



陈志斌
021-53519888-1971
chenzhbin@sigchina.com

硝酸价格是公司 09 年业绩关键因素

基本数据 (Y08)

报告日股价 (元)	15.73
12mth A 股价格区间 (元)	8.01/26.78
总股本 (百万股)	148.656
无限售 A 股/总股本	69.58%
流通市值 (百万元)	1627.03
每股净资产 (元)	4.62
PBR (X)	3.40
DPS (Y08, 元)	转增 5 股派 1.5 元 (税前)

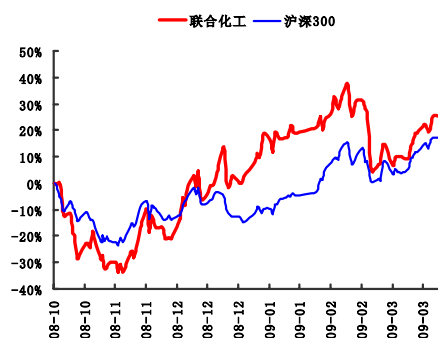
主要股东 (Y08)

王宜明	21.84%
王伊飞	4.54%
李淑南	4.47%

收入结构 (Y08)

无机化学产品业	90.77%
化学肥料制造业	7.04%
其它	2.19%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: CZB09—CT08

主要观点:

08 年业绩增长源于硝酸价格暴涨

公司近日发布 08 年年报: 08 年公司实现营业收入 8.05 亿元, 同比增长 51.87%, 利润总额 1.85 亿元, 较上年同比增长率 90.99%, 实现归属于上市公司股东的净利润 1.52 亿元, 增长率 129.77%。每股收益 1.07 元, 全面摊薄净资产收益率 22.12%。业绩增长主要原因: 2007 年投产的 10 万吨硝酸项目达产, 同时 08 年受硝酸和硝酸铵市场价格暴涨机遇, 公司产品产销两旺, 销量与毛利率大增。

09 年公司将平稳增长

我们认为: 09 年公司会维持平稳增长。从目前市场情况看, 09 年与 4 万亿投资相关的行业将会直接收益。与公司下游密切相关的民爆行业会处在景气高位, 而炸药的需求势必会增加对原料硝酸铵的需求。因此, 公司仍会有利好支撑发展。而且, 从公司内部看, 3 万吨三聚氰胺等募投项目会给公司带来新的利润增长点。

投资建议:

未来六个月内, 给予“跑赢大市”;

预计公司 09, 10 年 EPS 分别为 0.85 元和 1.10 元; 对应的动态市盈率为 18.51 倍和 14.3 倍。与目前化工行业的平均市盈率为 20.5 左右比较, 公司仍具有一定的估值优势, 给予“跑赢大市”评级。

数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008	2009E	2010E
营业收入	529.99	804.91	829.06	1,036.22
年增长率 (%)	20.44	51.87	3.00	25.00
归属于母公司的净利润	66.10	151.88	126.36	163.53
年增长率 (%)	40.79	129.77	-16.80	29.42
每股收益 (元)	0.59	1.07	0.85	1.10
PER (X)	26.66	14.7	18.51	14.3

注: 有关指标按最新总股本为 148.66 百万股计算

一、08 年业绩增长源于硝酸价格暴涨

公司近日发布 08 年年报：08 年公司实现营业收入 8.05 亿元，同比增长 51.87%，利润总额 1.85 亿元，较上年同比增长率 90.99%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.52 亿元，增长率 129.77%。每股收益 1.07 元，全面摊薄净资产收益率 22.12%。

业绩增长主要原因：

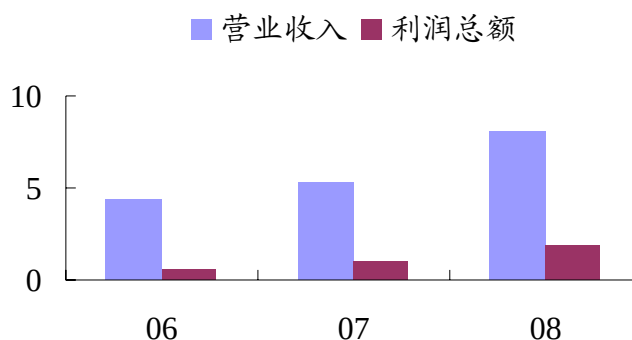
2007 年投产的 10 万吨硝酸项目达产，同时 08 年受硝酸和硝酸铵市场价格暴涨机遇，公司产品产销两旺，销量与毛利率大增。

表 1 2008 公司主要产品利润大增（亿元，%）

产品	营业收入	营业成本	毛利率	收入同比增长	毛利率同比增加
硝酸	2.984	1.661	44.34%	103.92%	25.61%
硝酸铵	2.052	1.587	22.66%	108.80%	-4.50%

资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 1 06-08 公司经营稳步增长（亿元）

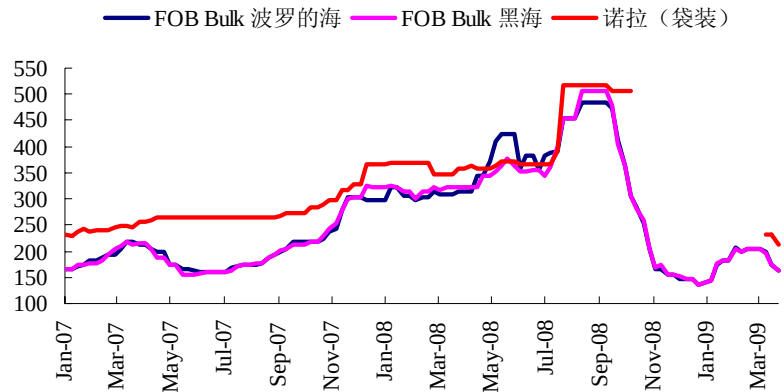


资料来源：公司年报，上海证券研究所

二、硝酸与硝酸铵是 08 年业绩主力

公司主要产品是硝酸与硝酸铵等基础化工产品。与草甘膦价格类似，08 年这两类产品也走出了一波轰轰烈烈的行情。为公司创造了利润来源。

图 2 07 年以来国际硝酸铵价格暴涨暴跌（美元）



资料来源：中国资讯网，上海证券研究所

在 08 年年中，国际硝酸铵的价格达到 500 多美元的历史高位，08 年 4~7 月份，国内浓硝酸市场的主流价格从年初 1000 多元的吨价拉升至 4000 多元，从 9~10 月，国内浓硝酸市场主流价格便由 4100~4200 元/吨的历史高点，产品价格的牛市为公司带来了丰厚的利润，也使公司 08 年销售毛利率一举由之前的 23% 左右上升到 32.02%!

我们认为，2008 年的价格牛市得益于前两年多市场的行情低迷，不少企业倒闭了，产能减少，而下游需求（如苯胺、MDI、对邻硝、硝化棉、染料等行业的复苏）却不断增加。随着经济危机的加深，下游需求出现大幅萎缩，因此，09 年公司很难再复制 08 年的辉煌。

三、09 年公司将平稳增长

由于行业属性所在，公司未来业绩仍将有由产品价格及成本决定。作为大宗基础化工原料，目前硝酸与硝酸铵的市场价格都处于缓慢回升阶段，当前硝酸的市场价格为 1850 元/吨，硝酸铵为 1700 元/吨，与 08 年顶峰时的价格不可同日而语。

我们认为：09 年公司会维持平稳增长。从目前市场情况看，09 年与 4 万亿投资相关的行业将会直接收益。与公司下游密切相关的民爆行业会处在景气高位，而炸药的需求势必会增加对原料硝酸铵的需求。因此，公司仍会有利好支撑发展。而且，从公司内部看，3 万吨三聚氰胺等募投项目会给公司带来新的利润增长点。

四、投资建议

预计公司 09, 10 年 EPS 分别为 0.85 元和 1.10 元；对应的动态

市盈率为 18.51 倍和 14.3 倍。与目前化工行业的平均市盈率为 20.5 左右比较，公司仍具有一定的估值优势，给予“跑赢大市”评级。

五、附表

附表 1 联合化工损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008	2009 E	2010 E
营业总收入	804.91	829.06	1,036.22
营业总成本	544.19	674.35	835.57
营业税金及附加	6.62	7.5	8
营业费用	18.17	20	25
管理费用	50.06	60	70
财务费用	0.3	1	2
投资收益	0	-	-
营业外收入	4.7	-	-
营业外支出	2.25	-	-
利润总额	185.20	154.71	200.65
所得税费用	32.93	27.85	36.12
净利润	152.27	126.86	164.53
归属于母公司所有者的净利润	151.88	126.36	163.53
少数股东权益	0.39	0.5	1
每股收益（元）	1.07	0.85	1.1

数据来源：公司定期报告，上海证券研究所整理；每股收益按最新股本 148.66 万股摊薄计

分析师承诺

分析师 陈志斌

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。