨，居全国第五位。其中贵州桐梓县煤炭资源总量达 42.72 亿吨，且品种齐全，无烟煤储量 40.34 亿吨，烟煤储量 2.38 亿吨，低硫煤储量 19.80

亿吨；煤炭资源分布集中，煤层赋存稳定，发育较好，埋藏较浅；易于开采，机械强度较高，完全能够满足煤化工用煤所需。根据贵州省煤矿设计研究院编制的《桐梓县煤炭开发规划》，全县矿区内建设规模总能力为每年 1,184 万吨-1,354 万吨。公司全资子公司金赤化工将成为贵州省煤化工产业规划总体战略布局“一带两区”中黔北地区的核心。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，因此贵州的煤炭价格受全国的价格波动影响较小。目前贵州地区无烟煤价格维持在 430 元/吨，相比山西阳泉地区 530 元/吨还低了 90 元。

天福化工的原料用煤来自贵州六枝等地区，距离天福化工 200 公里，运输成本低，预计原料用煤不到 500 元/吨，燃料用煤 380 元/吨；金赤桐梓煤化工原料用煤使用桐梓当地坑口煤，省却运输费用，预计原料用煤 400 元/吨，燃料用煤 300-350 元/吨，相比较华鲁恒升 600 元/吨左右的煤价，公司节约原料成本 200 元/吨，因此公司发展煤化工具备原料成本优势。

图表 6 贵州地区无烟煤价格



资料来源：百川资讯、德邦证券经济研究所

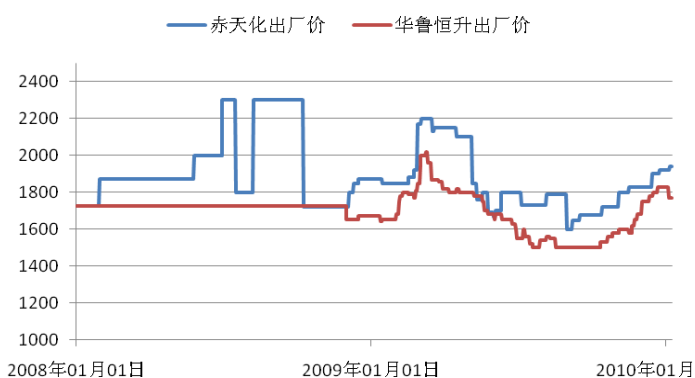
2.4 贵州地区尿素局部存在缺口，价格高于全国均价，产能扩张无须担忧

在全国范围内，氮肥产能是相对过剩的，但是在贵州地区存在缺口，贵州及周边省份耕地面积集中度较高，氮肥施用量增长率远高于全国平均，贵州及周边省份耕地面积占比全国高于其氮肥施用量占比全国的比例，说明其耕地氮肥施用量仍然有上升的空间。随着农村务农人数的降低，农民对于化肥的依赖会逐步增强。

根据统计，贵州地区尿素市场需求量为 110 万吨，09 年全省的产量为 80 万吨，缺口 30 万吨，不足部分由川渝地区补足。赤天化占据贵州省内 70%以上市场占有率，贵州地区较大的尿素企业仅赤天化一家，因此长期以来农民对于公司的“赤”牌尿素忠诚度高，不会轻易换用其他品牌的尿素，“赤”牌尿素在贵州地区引领尿素市场，价格普遍高于其他品牌的尿素 50-150 元/吨，公司目前的出厂价在 1900-1950 元/吨。随着铁路

运价逐步提高，川渝地区化肥进入贵州市场的成本将明显提高，运输半径效应更加明显。金赤化工 52 万吨尿素投产后可进一步抢占当地市场份额，在满足贵州地区缺口后剩余产能向两广地区辐射。桐梓交通运输条件便利，地理位置得天独厚，陆路可依托纵贯全境的川黔铁路、210 国道和崇遵高速公路，直达重庆和“两广”。两广地区尿素产能薄弱、需求旺盛，桐梓便利交通为公司扩展销售半径提供了良好条件。从贵州、桐梓运输到两广主要通过铁路运输，运费距离短。

图表 7 赤天化尿素出厂价（元/吨）



资料来源：百川资讯、德邦证券经济研究所

3. 公司煤化工项目具备长期盈利能力

公司两个煤化工项目均采用了先进的煤气化技术，装置规模大，气化效率高，而且贵州地区煤价低，公司的竞争力在于原料优势、技术优势和成本控制优势，具备长期盈利条件。

3.1 公司煤气化技术先进

公司两套煤化工项目分别采用壳牌技术和德士古水煤浆技术，在国内已有较好的运行先例。煤化工中“气化是龙头，资源定技术”，公司根据贵州当地的煤种尽可能的选择先进、可靠、稳定的煤化工技术，考虑到贵州煤种的多样性公司天福项目选择了壳牌技术，桐梓地区煤质优良，金赤化工选择了德士古水煤浆技术，公司在化工领域积累了多年的经验和一大批技术骨干，试车运行风险较小。

Shell 干煤粉气化过程(SCGP 工艺)是在高温加压下进行的，是目前世界上最为先进的第 FG 代煤气化工艺之一。按进料方式，壳牌煤气化属气流床气化，煤粉、氧气及蒸汽在加压条件下并流进入气化炉内，在极为短暂的时间内完成升温、挥发分脱除、裂解、燃烧及转化等一系列物理和化学过程。Texaco 水煤浆加压气化技术，属气流床加压气

化技术，原料煤经磨制成水煤浆后泵送进气化炉顶部单烧嘴下行制气，原料煤运输、制浆、泵送入炉系统安全可靠、投资省。

图表 8 Texaco和Shell气化特性指标

项 目	Texaco	Shell
气化压力/MPa	2.8 ~ 6.5	2.0 ~ 4.0
气化温度/℃	1 300 ~ 1 400	1 400 ~ 1 700
单炉最大能力/t/d	350 ~ 2 000	1 000 ~ 2 800
气化炉型式	热壁式、单喷嘴	冷壁炉、多喷嘴
进煤方式	水煤浆浓度 > 60% (泵送)	煤粉用氮气或二氧化碳输送, 90% 的煤粉粒度 < 90μm
排渣方式	液态	液态
热回收方式	激冷或废锅	废锅
有效气成分/CO + H ₂	较高, > 80%	高, > 90%
碳转化率/%	96 ~ 98	> 99
净化气中惰性气含量/%	< 0.5	5
吨甲醇耗煤量/t	1.31 ~ 1.40	1.25 ~ 1.28
吨甲醇耗氧量	高 (比 Shell 炉高 15% ~ 25%)	较低
建设周期	24 ~ 26 个月	30 ~ 32 个月

资料来源：化工设计通讯、德邦证券经济研究所

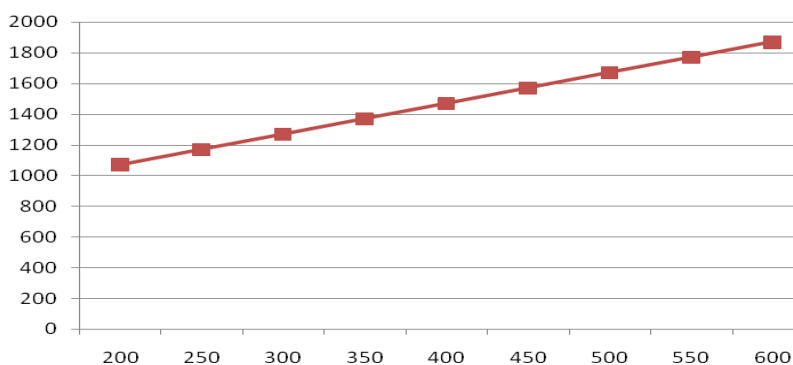
3.2 氨醇产品价格具备成本支撑，公司成本优势明显

公司煤化工项目的主要产品是氨醇联产及其下游二甲醚和尿素，属于大宗基础化工产品，国内主要依靠煤气化和天然气为原料制取，产品价格主要由局部的供需条件和生产成本决定。云贵、川渝地区以前天然气制备氨醇为主，随着天然气逐步涨价，氨醇产品的成本会水涨船高，赤天化煤化工的成本优势会体现出来。

以甲醇为例，我国甲醇生产的主要原料为煤炭、天然气和焦炉气，分别占总生产能力的 66%、26% 和 8%，随着近两年多套大型煤制甲醇装置的投产，煤制甲醇的主导地位将进一步增强，天然气甲醇受产业政策的制约，不会有较大的发展，所占比例将进一步下降。2008 年国内煤制甲醇的生产能力占总生产能力的约 66%，主要分布在陕西、河南、内蒙古、山东、山西、黑龙江、上海等地，大中型装置的规模在 20 ~ 60 万 t/a 之间。我国煤制甲醇的生产成本差异较大，主要原因是由煤炭价格不同造成的，当煤炭价格在 250 元/t 时，甲醇的生产成本为 1154 元/t；而华中和华南地区的煤炭价格较高(煤炭价格在 500 ~ 650 元/t 之间)，甲醇的生产成本分别达到 1670 元/t 和 1969 元/t。天然气甲醇生产能力占总生产能力的约 26%，分布在四川、重庆、内

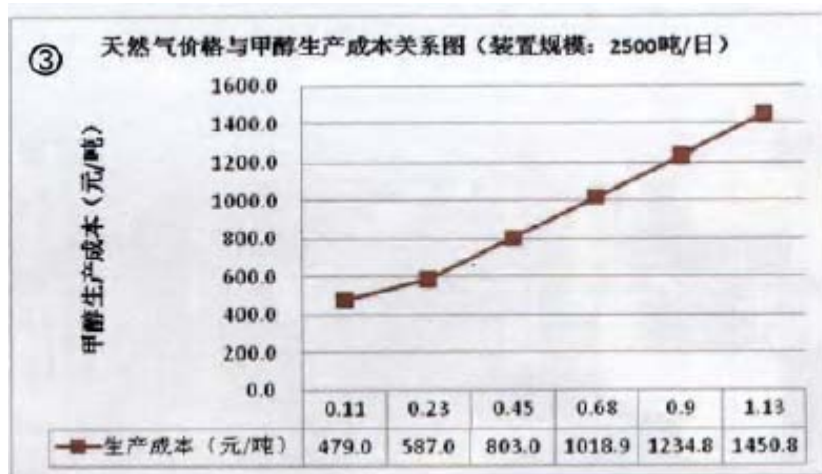
蒙古、新疆、青海、海南、河南、黑龙江等地，装置规模在大多 10~60 万 t/a 之间。造成甲醇生产成本差距较大的主要原因是天然气价格，不同地区天然气的价格差异较大，如西南地区的天然气价格较高，而新疆、青海、海南等地的天然气价格较低，地区不同也是影响天然气价格和甲醇生产成本的重要因素。

图表 9 煤制甲醇成本与煤价关系（单位：元/吨）



资料来源：中国石油和化工期刊、德邦证券经济研究所

图表 10 天然气制甲醇成本与气价关系



资料来源：中国石油和化工期刊、德邦证券经济研究所

3.3 二甲醚销售前景看好

二甲醚目前主要用于与 LPG（液化石油气）进行掺烧，二甲醚可以与现有的 LPG 气罐集中统一盛装，储运安全，组成稳定，无残液，可完全利用；与 LPG 灶基本通用，使用方便，与 LPG 掺烧不需要对现有公共设施进行大的改动。2007 年底，国家出台《城用二甲醚行业标准》，明确了二甲醚作为民用燃料的合法身份。赤天化的二甲醚主要供应给当地的餐饮业、机关学校食堂和 LPG 站，公司已经做了大量的市场开拓和推广，

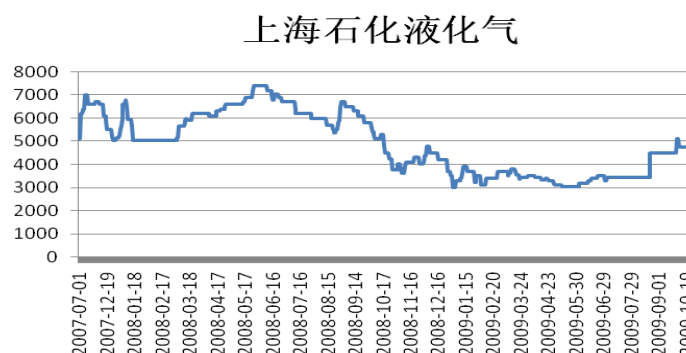
并研发出了与二甲醚燃气特性相匹配的灶具,测试结果表明二甲醚专用灶具的能耗以及燃烧效果相对最优,与柴油、液化气相比有较明显的优势。销售价格将与柴油销售价格挂钩,二甲醚单位热值为 28 846kJ/kg,液化石油气的低位热值为 45 976kJ/kg,二甲醚的热值为液化石油气的 66%,按单位热量价格相等的原则,瓶装供应单位质量的价格为 LPG 的 66%,二甲醚相对于 LPG 具有燃烧更完全的优势,应该享受一定的溢价。目前二甲醚单位热值价格和液化石油气价格基本持平,在原油价格看涨的预期下,二甲醚对于液化石油气和柴油的替代趋势会体现出来。

图表 11 甲醇价格 (元/吨)



资料来源:百川资讯、德邦证券经济研究所

图表 12 液化石油气价格 (元/吨)



资料来源:百川资讯、德邦证券经济研究所

图表 13 二甲醚价格 (元/吨)



资料来源:百川资讯、德邦证券经济研究所

4.煤化工和气头尿素齐头并进,未来两年盈利进入爆发期

4.1 天福化工: 同宏福强强联手, 结合当地市场

贵州天福化工有限责任公司是由贵州赤天化股份有限公司 (持股 51%) 和贵州宏福实业开发有限总公司 (持股 49%) 共同出资组建的有限责任公司,坐落于贵州省福泉市。一期计划投资 31.9 亿元人民币,采用先进的壳牌粉煤加压气化技术,建设年产 30 万吨合成氨、15 万吨二甲醚的装置。项目目前已进行单体试车,力争春节后联体试车。

面对投资者对壳牌煤化工运行稳定性担忧，管理层表示公司的装置在国内投产装置的基础上做了大量改进，吸取了许多前车之鉴，运行稳定性会有大大的提高。公司会按照当地的四个煤种设定适当的参数，根据每批进厂的煤种输入相应的参数，减少由于煤种的变化引起的运行不稳定。

公司生产的 30 万吨合成氨通过管道直接供给宏福公司用于生产磷酸二铵，价格根据市场平均价格定价为主，双方协商定价为辅；二甲醚主要供给当地的学校、武警部队等单位食堂和餐饮业，并和 LPG 气站合作替代 LPG，根据当地柴油和 LPG 价格定价。贵州大部分地区均未开通天然气，居民普遍使用柴油和 LPG，因此二甲醚市场有巨大的替代空间。公司为二甲醚的市场开拓做了许多准备工作，自主发明用于二甲醚纯烧的灶具（已申请专利）和用于灌装二甲醚的气罐，由定点厂家生产。公司已经小批量生产二甲醚供给贵州大学食堂使用，反应良好。

公司天福化工的原料用煤来自贵州六枝等地区，距离天福化工 200 公里，公司运用铁路运输，通过瓮福专用铁路天福专用线直接到厂；燃料用煤取自附近煤矿，汽车运输，运输成本低，预计原料用煤不到 500 元/吨，燃料用煤 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。煤炭供应当地政府提供了大量的支持，主动牵头大煤矿和公司联姻，现在公司原料煤已签订意向合同 33 万吨，煤炭供应无忧。预计合成氨生产成本在 1900-2000 元/吨，二甲醚成本在 2900 元/吨，有较好的盈利空间。

4.2 金赤化工：后山有煤，前有铁路

金赤化工桐梓煤化工一期工程位于贵州省“十一五”期间重点推进建设的循环经济工业基地--贵州桐梓循环经济型煤化工工业基地，距县城 7 公里，占地约 70 公顷。桐梓煤化工项目一期工程产品方案和规模为：30 万吨/年合成氨、52 万吨/年尿素、30 万吨/年甲醇，配套规模为 3×220t/h 高温高压煤粉炉和 2×30MW 汽轮发电机组属自备电厂，年产脱盐水 120 万吨，高压蒸汽 420 万吨，发电量 2.4 亿度，项目投资约 40.53 亿元。项目采用世界上先进的美国 GE 水煤浆气化技术（同华鲁恒升煤气化技术接近）、瑞士 CASALE 氨合成技术、丹麦 TOPSE 甲醇合成技术以及先进的国产化低温甲醇洗净化技术和硫回收技术，并配套选用国产化大型空分装置、大型 CO₂ 气提尿素生产装置及热电联产等节能、环保、清洁生产工艺，计划于 2010 年建成投产。目前设备安装已进行了 60%，年底联通开车。

坑口煤价和未来参股煤炭使得金赤化工具备极强的成本优势。金赤项目配套的煤资源矿区到厂区运距均不超过 50KM，其中原料煤来自距离厂址 500 米左右的吉源煤矿，可用皮带直接输送至生产线上；距离厂址 2KM 处官仓煤矿也可以向公司提供原料煤。燃料煤可通过二级公路直接汽运到厂内堆场。吉源煤矿和官仓煤矿均由重煤集团投资

建设，每个煤矿计划投资 8.0 亿元，设计生产能力为 60 万吨/年，规划生产能力为 120 万吨/年，建设期 2 年。金赤化工桐梓煤化工一期工程被贵州省委列为 2009 年学习实践活动重点要抓好的 23 个项目之一，在煤矿资源和建设方面得到了省政府的大力支持，贵州发改委规定当地煤矿在满足金赤化工需求之后才允许外运。公司以化工项目要求煤炭资源，预计协议入股 29%，同时和发改委积极沟通争取另外 20% 股权，希望持股达 49%。另外离公司 30KM 处有徐矿集团的花秋二矿，建成后年产 90 万吨，公司希望参股 14%。凭借地处桐梓县煤矿主产区的地理优势，特别是距离吉源煤矿坑口仅 500 米的独特原料运输优势，该项目成为名副其实的坑口煤化工。

由于两个大型煤矿均需要两年时间投产，所以短期内金赤需要当地采购煤矿，目前桐梓地区小煤矿采购燃料用煤到厂含税价 300-350 元/吨，原料煤 400 元/吨。大型煤矿投产后煤炭成本变化不大。预计投产后尿素完全制造成本（含税）1350 元/吨。一期项目投产达到预期效益后，公司会追加投资上 2 期项目扩大产能。

地理位置优越，自建铁路解决运输瓶颈。公司原料及产品运输成本优势十分优越。厂区距 210 国道 5.5KM，距崇遵高速桐梓站入口 5.6KM，距川黔电气化铁路 6KM。公司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（公司持股 51%），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 3.44 亿元，计划与煤化工项目同时竣工，项目工期约 1 年。项目建成后，将成为基地沟通对外物流通道的骨干交通，主要承担基地内企业的物资运输任务，同时该铁路还可以作为当地煤炭外运的交通工具，收取铁路运输费用。

图表 14 金赤化工资源优势



资料来源：公司网站、德邦证券经济研究所

4.3 气头尿素提供稳定盈利，技改储备项目应对气价上涨

公司现有 72 万吨尿素是以天然气为原料的装置，已建成 20 多年，折旧成本很低。天然气用气计划由发改委制定，中石油不得随意改变，但由于中石油供气的确较为紧张，所以把公司检修时间延长，公司在规定的供气时间内狠抓管理，保证装置长周期运转，开足马力生产，提高生产能力和效益，09 年公司供气计划是 4.05 亿立方米，10 年保持不变，预计 10 年的尿素产量在 58-62 万吨。公司目前的天然气价格仍然执行发改委关于化肥用气的规定，气价为 0.76 元/立方米；在化肥计划用气之外，公司会适当采购少量溢价气作为补充，气价在 1.5 元/立方米上下，综合用气成本在 0.8 元/立方米左右，尿素综合制造成本在 1,100 元/吨左右。近两年尿素均价在 1,700 元/吨以上，毛利率在 38% 左右，公司尿素业务每年贡献 4 亿元以上的稳定毛利。

即使未来天然气价格逐步走高，母公司气头尿素依然会保持较好的盈利。公司未雨绸缪，储备了天然气技改项目降低单位尿素吨耗。首先，公司利用赤天化纸业公司供应的蒸汽作为动力，减少天然气使用量，尿素天然气吨耗可由 770 立方米降到 600 立方米（蒸汽价格为 150 元/吨，相对于天然气价 1.5 元）。如果天然气持续上涨至 0.9 元/m³ 以上，公司会进一步启动 KBR 的换热式转化工艺，有效降低合成氨天然气消耗 30%，做到节能和增产并举。该技改项目所需能耗相当于 0.9 元/m³ 天然气，有效应对天然气上涨。

5. 公开增发改善财务结构，有利公司长期发展。

公司两大煤化工作为贵州省内的重点工程，投资额很大，预计天福煤化工的总投资额为 32 亿元，金赤化工的总投资额为 40.5 亿元。目前公司资产负债率为 69.7%，公司已获证监会核准公开增发不超过 1.5 亿股，通过公开增发显著改善公司财务结构。我们预计公司会在市场较好的情况下实施。按目前的价格 11 元/股计算，预计增发 1.1 亿股，主要用于偿还母公司 6.7 亿贷款和增加金赤化工的资本金 5 个亿。

6. 盈利预测和假设

6.1 盈利预测假设：

假设一：天福煤化工 1 季度末联体试车，10 年开工率为 60%，11 年完全达到产能。

假设二：金赤煤化工 10 年底完成试车，11 年开工率 80%，12 年完全达产。

假设三：天然气每年涨价 10%，每年上调 0.1 元

假设四：赤天化母公司 2010 年所得税率 15%，2011-2012 年 25%，天福化工和金赤化工所得税率 25%。

假设五：公司公开增发顺利完成，增发股数 1.1 亿股，融资金额 12.1 亿元。

公司现有的气头尿素能提供稳定的现金流，煤化工项目是将来的投资亮点。公司 2008-2010 年享受西部大开发所得税优惠政策，未来有可能延续，另外公司在积极争取高新技术企业所得税优惠政策，两个煤化工子公司争取到高新技术企业的可能性很大，根据保守性原则盈利预测我们 2009-2010 取 25% 所得税。假设公司顺利完成公开增发 1.1 亿股，2010-2012 年摊薄每股收益 0.43 元、0.71 元、0.90 元。

6.2 敏感性分析

公司煤化工项目完全达产后尿素产能 110 万吨，尿素价格上涨 100 元，提升 EPS 0.17 元，赤天化每年用气 4 亿立方米，天然气价格上涨 0.1 元/立方米，影响 EPS 0.06 元。天福化工每年用煤 120-130 万吨，金赤化工年用煤 150 万吨，煤价上涨 50 元，影响 EPS 0.16 元。

图表 15 敏感性分析

	尿素价格 ±100 元/吨	天然气价格 ±0.1 元/立方	煤炭价格 ±50 元/吨
EPS	±0.17	±0.06	±0.16

资料来源：德邦证券研究所

图表 16 公司盈利预测假设

	2009E	2010E	2011E	2012E
尿素产量（万吨）	56	60	100	110
含税单价（元/吨）				
不含税单价（元/吨）	1,900	1,900	1,900	1900
毛利率	39%	37%	29%	29%
合成氨产量（万吨）	0	21	30	30
含税单价（元/吨）		3040	3040	3160
不含税单价（元/吨）		2,600	2,600	2,700
毛利率		26%	26%	26%
二甲醚产量（万吨）	0	12	15	15
含税单价（元/吨）		4400	4500	4500
不含税单价（元/吨）		3,800	3850	3850
毛利率		24.7%	24.7%	24.7%
甲醇产量（万吨）	0	0	24	30
含税单价（元/吨）			2800	2800

不含税单价（元/吨）			2400	2400
毛利率			17%	21%

资料来源：德邦证券研究所

图表 17 盈利预测结果

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,148	1,106	2,080	3,904	4,268
营业成本	690	650	1,410	2,835	3,090
营业税金及附加	1	1	2	4	4
营业费用	84	90	110	130	140
管理费用	153	150	165	185	190
财务费用	24	32	120	218	172
资产减值损失	-0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
营业利润	197	183	273	531	671
营业外净收支	25	0	0	0	0
利润总额	222	183	273	531	671
所得税	53	28	68	133	168
未确认的投资损失	0	0	0	0	0
净利润	168	156	205	398	503
少数股东损益	3	0	0	60	70
归属母公司净利润	166	156	205	338	433
EBITDA	300	317	656	1,179	1,369
EPS（元）	0.54	0.42	0.43	0.71	0.90

图表 18 主要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	1148	1106	2080	3904	4268
收入同比(%)	3%	-4%	88%	88%	9%
归母公司净利润	166	156	205	338	433
净利润同比(%)	-14%	-6%	31%	65%	28%
毛利率(%)	39.9%	41.3%	32.2%	27.4%	27.6%
ROE(%)	11.0%	7.5%	6.0%	9.1%	10.6%
每股收益(元)	0.54	0.42	0.43	0.71	0.90
P/E	21.79	27.92	27.62	16.70	13.05
P/B	2.40	2.11	1.65	1.53	1.39
EV/EBITDA	26.98	25.54	12.32	6.86	5.91

资料来源：德邦证券研究所

7.估值及投资评级

7.1 相对估值：合理区间为 14.2-16.3 元/股

赤天化两大煤化工项目相继投产后，将成为以煤化工为主，天然气尿素为辅的化工企业，其中煤化工氨醇规模达到 110 万吨，气头尿素 60 万吨，目前上市公司中业务和规模比较相近有华鲁恒升（600426）、湖北宜化（000422）、云天化（600096）。鉴于赤天化 2011 年完全达产，我们认为公司 2011 年给予 20-23 倍市盈率估值比较合理，根据对公司未来业绩预测：2010-2012 年增发摊薄后 EPS 为 0.42 元、0.71 元、0.90 元，相对估值 14.2-16.3 元较为合理。

图表 19 相对估值表

代码	公司简称	收盘价	市值	PB	PE		
					09E	10E	11E
600426	华鲁恒升	20.5	101.6	3.7	22.9	17.7	15.1
000422	湖北宜化	20.1	109.0	5.3	360.3	37.9	20.2
600096	云天化	23.7	139.6	3.2	426.7	26.7	21.0
600423	柳化股份	14.4	38.2	2.8	131.8	93.5	25.4
行业中值				4.1	43.6	28.8	20.4

资料来源：Wind

7.2 绝对估值：合理估值为 17.4 元/股

根据参数条件和业绩预测结果，运用 DCF 估值模型得到的公司合理估值为 17.4 元/股，位于相对估值区间内，对应 2010-2012 年全面摊薄后的 PE 分别为 43 倍、24.5 倍和 19.3 倍。

图表 20 估值参数设定

贝塔值（ β ）	1.05	股权资本成本	15.1%
无风险利率	3.50%	债务成本 Kd	5.40%
市场收益率	12.0%	债务比率 D/(D+E)	55%
WACC	9.8%	永续增长率	2.0%

资料来源：德邦证券研究所

图表 21 估值敏感性分析

		WACC				
		8.0%	9.0%	9.8%	11.0%	12.0%
永续增长率（g）	1.0%	21.5	17.5	15.0	11.8	9.8
	1.5%	23.4	18.9	16.2	12.7	10.5
	2.0%	25.7	20.5	17.4	13.6	11.2
	2.5%	28.3	22.3	18.9	14.6	12.0
	3.0%	31.5	24.5	20.6	15.8	12.9

资料来源：德邦证券研究所

7.3 估值结论：合理区间为 15.0-17.0 元/股

结合相对估值法和绝对估值法的结果，我们认为每股合理估值区间为 15.0-17.0 元，对应 2010、2011 年动态市盈率为 35-39.0 倍和 21.0-24.0 倍，给予“买入”评级。

8. 风险因素：

- ✓ 公司煤化工项目投产试车进度低于预期，延迟投产的风险。
- ✓ 贵州地区煤价出现大幅上涨，原料成本不能有效向下转移。
- ✓ 天然气价格上涨超出市场预期。

图表 22 附表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
流动资产	2,182	2,521	1,668	2,122	1,948	营业收入	1,148	1,106	2,080	3,904	4,268
现金	711	2,172	1,046	1,244	1,025	营业成本	690	650	1,410	2,835	3,090
应收账款	13	24	46	85	58	营业税金及附加	1	1	2	4	4
其他应收款	23	22	42	78	85	营业费用	84	90	110	130	140
预付款项	1,046	65	141	284	309	管理费用	153	150	165	185	190
存货	269	217	353	354	386	财务费用	24	32	120	218	172
其他流动资产	121	22	42	78	85	资产减值损失	-0	0	0	0	0
非流动资产	2,506	4,904	7,141	6,912	6,586	公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	262	260	260	260	260	投资净收益	1	0	0	0	0
固定资产	321	2,414	4,498	6,362	6,245	汇兑净收益	0	0	0	0	0
无形资产	15	15	15	15	15	营业利润	197	183	273	531	671
其他非流动资产	1,907	2,215	2,367	275	65	营业外净收支	25	0	0	0	0
资产总计	4,688	7,425	8,809	9,034	8,534	利润总额	222	183	273	531	671
流动负债	1,580	490	723	1,296	1,363	所得税	53	28	68	133	168
短期借款	537	0	0	0	0	未确认的投资损失	0	0	0	0	0
应付账款	32	22	95	141	116	净利润	168	156	205	398	503
其他流动负债	1,011	468	628	1,155	1,247	少数股东损益	3	0	0	60	70
非流动负债	1,090	4,353	4,153	3,453	2,453	归属母公司净利润	166	156	205	338	433
长期借款	650	4,350	4,150	3,450	2,450	EBITDA	300	317	656	1,179	1,369
其他非流动负债	440	3	3	3	3	EPS (元)	0.54	0.42	0.43	0.71	0.90
负债合计	2,670	4,843	4,876	4,749	3,816	主要财务比率					
少数股东权益	513	513	513	573	643	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
股本	306	369	479	479	479	成长能力					
资本公积	409	783	1,835	1,835	1,835	营业收入	3.1%	-3.7%	88.1%	87.7%	9.3%
留存收益	789	915	1,101	1,391	1,753	营业利润	-15.3%	-6.7%	48.7%	94.7%	26.3%
归属母公司股东权益	1,505	2,067	3,415	3,706	4,067	归属于母公司净利润	-13.7%	-6.0%	31.2%	65.4%	28.0%
负债和股东权益	4,688	7,423	8,805	9,028	8,526	盈利能力					
现金流量表						毛利率 (%)	39.9%	41.3%	32.2%	27.4%	27.6%
单位: 百万元						净利率 (%)	14.4%	14.1%	9.8%	8.7%	10.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	ROE (%)	11.0%	7.5%	6.0%	9.1%	10.6%
经营活动现金流	277	759	551	1,364	1,225	ROIC (%)	6.8%	4.2%	4.4%	9.2%	10.9%
净利润	168	156	205	398	503	偿债能力					
折旧摊销	79	101	263	429	526	资产负债率 (%)	57.0%	65.2%	55.4%	52.6%	44.7%
财务费用	24	32	120	218	172	流动比率	1.38	5.14	2.31	1.64	1.43
投资损失	-1	0	0	0	0	速动比率	1.21	4.70	1.82	1.36	1.15
营运资金变动	38	0	0	0	0	营运能力					
其他经营现金流	-31	470	-37	318	24	总资产周转率	0.31	0.18	0.26	0.44	0.49
投资活动现金流	-2,129	-2,398	-2,500	-200	-200	净资产周转率	0.80	0.62	0.76	1.10	1.10
资本支出	1,235	2,500	2,500	200	200	每股指标 (元)					
长期投资	32	-2	0	0	0						

其他投资现金流	-861	100	0	0	0
筹资活动现金流	1,832	3,099	823	-966	-1,244
短期借款	537	-537	0	0	0
长期借款	650	3,700	-200	-700	-1,000
普通股增加	136	63	110	0	0
资本公积增加	-79	374	1,052	0	0
其他筹资现金流	587	-501	-139	-266	-244
现金净增加额	-20	1,461	-1,126	198	-219

EPS	0.54	0.42	0.43	0.71	0.90
每股净资产	4.91	5.60	7.13	7.74	8.49
每股经营现金流	0.91	2.06	1.15	2.85	2.56
估值比率					
P/E	21.79	27.92	27.62	16.70	13.05
P/B	2.40	2.11	1.65	1.53	1.39
P/S	3.15	3.94	2.72	1.45	1.32
EV/EBITDA	26.98	25.54	12.32	6.86	5.91

附录：SHELL 和 Texaco 煤化工技术优点和可行性

Shell 干煤粉气化过程(SCGP 工艺)是在高温高压下进行的,是目前世界上最为先进的第 FG 代煤气化工艺之一。按进料方式,壳牌煤气化属气流床气化,煤粉、氧气及蒸汽在加压条件下并流进入气化炉内,在极为短暂的时间内完成升温、挥发分脱除、裂解、燃烧及转化等一系列物理和化学过程。壳牌粉煤气化的技术特点:

- 1) 干煤粉进料,加压氮气输送,连续性好,气化操作稳定。气化温度高,煤种适应性广,从无烟煤、烟煤、褐煤到石油焦均可气化,对煤的活性几乎没有要求,对煤的灰熔点范围比其它气化工艺更宽。对于高灰分、高水分、含硫量高的煤种同样适应。
- 2) 气化温度约 $1400 \sim 1700^{\circ}\text{C}$,碳转化率达 99% 以上,产品气体相对洁净,不含重烃,甲烷含量极低,煤气中有效气体($\text{CO}+\text{H}_2$)高达 90% 以上。
- 3) 氧耗低,与水煤浆气化相比,氧气消耗低,因而与之配套的空分装置投资可减少。
- 4) 单炉生产能力大,目前已投入运转的单炉气化压力为 3MPa,日处理煤量已达 2000t。
- 5) 气化炉采用水冷壁结构,无耐火砖衬里,维护量少,气化炉内无转动部件,运转周期长,无需备炉。
- 6) 热效率高,煤中约 83% 的热能转化在合成气中,约 15% 的热能被回收为高压或中压蒸汽,总的热效率为 98% 左右。
- 7) 气化炉高温排出的熔渣经激冷后成玻璃状颗粒,性质稳定,对环境几乎没有影响。气化污水中含氰化合物少,容易处理,必要时可做到零排放,对环境保护十分有利。
- 8) 壳牌公司专利气化烧嘴可根据需要选择,气化压力 2.5~4.0MPa,设计保证寿命为 8000h。
- 9) 气化操作采用先进的控制系统,其中包括壳牌公司专有的工艺计算机技术,设有必要的安全联锁及控制系统,使气化操作于最佳状态下进行。

Texaco 水煤浆加压气化技术,属气流床加压气化技术,原料煤经磨制成水煤浆后泵送进气化炉顶部单烧嘴下行制气,原料煤运输、制浆、泵送入炉系统安全可靠、投资省。

Texaco 水煤浆气化技术制取合成气,具有以下优点:

- 1) 原料灵活性。对煤的性状如粒度、湿度、活化性和烧结等较不敏感,任何能制成浓度可输送浆料的含炭固体都适用。
- 2) 气化效率高。把煤浆送进气化炉,在高温高压下于瞬间内几乎都转化为合成气,气化效率高达 96% 以上。

- 3) 投资少、成本低。由于气化效率高，给中型工艺装置提供了高负荷量和高产气量的可能，从而缩减了装置的占地面积和投资。又使用了价格低廉的煤，使合成气生产成本也大幅度降低。
- 4) 简单、可靠。气化炉无可动部件。烧嘴清扫迅速容易，不需等气化炉冷却下来就可拆换。煤浆供料系统仿照液体碳氢化合物供料系统，证明安全可靠。
- 5) 工艺效率高。经由简单的途径就可实现把原料几乎完全转化为产品气。为了做到完全转化，还可把废弃固体中的高含炭量部分回收后，再循环到煤浆制备和气化炉中去。气流中的显热通过直接急冷或间接气冷予以回收。
- 6) 生产气容易精制。因不生成焦油、苯酚等有害的副产品，所以容易精制。可以获得适合于甲醇及氨合成和碳一化学，复合循环发电、城市煤气等用的净化原、燃料气。
- 7) 运转适应性强。在负荷变化时容易起动或停运。
- 8) 有利于环保。高的反应温度消除了较甲烷为重的碳氢化合物的形成。煤中含有的硫黄以亚硫酸铵和熔融硫黄形式予以回收，作化工原料；煤中 10% ~ 20% 的灰分经处理后可用作生产水泥的原料。

图表 23 Texaco和Shell气化特性指标

项 目	Texaco	Shell
气化压力/MPa	2.8 ~ 6.5	2.0 ~ 4.0
气化温度/℃	1 300 ~ 1 400	1 400 ~ 1 700
单炉最大能力/t/d	350 ~ 2 000	1 000 ~ 2 800
气化炉型式	热壁式、单喷嘴	冷壁炉、多喷嘴
进煤方式	水煤浆浓度 > 60% (泵送)	煤粉用氮气或二氧化碳输送, 90% 的煤粉粒度 < 90μm
排渣方式	液态	液态
热回收方式	激冷或废锅	废锅
有效气成分/CO + H ₂	较高, > 80%	高, > 90%
碳转化率/%	96 ~ 98	> 99
净化气中惰性气含量/%	< 0.5	5
吨甲醇耗煤量/t	1.31 ~ 1.40	1.25 ~ 1.28
吨甲醇耗氧量	高 (比 Shell 炉高 15% ~ 25%)	较低
建设周期	24 ~ 26 个月	30 ~ 32 个月

资料来源：化工设计通讯、德邦证券经济研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。