

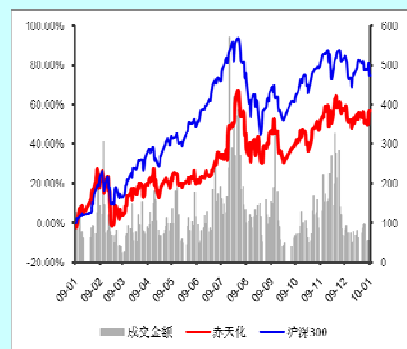
投资评级:

投资评级	买入
上次评级	买入
目标价格	16.8
当前市场价格	13.5

基础数据

总股本(百万股)	475
流通股(百万股)	404
总市值(亿元)	64.4
流通市值(亿元)	54.8
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
赤天化深度研究报告(600227): 煤化工项目进入收获期

行业分析师:

李项峰

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):

西南干旱对公司影响不大, 期待春耕行情

投资要点:

- ◆ **西南干旱对于公司销售影响不大。**公司一季度产品销售情况与往年正常情况相比差距不大, 预计公司主导产品尿素实现销量在14至15万吨左右。由于云南广西尿素部分流入贵州, 竞争略有加剧, 但公司产品依赖长期的品牌优势维持在较高的价位, 目前出厂价在1850元/吨。
- ◆ **旱情略微缓解, 期待5月春耕行情。**近期贵州地区普降小到中雨, 旱情得到一定的缓解; 鉴于贵州大部分地区种植水稻的时间一般在5月中、上旬, 这同时也是尿素销售的真正旺季, 从气象预报来看, 届时, 贵州的气候条件对贵州水稻及其他农作物种植、生长有利, 不会造成严重影响。
- ◆ **公开增发破解产能瓶颈, 助公司再次腾飞。**公司顺利公开增发1.06亿股, 募集资金12亿元, 这有效调整了公司的财务结构, 降低财务费用, 提高盈利能力; 同时缓解公司的流动资金压力, 使得公司煤化工投资项目更快更好进入收获期。
- ◆ **我们依然看好公司煤化工项目长期盈利能力。**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。金赤煤化工项目有望在年底试车, 金赤项目使用皮带传输坑口煤, 成本优势明显; 金赤未来会参股两个年产90万吨的煤矿, 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。
- ◆ **盈利和预测。**我们假设天福煤化工10年开工率为70%, 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。预计公司10年、11年、12年每股收益0.67元、1.09元、1.35元; 如果公司公开增发1.1亿股, 摊薄每股收益0.51元、0.84元、1.04元, 按11年20倍市盈率计算, 短期目标价16.8元。

财务摘要

(百万元)

主营收入

2008

2009E

2010E

2011E

2012E

1,148

1,134

2,254

4,010

4,460

(+/-)%

3.10%

-1.23%

98.77%

77.91%

11.22%

净利润

166

147

247

403

497

(+/-)%

-13.70%

-11.21%

67.50%

63.46%

23.30%

每股收益

0.54

0.40

0.67

1.09

1.35

摊薄收益

0.51

0.84

1.04

．盈利预测和假设

我们假设天福煤化工 10 年开工率为 70%，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。预计公司 10 年、11 年、12 年每股收益 0.67 元、1.09 元、1.35 元；如果公司公开增发 1.1 亿股，摊薄每股收益 0.51 元、0.84 元、1.04 元，按 11 年 20 倍市盈率计算，目标价 16.8 元。

图表 1 盈利假设

	2009E	2010E	2011E	2012E
尿素产量（万吨）	56	60	100	110
单价（元/吨）	1,900	1,900	1,900	2,000
毛利率	39%	37%	32%	33%
合成氨产量（万吨）	0	21	30	30
单价（元/吨）		2,800	2,800	2,800
毛利率		29%	29%	29%
二甲醚产量（万吨）	0	12	15	15
单价（元/吨）		3,800	4,000	4,000
毛利率		24%	28%	28%
甲醇产量（万吨）	0	0	24	30
单价（元/吨）			2,500	2,500
毛利率			24%	24%

图表 2 盈利预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,114	1,148	1,134	2,254	4,010	4,460
减：折扣与折让	0	0				
主营业务收入净额	1,114	1,148	1,134	2,254	4,010	4,460
减：主营业务成本	688	690	690	1,528	2,831	3,130
主营业务税金及附加	1	1	1	2	4	4
主营业务利润	425	457	443	724	1,175	1,326
加：其他业务利润	0	0				
营业费用	58	84	90	110	130	140
管理费用	139	153	150	170	190	210
财务费用	-2	24	30	130	310	320
资产减值损失	0	0				
公允价值变动净收益	0	0				
加：投资收益	4	1				
营业利润	228	196	173	314	545	656
补贴收入	0	0				

营业外收入	0	27				
减：营业外支出	4	1				
利润总额	229	222	173	314	545	656
减：所得税	35	53	26	47	82	98
加：财政返还	0	0				
减：少数股东权益	2	3	0	20	60	60
净利润	192	166	147	247	403	497
总股本	170	306	369	369	369	369
每股收益（元）	1.13	0.54	0.40	0.67	1.09	1.35
摊薄收益（4.8 亿股本）				0.51	0.84	1.04

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。