

赤天化(600227.SH) 化学肥料行业

评级：买入 维持评级

公司点评

刘波

分析师 SAC 执业编号：S1130206110211

整合资源渐成效

事件

天然气提价后，目前公司在煤化工领域的项目进展及资源获取情况，受到市场的关注。基于我们的调研与判断，公司未来将打造成为具有区域优势的“煤-化”龙头企业，不仅仅如此，经营还将资源控制、运输控制倾斜。

分析

贵州桐梓地区煤矿储量丰富，公司发展煤化工具有资源优势：1、据勘查资料，桐梓地区 42.73 亿吨储量，37.23 亿吨可采储量；2、桐梓项目周边有两大煤矿正在开工建设：吉源与官仓。其中，吉源煤矿设计 90 万吨年产量（最后可能核准为 120 万吨），可采 15 年，正在建设，11 年试产；官仓煤矿设计产能 60 万吨，比吉源稍晚试产，可采年限 15-30 年。这两大煤矿，重煤集团控股占 50%，公司占 29%，能发（中电投孙公司）21%。如果政府重视本省企业的资源获取问题，公司股权比例至 50%也有可能；3、徐矿（江苏徐州矿务局）在当地设计产能 240 万吨，距离公司 50 公里左右，其中一个矿钻遇断层，如有合适报价，公司可能选择参股；4、桐梓地区还有贵州老国企林东集团在此勘探开发槐子矿，该矿 3550 万吨可采储量，设计产能 60 万吨，煤炭适合做原料煤，距离公司 30 公里，两年半建设周期。基于公司在项目周边布局煤炭的趋势来看，也存在参股的可能，以平衡与当地各个煤炭公司谈判对价。我们认为公司未来煤炭权益量要达到 120-150 万吨，几乎相当于金赤化工的年煤炭需求量，煤化工成本锁定。

公司桐梓金赤德士古煤化工项目进展符合预期：1、公司在桐梓的煤化工项目，采用德士古技术，一期工程 30 万吨合成氨、联产 52 万吨尿素、30 万吨甲醇，项目投资接近 35 亿元，目前基地建设符合预期，采购接近尾声，建设 80-90%工作量，支付现金 31 亿元；2、目标年底建成，具备试车条件，11 年上半年打通装置并出产品，如果装置一切顺利，11 年年底再上一台气化炉（德士古原装置包含 3 台，两开一备），合成氨产能增长 50%；3、从长期来看，桐梓项目需求煤炭 150 万吨，如果公司以上煤矿参股能够实现，则公司煤炭权益产量足以应对煤炭价格波动影响。

公司天福项目 Shell 装置有望 8 月底重新试车：今年 6 月份 Shell 装置停车，主要原因是香港上市公司盈德气体（作为天福化工项目的独立气体供应商）空分设备一转子出现故障，延误工期 2 个月。由于停车前，该项目已经打通流程，因此，将来试车时间可能缩短。预计 8 月底安装到位，再次试车。天福化工年产 30 万吨合成氨、15 万吨二甲醚，合成氨主要配套给贵州最大的磷化工企业瓮福集团。二甲醚专利灶开始逐渐推广运用，未来二甲醚销售不成问题。

公司投资价值值得长期关注：1、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，并聘请了国内具有丰富经验的技术骨干，未来正常运行概率高；2、公司具有区域垄断优势，贵州省年需化肥 110 万吨左右，公司占 55%市场份额。随着金赤化工投产，品牌的知名度及当地经销商的紧密合作，公司市场占有率将进一步上升；3、金赤煤化工不断参股煤矿后，公司从单纯生产转为资源控制，成本将有所下降；4、与成都铁路局合作的战略装车站，属桐梓地区唯一，年输送量 100 万吨以上，未来路权可能归公司，公司转型从省内垄断销售转为辐射重庆及两广，较低的成本将使公司产品在这些地区具有一定竞争优势。

投资建议

维持“买入”评级，短期股价刺激因素：煤矿参股超预期、秋季化肥需求即将来临（往年尿素价格 9 月都有一定小涨）。预计中报 0.08 元。长期来看，公司权益煤炭产量达到 150 万吨，节约成本 2-3 亿元，增厚 EPS0.2-0.3 元，金赤化工及天福化工全部项目达产后，EPS 可能达到 0.55 元。

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。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
8	2009-12-14	买入	13.70	N/A

来源：国金证券研究所

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话：(8621)-61038311	电话：(8610)-66215599-8832	电话：(86755)-82805115
传真：(8621)-61038200	传真：(8610)-61038200	传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：200011	邮编：100032	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室