

2010 年 9 月 1 日

持有（维持）

无机盐/化工

联合化工（002217）中报低于预期,新建项目继续顺利开展

研究员：姚鑫

执业证书编号：S1190210080004

电 话：010-8832 1661

Email: yaox@tpyzq.com.cn

市场基础数据

当前价（元）：11.68

52 周股价区间（元）：7.90-18.06

总股本/流通股（万股）：22298/17429

每股净资产（元）：3.43

资产负债率（%）37.52

市场与公司重要数据



相关报告

《业绩好转，超预期还需硝酸牛市来临》

2010.4.19

事件描述

发布半年报、股价连续上涨

投资要点

- 2010 年 1-6 月，公司实现主营业务收入 3.17 亿元，同比增长 12.10%；实现利润总额 2646 万元，同比下滑 10.44%；归属于母公司净利润 2069 万元，同比下滑 37.08%；报告期内实现每股收益 0.09 元。报告期内无分配预案，公司股本没有变化。
- 中报业绩低于预期，主要是一、公司两大产品产量低于我们假设（浓硝酸 10 年上半年产量约 6.5 万吨，假设 9 万吨；三聚氰胺实际产量 0.18 万吨，假设 0.3 万吨）；二、公司原料煤炭价格上涨，导致合成氨单位成本为 2100 元/吨，比我们假设成本每吨高 100 元。我们在 10 年 4 月份报告中已经预期硝酸行情低迷，在观点中较保守，但是公司中报情况仍然低于我们预期，本次将会下调盈利预测。
- 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，从中报情况来看，浓硝酸项目 10 年贡献产能要低于之前报告中的预期，预计全年公司产量在 15 万吨左右。另外值得提出的是，我们在 4 月报告中提到“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%。”中报三聚氰胺 32.92%的毛利率印证了我们的判断，我们认为三聚氰胺毛利率能够继续保持。
- 预计公司 10、11 年每股收益分别为 0.28 元、0.47 元。按 11 年 25 倍 PE 公司合理价位 11.75 元。维持“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：公司财务预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	529.99	804.91	579.16	627.91	895.30	948.76
增长率(%)	20.44%	51.87%	-28.05%	8.42%	42.58%	5.97%
归属母公司股东净利润	64.20	151.88	80.08	63.66	105.46	123.15
增长率(%)	36.74%	136.55%	-47.28%	-20.50%	65.66%	16.77%
每股收益(EPS)	0.288	0.681	0.359	0.286	0.473	0.552
每股股利(DPS)	0.050	0.013	0.100	0.000	0.000	0.000
销售毛利率	23.08%	32.39%	21.29%	20.86%	22.53%	23.42%
销售净利率	12.73%	18.92%	13.72%	10.16%	11.80%	13.01%
净资产收益率(ROE)	31.73%	22.12%	10.70%	7.84%	11.50%	11.84%
投入资本回报率(ROIC)	37.88%	60.00%	22.76%	10.32%	11.80%	17.36%
市盈率(P/E)	39.49	16.69	31.66	39.82	24.04	20.59
股息率(分红/股价)	0.004	0.001	0.009	0.000	0.000	0.000

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	529.99	804.91	579.16	627.91	895.30	948.76
减: 营业成本	407.69	544.19	455.87	496.94	693.60	726.58
营业税金及附加	4.51	6.62	2.53	3.14	4.48	4.74
营业费用	15.60	18.17	16.41	16.81	23.98	25.41
管理费用	18.33	50.06	48.48	37.77	53.86	57.07
财务费用	5.05	0.30	-7.31	1.10	-2.03	-7.32
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	72.15	121.42	142.27
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	75.05	124.32	145.17
减: 所得税	26.73	32.93	4.31	11.26	18.65	21.78
净利润	67.48	152.27	79.48	63.79	105.67	123.39
减: 少数股东损益	3.27	0.39	-0.60	0.13	0.21	0.25
归属母公司股东净利润	64.20	151.88	80.08	63.66	105.46	123.15
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	-3.58	338.49	289.00	6.28	278.85	396.84
应收和预付款项	107.38	174.12	145.91	108.66	251.23	128.41
存货	18.71	35.79	52.55	43.75	90.66	50.14

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	909.11	1269.08	1121.96
短期借款	53.70	10.00	125.00	34.28	0.00	0.00
应付和预收款项	102.63	161.93	233.27	51.07	339.65	69.13
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	85.35	339.65	69.13
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	355.29	460.75	583.90
归属母公司股东权益	202.32	686.65	748.22	811.88	917.34	1040.49
少数股东权益	6.97	19.52	11.75	11.88	12.09	12.34
股东权益合计	209.28	706.18	759.97	823.76	929.43	1052.83
负债和股东权益合计	403.40	918.11	1140.04	909.11	1269.08	1121.96
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	8.24	302.18	108.03
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	-91.63	-31.98	7.60
现金流量净额	-65.93	319.79	-69.09	-282.72	272.57	118.00

资料来源：太平洋证券

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；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

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

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。