

短期受益于纯碱氮肥涨价，中长期看公司一体化战略的纵深推进

公司研究简报

◆短期看公司受益于产品涨价，业绩将明显超出市场预期

公司拥有年纯碱产能 45 万吨、氯化铵产能 50 万吨、原盐产能 90 万吨以及 100 万吨的复合肥。我们预计公司今年纯碱、氯化铵和原盐的销量分别是 43 万吨、47.5 万吨和 43 万吨（自用 47 万吨），产品价格 100 元/吨对应的每股收益变动分别是 0.17 元、0.22 元和 0.17 元。

目前氯化铵以受益于尿素涨价及出口拉动（详见我们本周推出的氮肥行业报告），产品价格今年累计涨幅达 40%，而纯碱在下游需求拉动 4-6 月也累计上涨超过 30%。我们判断公司联碱产品（即纯碱和氯化铵）的涨价趋势在 3 季度会维持，公司复合肥业务由于目前二元复混肥的出口而可能大幅超出市场预期。我们判断公司全年业绩将明显地超出市场预期。

◆未来公司延伸产业链着手在产品产销量和品种方面继续成长，

公司是目前国内少数已完成“原盐-纯碱/氯化铵-氯基复合肥”全产业链覆盖的企业，而近期公告并购新楚钟肥业并投资设立了新都塑业公司，弥补了在磷酸一铵和包装袋两个原材料上的布局。不仅保证低成本原料的稳定供应，更满足了公司延伸硫基及缓控释肥复合肥等产品的需要，为未来产业链进一步扩张打下基础。

此外公司募投项目 60 万吨硝基复合肥/年进展顺利，我们预计将于明年 3-6 月投产，届时公司将新增“硝酸-硝酸铵浆料-硝基复合肥”及“盐-纯碱-硝钠亚硝钠”两条完整产业链，一体化整合将显著提升资源利用程度、核心竞争力进一步加强。

◆产业布局集中合理，协同效应极大降低成本：

公司盐-联碱厂区布局集中（仅隔 1.4 公里），盐厂-联碱分厂-复合肥车间实现原材料无包装管道运输，产业协同极大提升效益，此外公司未来的产业链扩张都将沿着这个集中布局的战略推进。

◆投资建议：首次覆盖建议买入

短期内我们认为中报超预期将成股价催化剂，中长期看，产业链的纵向（原料的扩张）和横向（硝基复合肥）延伸将提升公司的盈利能力从而增加公司价值。因此首次覆盖并给予“买入”评级，目标价格 37.5 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,720	2,047	2,836	3,969	4,773
营业收入增长率	0.94%	19.00%	38.51%	39.94%	20.27%
净利润（百万元）	95	153	250	332	375
净利润增长率	-36.15%	60.68%	63.17%	32.75%	13.12%
EPS（元）	0.58	0.92	1.51	2.00	2.27
ROE（归属母公司）	17.41%	23.07%	10.86%	12.60%	12.48%
P/E	49	30	19	14	12

买入（首次给予）

当前价/目标价：28.03/37.50 元

目标期限：6 个月

分析师

程磊 (执业证书编号：S09305110120003)

021-22169157

chenglei@ebsecn.com

张力扬 (执业证书编号：S0930511010005)

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

王席鑫 (执业证书编号：S0930511020001)

021-22169077

wangxixin@ebsecn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebsecn.com

市场数据

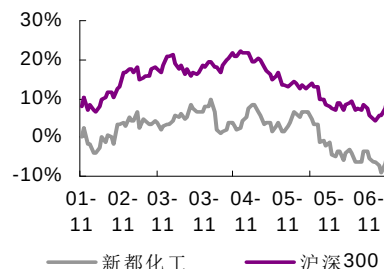
总股本(亿股)：1.66

总市值(亿元)：46.40

一年最低/最高(元)：26.39/32.99

近 3 月换手率：22.80%

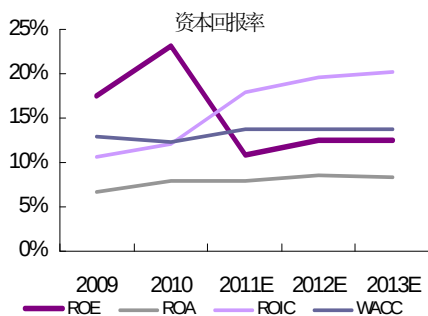
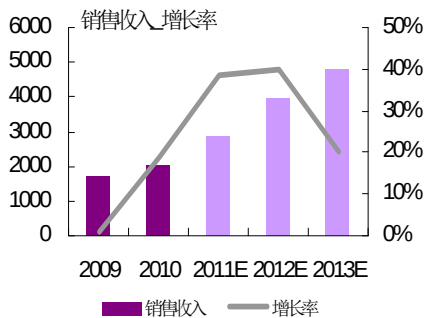
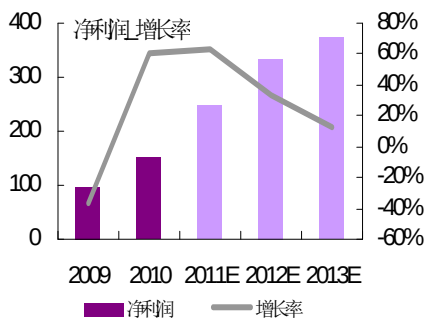
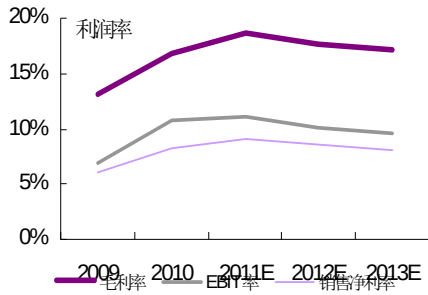
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.28	-3.15	0.00
绝对	-2.04	-11.25	0.00

相关研报



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,720	2,047	2,836	3,969	4,773
营业成本	1,494	1,704	2,307	3,269	3,958
折旧和摊销	209	80	108	112	116
营业税费	8	12	14	20	24
销售费用	24	27	57	79	95
管理费用	75	82	142	198	239
财务费用	11	28	10	-7	-8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-6	0	0	0	0
营业利润	103	191	306	408	463
利润总额	120	217	325	427	481
少数股东损益	10	15	10	10	10
归属母公司净利润	95.25	153.04	249.71	331.50	375.01

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,602	2,103	3,253	3,976	4,632
流动资产	886	1,195	2,429	3,183	3,926
货币资金	286	276	1,357	1,649	1,982
交易型金融资产	1	0	0	0	0
应收账款	21	58	59	81	110
应收票据	1	16	14	18	27
其他应收款	5	13	21	23	31
存货	324	427	595	791	990
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	21	21	21	21	21
固定资产	516	649	588	571	500
无形资产	146	177	168	160	152
总负债	999	1,381	884	1,266	1,538
无息负债	573	720	884	1,266	1,538
有息负债	426	661	0	0	0
股东权益	603	723	2,368	2,710	3,095
股本	124	124	166	166	166
公积金	118	137	1,557	1,608	1,666
未分配利润	300	395	568	849	1,166
少数股东权益	57	59	69	79	89

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	229	-44	391	365	355
净利润	95	153	250	332	375
折旧摊销	209	80	108	112	116
净营运资金增加	-40	225	95	250	258
其他	-34	-502	-61	-328	-394
投资活动产生现金流	-94	-144	-25	-80	-30
净资本支出	-146	-177	25	80	30
长期投资变化	21	21	0	0	0
其他资产变化	31	11	-50	-160	-60
融资活动现金流	-157	144	715	7	8
股本变化	0	0	42	0	0
债务净变化	-200	235	-661	0	0
无息负债变化	64	147	165	381	272
净现金流	-21	-44	1,081	293	333

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	0.94%	19.00%	38.51%	39.94%	20.27%
净利润增长率	-36.15%	60.68%	63.17%	32.75%	13.12%
EBITDA 增长率	53.03%	-8.78%	41.55%	20.96%	11.33%
EBIT 增长率	-44.26%	83.39%	44.26%	26.78%	13.47%
估值指标					
PE	49	30	19	14	12
PB	8	7	2	2	2
EV/EBITDA	12	14	9	7	6
EV/EBIT	33	19	12	9	8
EV/NOPLAT	38	25	15	12	10
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	4	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	13.16%	16.79%	18.64%	17.63%	17.06%
EBITDA 率	19.08%	14.62%	14.94%	12.92%	11.96%
EBIT 率	6.95%	10.71%	11.15%	10.10%	9.53%
税前净利润率	6.96%	10.59%	11.45%	10.76%	10.08%
税后净利润率 (归属母公	5.54%	7.47%	8.81%	8.35%	7.86%
ROA	6.57%	7.97%	7.98%	8.59%	8.31%
ROE (归属母公司) (摊	17.41%	23.07%	10.86%	12.60%	12.48%
经营性 ROIC	10.72%	12.15%	17.87%	19.63%	20.14%
偿债能力					
流动比率	0.97	0.88	2.76	2.52	2.56
速动比率	0.61	0.56	2.09	1.90	1.92
归属母公司权益/有息债务	1.28	1.00	-	-	-
有形资产/有息债务	3.41	2.91	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.58	0.92	1.51	2.00	2.27
每股红利	0.00	0.22	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.39	-0.27	2.36	2.21	2.15
每股自由现金流(FCFF)	1.99	0.89	1.45	0.62	1.17
每股净资产	3.30	4.01	13.89	15.89	18.16
每股销售收入	10.39	12.37	17.13	23.98	28.84

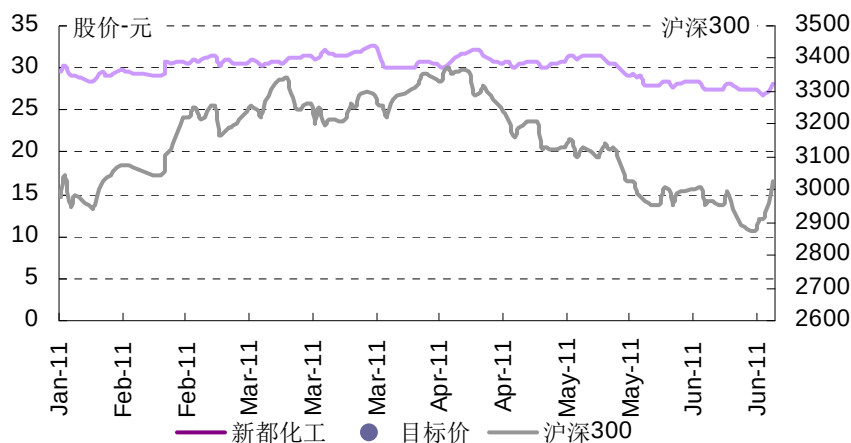
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

新都化工（002539）



日期	股价	目标价	评级
2011-06-26	0.00	37.50	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com