

湘财证券研究所

行业部

陈国俊 分析师

执业编号: S0500511010012

联系人:

陈刚

Tel: 021-68634518-8221

E-mail: cg3264@xcsc.com

事件:

联合化工发布 2010 年年报: 全年实现营业收入 8.71 亿元, 同比增长 50.52%; 归属于母公司所有者的净利润 8526 元, 同比增长 6.47%; 每股收益 0.38 元, 第四季度单季度 0.23 元; 分红送配方案为 10 股派现 0.6 元。

点评:

- **2010 年营收大幅增长:** 公司持股 88% 的控股子公司联合丰化元的 4 万吨合成氨、10 万吨硝酸工程已于 2010 年 8 月建设完毕; 硝酸铵下游民爆行业的景气向好, 硝酸铵产品价格量增; 募投项目 3 万吨三聚氰胺建成并进入试生产阶段; 产能增长使得公司硝酸、硝酸铵、三聚氰胺分业务收入分别增长 15.64%、75.08%、226.84%, 主营业务收入增长 50.52%。
- **细分产品毛利率呈现分化态势:** 今年来看, 公司硝酸、硝酸铵毛利率呈现小幅上升态势, 分别达到 26.09% 和 23.94%, 较年中上涨了 3.83 和 8.14 个百分点, 主要是因为下半年节能减排、检修等导致市场供给趋少, 产品价格上升; 三聚氰胺毛利率出现较大下滑, 目前为 14.94%, 较年中下降了 17.98 个百分点, 主要原因是, 试生产阶段停开车、检修等导致费用较高, 拉低了毛利水平。
- **子公司新建项目求发展:** 公司全资子公司新泰联合将投资新建 3 万吨三聚氰胺项目, 由于使用已投产的 7 万吨合成氨和 10 万吨尿素装置, 只需建设三聚氰胺生产厂房和设备, 投资额不超过 0.9 亿元, 公司计划在 2011 年三季度建成并试车, 解释公司三聚氰胺产能将实现翻番; 另外新泰联合 5 万吨苯酐技改项目预计于 2012 年二季度建成。
- **管理费用过高吞噬利润:** 由于新增项目的检修、维修费用较大, 公司 2011 年管理费用为 7488 万元, 较去年 4848 万元增长 2640 万元, 增幅为 54.47%。
- **预计未来业绩能维持稳定增长:** 新达产的 10 万吨硝酸、3 万吨三聚氰胺, 将陆续释放业绩; 硝酸下游苯胺、TDI、MDI 产业链, 硝酸铵下游民爆行业需求向好, 公司产品需求将保持增长; 预计公司 2011 年主要项目试车完毕, 进入稳定运行, 三聚氰胺毛利率回升, 管理费用将也有所下降; 子公司的新建项目与技改项目将为公司未来提供新的利润增长点。
- **盈利预测和投资评级:** 我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.64 元、0.76 元和 0.82 元, 对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、14 倍。考虑到公司业绩的稳定增长性, 首次给予“增持”评级。

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	872	1119	1344	1478
净利润	85	142	170	183
每股收益	0.38	0.64	0.76	0.82

表 1.盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	487	682	939	1223	营业收入	872	1119	1344	1478
现金	214	336	523	768	营业成本	682	859	1030	1135
应收账款	18	26	30	33	营业税金及附加	5	6	7	8
其他应收款	4	8	9	9	营业费用	16	22	27	30
预付账款	91	123	147	161	管理费用	75	73	87	96
存货	77	92	114	125	财务费用	3	3	3	5
其他流动资产	83	98	117	128	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	820	833	793	745	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	620	664	634	585	营业利润	91	156	188	204
无形资产	132	132	132	132	营业外收入	16	16	16	16
其他非流动资产	67	37	27	27	营业外支出	2	4	3	3
资产总计	1307	1515	1733	1968	利润总额	104	167	202	217
流动负债	436	516	562	614	所得税	18	25	30	33
短期借款	140	196	140	140	净利润	86	142	171	184
应付账款	201	230	305	325	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	94	90	117	149	归属母公司净利润	85	142	170	183
非流动负债	26	24	25	24	EBITDA	160	203	239	257
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	0.38	0.64	0.76	0.82
其他非流动负债	6	4	5	4					
负债合计	461	540	587	638	主要财务比率				
少数股东权益	13	14	14	16	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	223	223	223	223	成长能力				
资本公积	243	243	243	243	营业收入	50.5%	28.4%	20.0%	10.0%
留存收益	352	480	651	834	营业利润	33.0%	71.6%	20.9%	8.2%
归属母公司股东权益	833	961	1131	1315	归属于母公司净利润	6.5%	66.1%	20.4%	7.4%
负债和股东权益	1307	1515	1733	1968	获利能力				
					毛利率(%)	21.8%	23.3%	23.3%	23.2%
现金流量表					净利率(%)	9.8%	12.7%	12.7%	12.4%
单位:百万元					ROE(%)	10.2%	14.7%	15.1%	13.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	9.8%	15.7%	20.7%	24.5%
经营活动现金流	210	141	255	250	偿债能力				
净利润	86	142	171	184	资产负债率(%)	35.3%	35.7%	33.9%	32.4%
折旧摊销	66	44	48	48	净负债比率(%)	34.71%	40.06%	27.27%	25.08%
财务费用	3	3	3	5	流动比率	1.12	1.32	1.67	1.99
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.94	1.14	1.47	1.79
营运资金变动	49	-48	32	13	营运能力				
其他经营现金流	4	0	1	-1	总资产周转率	0.71	0.79	0.83	0.80
投资活动现金流	-256	-60	-8	0	应收账款周转率	56	52	49	48
资本支出	269	60	8	0	应付账款周转率	3.90	3.98	3.85	3.60
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	13	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.38	0.64	0.76	0.82
筹资活动现金流	-8	40	-60	-5	每股经营现金流(最新)	0.94	0.63	1.14	1.12
短期借款	15	56	-56	0	每股净资产(最新摊薄)	3.73	4.31	5.07	5.90
长期借款	20	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	30.84	18.57	15.42	14.36
资本公积增加	9	0	0	0	P/B	3.16	2.74	2.32	2.00
其他筹资现金流	-52	-16	-3	-5	EV/EBITDA	16	13	11	10
现金净增加额	-54	122	187	245					

资料来源:公司公告、湘财证券研究所

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。