

联合化工 (002217.sz)

明年浓硝酸涨价概率较大、调高前期盈利预测

谢军 研究员
 电话: 020-87555888-663
 eMail: xj@gf.com.cn

吕丙风 研究助理
 电话: 020-87555888-698
 eMail: lbf2@gf.com.cn

明年浓硝酸涨价概率加大、调高前期盈利预测

在我们 11 月 30 日发布的 2010 年化工行业投资策略中, 我们预测公司 2010 年 EPS 为 0.60 元, 目前, 浓硝酸出厂价格上调 100-200 元/吨, 经下游需求分析, 我们认为明年上半年浓硝酸涨价概率较高, 故调高公司 2010 年 EPS 0.04 元。

明年浓硝酸涨价概率较大源于下游需求增长较大

浓硝酸特性: 高腐蚀性、存在运输半径、储罐储存空间有限、不能长时间囤货、下游需求季节性较强、每年都有阶段性机会。此外, 浓硝酸下游主要行业 MDI、TDI、染料需求都在恢复, 沧州大化、锦化聚氨酯于今年 9 月份分别投产的 5 万吨 TDI 将完全贡献产能、烟台万华宁波二期装置配套 36 万吨苯胺, 将引致 13.5 万吨浓硝酸商品需求量。如果明年 3 月份 MDI、TDI、染料开工率一起回升, 导致浓硝酸涨价概率较大。

盈利预测与投资评级

我们预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.25 元、0.60 元、0.75 元。但盈利预测中, 浓硝酸毛利率非常保守, 历史上公司浓硝酸毛利率走势几乎与原油同步, 明年量价齐增, 业绩弹性非常大, 高弹性股票应给予较高估值, 一年内目标价 19.20 元, 给予“买入”评级。

风险提示

MDI、TDI、染料等下游行业恢复进程低于预期的风险。

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	529.99	804.91	561.77	965.77	1062.35
EBITDA(百万元)	100.02	186.44	59.35	171.66	209.60
净利润(百万元)	64.20	151.88	56.05	142.63	174.42
净利润增长率	36.74%	136.55%			
每股收益(元)	0.690	1.070	0.25	0.64	0.78
市盈率	0.00	12.06	69.20	27.03	21.85
市净率	0.00	2.79	16.01	6.25	5.05
EV/EBITDA	0.00	0.00	65.00	22.47	18.40
每股红利(元)	0.02	0.15	0.10	0.10	0.10
股息率(%)	0.00	1.16	0.80	0.80	0.80

来源: 山东联合化工股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

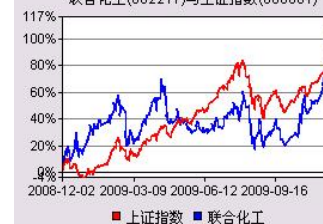
公司评级



当前价格(元)	15.73
目标价格(元)	19.20
前次评级	无评级

股价走势

联合化工(002217)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	50.53%	78.75%	116.85%
上证综指	13.13%	35.44%	118.36%

股票数据

总股本(万股)	22,298.40
流通 A 股(万股)	15,515.52
主要股东:	
	王宜明
主要股东持股比例	21.84%
流通 A 股比例	69.58%

财务比率

ROE	22.12%
ROA	16.33%
资产负债率	24.08%
每股净资产(元)	4.62

2008 年报数据。

浓硝酸、三聚氰胺同时涨价

公司主营产品简介

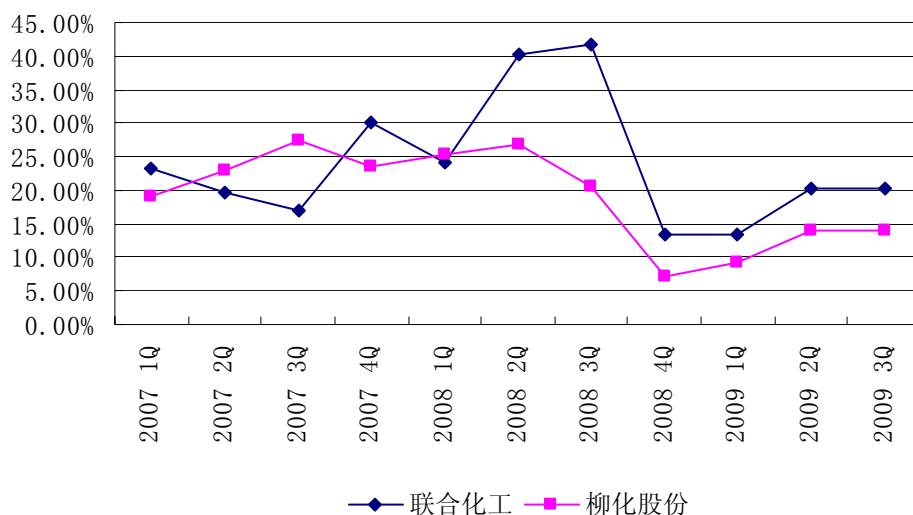
联合化工地处山东淄博沂源县,历史上为军工企业,目前主营浓硝酸、硝酸铵、三聚氰胺、硝酸钠、亚硝酸钠等硝酸系列产品。目前,拥有浓硝酸产能12万吨、硝酸铵产能6万吨、三聚氰胺产能0.5万吨。2009年底或2010年初公司在山东枣庄新建的10万吨浓硝酸装置及3万吨三聚氰胺募投项目投产后,公司将拥有浓硝酸产能22万吨、三聚氰胺产能3.5万吨。

表1: 公司主营产品及产能分布(万吨)

产品	2009年产能	2010年产能	备注
浓硝酸	12	22	2008年8月29日在山东枣庄投资2亿元新建10万吨浓硝酸项目,预计今年年底投产;
硝酸铵	17	17	6万吨硝酸铵、11万吨硝基复合肥,生产工艺可根据市场灵活调整;
三聚氰胺	0.5	3.5	公司3万吨三聚氰胺募投项目预计今年年底或明年年初投产;
硝酸钠	1.2	1.2	—
亚硝酸钠	1.2	1.2	—

数据来源: 广发证券发展研究中心

图1: 联合化工与柳化股份历史综合毛利率对比(%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

公司主营产品虽都为基础化工产品,但由于公司管理较好、成本控制

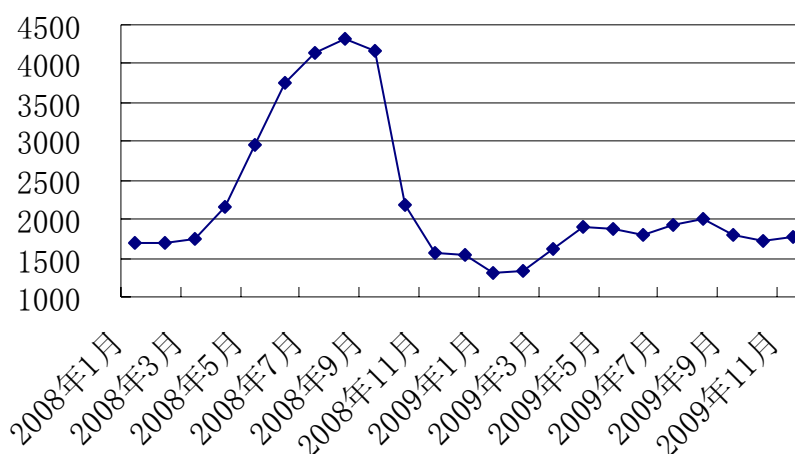
较好、资源循环利用程度较高，与行业内较大规模企业对比，公司的综合毛利率一直位于前列，反应了公司的整体管理能力和成本控制能力。

（二）浓硝酸、三聚氰胺同时涨价、四季度业绩可能超预期

目前，浓硝酸分别约占公司总营业收入、总毛利润的37.28%和48.35%，三聚氰胺暂时暂时占公司主营业务收入和毛利润的比例较小，但今年年底或明年初10万吨浓硝酸新增产能、3万吨三聚氰胺募投项目投产后，三聚氰胺占比会大幅提高。

近期，受前期开工率较低、下游需求开始恢复、下游行业开工率回升等因素影响，近一周来，浓硝酸出厂价格上调了100-200元/吨。目前，公司浓硝酸出厂价格约为2100元/吨，即时毛利率约为20%。

图1：2008-2009年安徽金禾98%浓硝酸出厂价走势（元/吨）

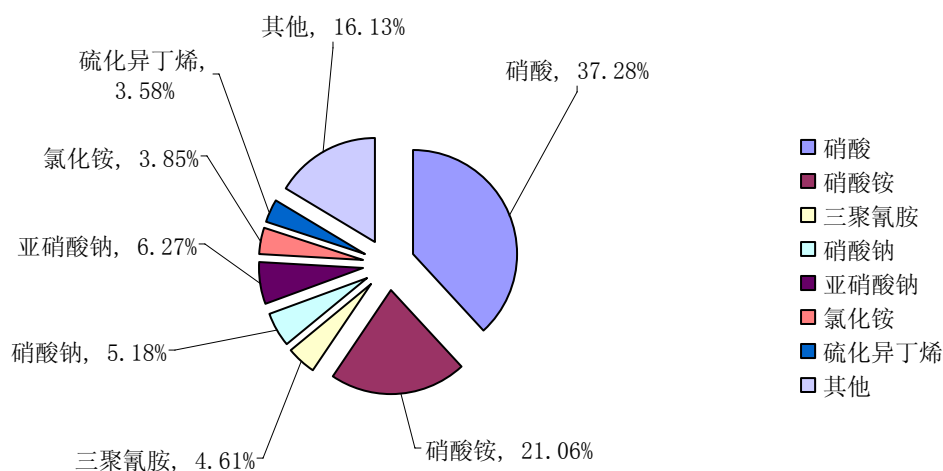


数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

此外，受天然气供应紧张推动尿素价格上涨影响，我国西南地区三聚氰胺价格出现非理性上涨（1吨三聚氰胺约消耗3.5吨尿素），尤其是四川省内报价普遍上调500元/吨以上、省外报价个别甚至上调800元/吨以上。

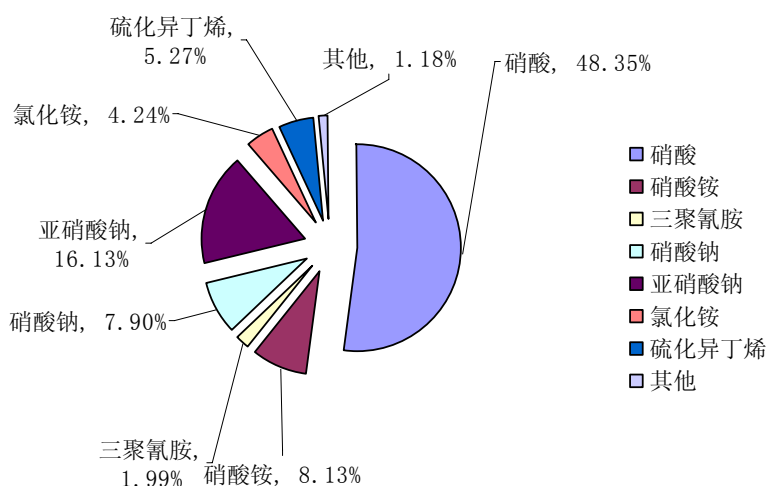
浓硝酸受下游需求恢复影响涨价、三聚氰胺受成本推动涨价，浓硝酸、三聚氰胺两个产品同时涨价，公司4季度业绩可能超出市场预期。此外，公司明年将新增10万吨浓硝酸产能、3万吨三聚氰胺产能，如果明年量价齐增，公司业绩弹性将非常大。下文，我们重点分析浓硝酸、三聚氰胺的涨价可能性。

图1：2009年上半年公司收入构成（%）



数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

图2：2009年上半年公司毛利润构成（%）



数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

明年浓硝酸涨价概率非常大

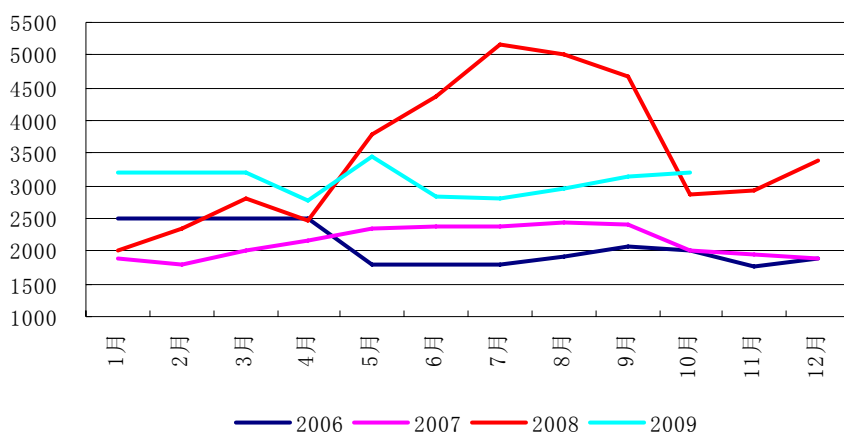
产品特性决定浓硝酸每年都存在阶段性机会

从产业生命周期角度看，浓硝酸已完全进入市场成熟期，全行业产品过剩，在市场竞争中，企业各有自己特定的目标客户，我国浓硝酸产需几乎同步增长。

但浓硝酸为一种强腐蚀性产品，运输及储存费用较高，存在运输半径限制，区域性较强；且作为液态产品，由于企业储罐仓储空间有限、仓储成本较高，企业一般不会大量囤积浓硝酸；外加下游需求广泛而分散，一旦下游需求开始恢复，前期的开工率较低导致供给一时跟不上需求，每年都存在阶段性机会，季节性因素较强。

目前，化工在线98%浓硝酸市场价格为3200元/吨，而安徽金禾化工98%浓硝酸出厂价约为1800-1850元/吨，联合化工98%浓硝酸出厂报价2100元/吨。与硝酸铵情况一样，浓硝酸的市场价格与企业出厂价格也存在巨大差异。由于数据历史长度有限，在研究浓硝酸季节性特点时，我们采用化工在线的数据来反映趋势，业绩预测仍然采用企业出厂价。

图2：浓硝酸每年都存在阶段性机会（元/吨）

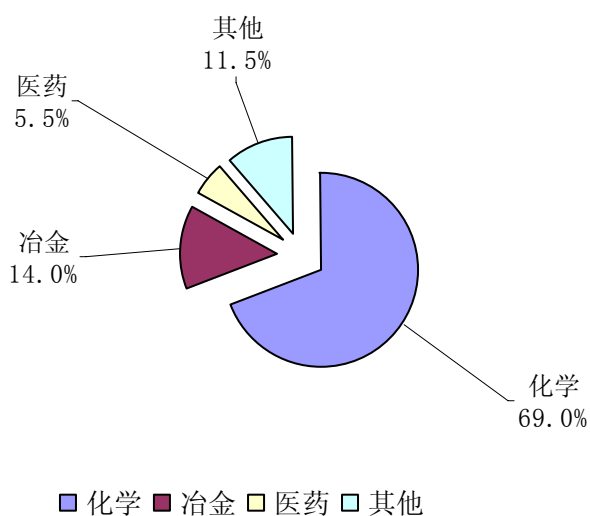


数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

下游各子行业需求都在恢复、明年浓硝酸供不应求概率较大

我国浓硝酸下游需求构成比较分散，化工、医药为其前两大需求领域，分别约占浓硝酸总需求的69.0%和14.0%。其中，化工领域主要分布在苯胺、TDI、MDI、染料等子产品上。经过对历史数据统计分析发现，苯胺约占浓硝酸需求总量的25%-30%、TDI约占浓硝酸需求总量的15%，染料由于品种繁多，缺乏统计数据。

图3：我国浓硝酸下游需求构成

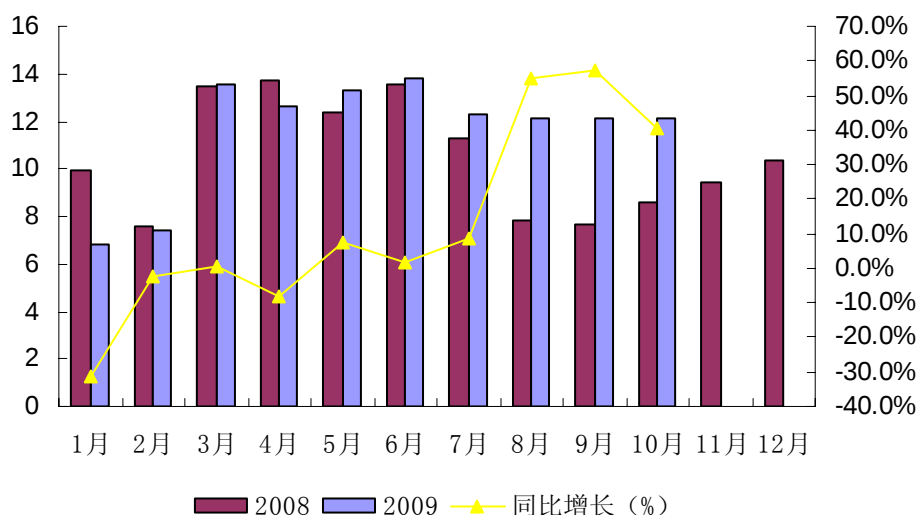


数据来源：化工在线、广发证券发展研究中心

目前，伴随着经济复苏及油价回升，业内普遍看好明年的TDI、MDI、

染料等化工子行业，而这几个子行业恰为浓硝酸的主要下游需求行业。明年3月份进入旺季时，如果TDI、MDI、染料这三个子行业开工率同时上升，浓硝酸一时供不应求、价格上涨的概率非常大。

图4：2008-2009年我国染料产量及同比增长（万吨、%）



数据来源：石油化工经济分析、广发证券发展研究中心

表2：2010年浓硝酸下游子行业新增产能统计（万吨）

产品	新增产能统计	新增浓硝酸需求量
TDI	(1) 2008年8月31日，沧州大化5万吨TDI项目投产，将在明年完全贡献产能； (2) 2008年底，锦化聚氨酯5万吨TDI项目一次性试车成功，将在明年完全贡献产能； (3) 甘肃银光集团：明年计划将TDI产能由5万吨改造至10万吨；	1吨TDI消耗约1.01吨浓硝酸，粗略计算明年将新增浓硝酸需求量12-13万吨；
苯胺（或MDI）	2010年中期，烟台万华宁波二期30万吨MDI装置将建成投产，该装置配套建设36万吨苯胺装置；	1吨苯胺约消耗0.75吨浓硝酸，假设年中投产，2010年仅烟台万华将新增浓硝酸需求13.5万吨；
染料	数据比较分散，但根据调研，行业龙头公司浙江龙盛明年国内产量将会新增分散染料产能3-4万吨、间苯二胺2-2.5万吨；	—
合计		26.5万吨

数据来源：广发证券发展研究中心

从表中可以看出，我们预测2010年我国将新增浓硝酸需求量约26.5万吨左右，约占2008年我国浓硝酸表观需求量的15.0%。而据最新统计数据显示，截止2009年10月，我国共累计生产浓硝酸（折100%）167.4万吨，

仅同比增长约5.0%。明年沧州大化5万吨TDI、锦化聚氨酯5万吨TDI完全发挥产能，尤其是烟台万华36万吨苯胺需要配套27万吨浓硝酸商品量（半年需要13.5万吨），外加浓硝酸不易长时间储存，明年涨价概率非常大。

表 3: 历史上浓硝酸供需平衡分析 (万吨、%)

	产量	进口量	出口量	表观消费量	表观需求量增长率 (%)
2004	126.0	0.0	0.0	126.0	
2005	135.0	0.0	0.0	135.0	7.1%
2006	177.6	3.1	1.2	179.5	33.0%
2007	195.5	0.4	0.5	195.4	8.9%
2008	183.8	4.7	0.2	188.3	-3.6%
2009 年 1-10 月	167.4	2.1	0.1	169.4	
2009E	193.0	2.4	0.1	195.3	3.7%

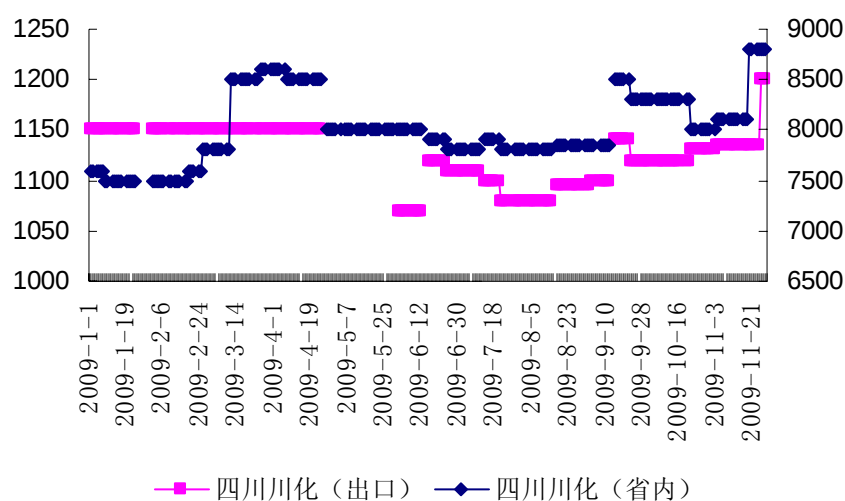
数据来源：广发证券发展研究中心

三聚氰胺：下游需求还未恢复、关键是成本支撑

三聚氰胺的下游主要应用于建筑、装修等行业，需求还未明显恢复，近期价格上涨主要是由于成本推动所造成的。1吨三聚氰胺约消耗3.5吨尿素，近期天然气供应紧张导致尿素价格上涨对三聚氰胺价格构成了有力的成本支撑，但三聚氰胺下游需求还未见明显的恢复迹象。

2009年底或2010年初，公司3万吨三聚氰胺募投项目将投产，新设备将在原工艺基础上，继续对三聚氰胺尾气中的合成氨、CO₂等产品进行资源循环利用，新装置较老装置的运行成本将降低许多，这也正是公司作为一家生产普通化工品的小企业的核心竞争力所在。

图 5: 四川川化三聚氰胺出厂价格走势 (美元/吨、元/吨)



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

盈利假设如下：

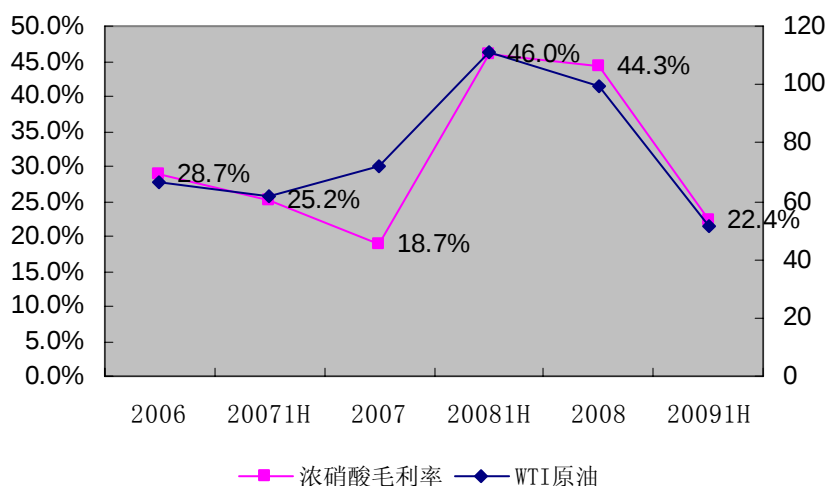
- 1、假设公司10万吨稀硝酸、3万吨三聚氰胺项目年底或明年年初投产；
- 2、假设2010-2011年浓硝酸含税出厂价分别为2050元/吨、2100元/吨；2010-2011年浓硝酸毛利率分别为20%、25%；
- 3、假设2009-2011年三聚氰胺销量分别为0.5万吨、2.5万吨、3.0万吨；假设2009-2011年浓硝酸销量分别为12万吨、20万吨、20万吨。

表 4：公司盈利预测（百万元、元/股）

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	804.91	561.77	965.77	1062.35
营业成本	544.19	451.27	694.77	742.21
营业税金及附加	6.62	2.64	4.54	4.99
营业费用	18.17	15.17	26.08	28.68
管理费用	50.06	50.50	86.82	95.51
财务费用	0.30	-4.75	-4.00	-4.00
资产减值损失	2.93	0.40	0.40	0.40
公允价值变动收益	0.10	-0.10	-0.10	-0.10
投资净收益	-0.01	5.14	5.00	5.00
营业利润	182.74	51.58	162.06	199.46
营业外收入	4.71	9.84	10.00	10.00
营业外支出	2.25	4.26	4.26	4.26
利润总额	185.20	57.16	167.80	205.20
所得税	32.93	1.11	25.17	30.78
净利润	152.27	56.05	142.63	174.42
少数股东损益	0.39	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	151.88	56.05	142.63	174.42
EPS（元）	1.02	0.25	0.64	0.78

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 6：2006-2009年公司浓硝酸毛利率与WTI原油价格走势对比（%、美元/桶）



数据来源：石油化工经济分析、广发证券发展研究中心

基于以上假设，我们预测公司2009-2011年的EPS分别为0.25元、0.64元、0.78元。但在盈利预测中，公司浓硝酸毛利率假设非常保守，浓硝酸毛利率走势几乎与原油走势同步，公司明年量价齐增，业绩弹性非常大，故调高前期策略报告中的盈利预测，高弹性股票也可给予较高估值，一年内目标价19.20元，继续给予“买入”评级。

表 5: 行业内近似可比公司估值比较 (元/股)

公司	现价	EPS			PE		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
柳化股份	14.17	0.10	0.55	0.67	141.70	25.76	21.15
兴化股份	12.66	0.27	0.45	0.6	46.89	28.13	21.10

数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

值得注意的是，由于柳化股份尿素产能较大，兴化股份硝酸铵产能较大，两公司的浓硝酸产能占比相对较小，而目前尿素、硝酸铵盈利能力较差，浓硝酸在历史上很少发生亏损，目前毛利率处于历史底部，价格上涨预期较强，故我们认为柳化股份、兴化股份的估值不具参考性。

风险提示

- 1、10万吨浓硝酸项目、3万吨三聚氰胺募投项目不能按时投产的风险；
- 2、MDI、TDI、染料等下游行业恢复进程低于预期的风险。

附录

表 5: 资产负债表与现金流量表 (百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	562.35	874.83	1147.10	1318.17	经营活动现金流	183.40	57.83	95.80	156.88
货币资金	349.34	474.79	537.70	661.57	净利润	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	23.15	30.17	50.44	55.40	折旧摊销	38.35	12.52	13.60	14.14
其他应收款	4.99	6.12	9.52	9.93	财务费用	0.30	-4.75	-4.00	-4.00
预付账款	81.43	230.42	354.33	378.53	投资损失	0.01	-5.14	-5.00	-5.00
存货	35.79	58.21	69.48	74.22	营运资金变动	-14.00	21.25	-53.58	-8.32
其他流动资产	67.65	75.11	125.63	138.51	其他经营现金流	158.74	33.95	144.78	160.05
非流动资产	367.83	389.43	384.81	394.05	投资活动现金流	-164.51	-9.83	-16.90	-17.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	162.80	0.00	0.00	0.00
固定资产	236.10	252.30	253.06	246.10	长期投资	-3.00	-3.93	-0.10	0.00
无形资产	58.48	80.48	102.48	124.48	其他投资现金流	-4.71	-13.77	-17.00	-17.00
其他非流动资产	73.25	56.65	29.27	23.47	筹资活动现金流	300.55	77.45	-16.00	-16.00
资产总计	930.18	1264.26	1531.90	1712.22	短期借款	-43.70	115.00	0.00	0.00
流动负债	183.13	504.43	660.02	698.70	长期借款	5.00	-20.00	-20.00	-20.00
短期借款	10.00	125.00	125.00	125.00	普通股增加	55.78	74.33	0.00	0.00
应付账款	100.78	164.71	257.07	274.62	资本公积增加	302.41	-74.33	0.00	0.00
其他流动负债	72.34	214.72	277.95	299.08	其他筹资现金流	-18.94	-17.55	4.00	4.00
非流动负债	40.87	20.00	0.00	-20.00	现金净增加额	319.45	125.45	62.90	123.88
长期借款	40.00	20.00	0.00	-20.00	期初现金余额	29.90	349.34	474.79	537.70

其他非流动负债	0.87	0.00	0.00	0.00	期末现金余额	349.34	474.79	537.70	661.57
负债合计	224.00	524.43	660.02	678.70					
少数股东权益	19.52	19.52	19.52	19.52					
股本	148.66	222.98	222.98	222.98					
资本公积	310.86	236.53	236.53	236.53					
留存收益	227.14	260.89	393.05	554.79					
归属母公司股东权益	686.65	720.30	852.36	1014.00					
负债和股东权益	930.18	1264.26	1531.90	1712.22					

数据来源：广发证券发展研究中心

表 6：重点跟踪公司盈利预测与投资评级（元/股）

公司	目前股价	EPS			PE			投资评级
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
德美化工	20.61	0.76	0.94	1.11	27.12	21.93	18.57	买入
浙江龙盛	10.1	0.51	0.68	0.88	19.80	14.85	11.48	买入
华峰氨纶	16.86	0.30	0.75	0.88	56.20	22.48	19.16	买入
烟台氨纶	31.04	0.61	1.20	1.61	50.89	25.87	19.28	买入
烟台万华	21.23	0.72	1.01	1.32	29.49	21.02	16.08	买入
柳化股份	14.17	0.10	0.55	0.67	141.70	25.76	21.15	买入
中泰化学	19.22	0.11	0.56	1.03	174.73	34.32	18.66	买入
久联发展	18.14	0.68	1.08	1.07	26.68	16.80	16.95	买入
红宝丽	28.8	0.70	1.10	1.30	41.14	26.18	22.15	买入
山东海龙	10.38	0.23	0.50	0.56	45.13	20.76	18.54	买入

数据来源：Wind资讯、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

联合化工(002217)行情走势



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。