

2010年4月19日

持有（维持）

无机盐/化工

太平洋证券研究院

联系人：姚鑫

yaox@tpyzq.com.cn

(8610) 8832 1661

联合化工（002217）

业绩好转，超预期还需硝酸牛市来临

市场基础数据

当前价：13.57元

52周股价区间：8.54-19.10元

总股本/流通股（百万股）：222.98/174.29

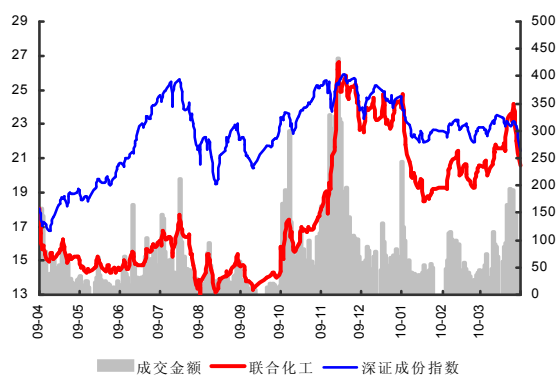
每股净资产（元）：3.36

资产负债率（%）：32.94

主要财务指标

单位：百万元	2009A	2010E	2011E
营业收入	579.16	736.79	910.30
营业利润	68.19	142.27	181.40
每股盈利（元）	0.359	0.552	0.701
市盈率（倍）	43.16	28.07	22.11
市净率（倍）	4.62	3.97	3.36

市场表现



相关报告

2008.8.29 《联合化工中报点评》持有

投资要点

- ◆ 2009年，公司实现主营业务收入5.79亿元，同比下降28.05%；归属于上市公司股东净利润8007.60万元，同比减少46.31%；报告期内实现每股收益0.36元，扣除非经常性损益后的基本每股收益0.29元。公司总股本增加74328股。09年分配预案为以现有总股本2.23亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利0.6元（含税），公积金不转增股本。
- ◆ 公司09年的收入和利润同比下滑明显主要由于主营产品价格下跌幅度较大，其中占主营收入39.66%的硝酸价格同比下滑28.2%，占主营收入22.45%的硝酸铵价格同比下滑31.45%。10年主营产品价格方面较09年都有回升（预计硝酸价格同比增长17.62%，硝酸铵同比上涨1.18%），但和08年价格持平甚至低于08年价格，我们认为一是无烟煤价格上涨会推动成本上升，主营产品价格受到支撑；二是08年硝酸市场的异常使得10年复制08年下游拉动局面的可能性不大，所以我们认为主营产品价格回归但依然谨慎。
- ◆ 公司扩建的项目有两个：（1）3万吨三聚氰胺项目。公司公告项目进入了调试阶段，并于2010年3月试车成功；（2）10万吨浓硝酸项目，10年有望建成投产。我们认为项目从开车成功到试生产到批量生产需要一定时间，所以10年我们预期两个新增项目都按一个季度产能贡献。另外值得提出的是，扩产的3万吨三聚氰胺项目利用改良低压法，分尿素系统和三聚氰胺系统，三聚氰胺原料尿素完全自给，和之前0.5万吨三聚氰胺产能完全靠外购尿素不同，所以在原料单耗方面将降低40%左右，因此新建的三聚氰胺毛利有望达到30%，远高于09年的8.56%。
- ◆ 预计公司10、11年每股收益分别为0.55元、0.71元。按11年20倍PE公司合理价位14.2元。“持有”评级。公司业绩超预期一是硝酸价格涨幅超预期，二是公司获得较大数额的政府补贴，这一点09年已经出现。
- ◆ 风险提示：硝酸价格全年低迷；新开工项目晚于预期；

附表：主要财务指标预测

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	529.99	804.91	579.16	736.79	910.30	948.76
减：营业成本	407.69	544.19	455.87	526.62	649.58	676.58
营业税金及附加	4.51	6.62	2.53	3.68	4.55	4.74
营业费用	15.60	18.17	16.41	19.73	24.38	25.41
管理费用	18.33	50.06	48.48	44.32	54.76	57.07
财务费用	5.05	0.30	-7.31	0.16	-4.37	-10.25
资产减值损失	0.27	2.93	0.03	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	6.20	-0.01	5.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.10	-0.10	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	84.75	182.74	68.19	142.27	181.40	195.20
加：其他非经营损益	9.45	2.46	15.59	2.90	2.90	2.90
利润总额	94.20	185.20	83.79	145.17	184.30	198.10
减：所得税	26.73	32.93	4.31	21.78	27.65	29.72
净利润	67.48	152.27	79.48	123.40	156.66	168.39
减：少数股东损益	3.27	0.39	-0.60	0.25	0.31	0.34
归属母公司股东净利润	64.20	151.88	80.08	123.15	156.34	168.05
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	-3.58	338.49	289.00	11.16	401.95	534.59
应收和预付款项	107.38	174.12	145.91	141.12	213.29	156.01
存货	18.71	35.79	52.55	49.50	76.38	54.74
其他流动资产	0.00	3.09	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.10	0.09	0.08	0.07	0.06
固定资产和在建工程	247.29	303.50	565.70	672.93	580.26	487.58
无形资产和开发支出	27.30	58.48	86.20	77.11	68.01	58.92
其他非流动资产	6.30	4.53	0.59	0.29	0.00	0.00
资产总计	403.40	918.11	1140.04	952.20	1339.96	1291.89
短期借款	53.70	10.00	125.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	102.63	161.93	233.27	68.83	299.94	83.48
长期借款	35.00	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.79	0.00	21.80	0.00	0.00	0.00
负债合计	194.12	211.93	380.07	68.83	299.94	83.48
股本	92.88	148.66	222.98	222.98	222.98	222.98
资本公积	8.44	310.86	233.61	233.61	233.61	233.61
留存收益	100.99	227.14	291.63	414.78	571.12	739.17
归属母公司股东权益	202.32	686.65	748.22	871.37	1027.71	1195.76
少数股东权益	6.97	19.52	11.75	12.00	12.31	12.65

股东权益合计	209.28	706.18	759.97	883.37	1040.02	1208.41
负债和股东权益合计	403.40	918.11	1140.04	952.20	1339.96	1291.89
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	56.15	183.75	120.30	46.43	383.78	119.74
投资性现金净流量	-83.79	-164.51	-266.02	-199.34	2.37	2.37
筹资性现金净流量	-38.29	300.55	76.63	-124.94	4.65	10.54
现金流量净额	-65.93	319.79	-69.09	-277.85	390.79	132.64

资料来源：太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818
传真： (8610) 8832-1566

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。