

评级：强烈推荐

化工原材料

公司点评报告

第一创业研究所

王皓宇 S1080209110061

联系人：张伟保 S1080110100004

电 话：0755-82485029

邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

交易数据

52周内股价区间(元)	8.51-12.79
总市值(百万元)	4,189.70
流通股本(百万股)	358.40
流通股比率(%)	100%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	1,083.86
每股净资产	3.02
市净率	3.87
资产负债率	31.8%

相关报告

第一创业-《硝酸铵行情渐起，公司彰显龙头地位》-深度报告
-20110718

兴化股份 (002109)

——公司业绩稳步增长，三季度值得期待

事件：兴化股份公布半年报，半年报显示报告期内，公司实现营业收入 610,210,404.89 元，比上年同期增长 27.76%，利润总额 87,712,249.51 元，比上年同期增长 38.31%，净利润 74,045,102.73 元，比上年同期增长 38.75%，上半年实现 EPS0.21 元，同比增长 40.11%。

点评

- 硝酸铵量价齐升推升公司业绩。**公司半年度实现 EPS0.21 元，其中二季度贡献 0.13 元，符合我们的预期。公司上半年营业收入和净利润增长的主要原因是主营产品硝酸铵产销量和价格同比都有较大幅度提升，根据百川资讯的数据统计，公司多孔硝酸铵平均出厂价由去年同期的 2122.9 元/吨增长到今年的 2481.9 元/吨，同比上涨 16.9%，而颗粒状普通硝酸铵有去年同期的 1846.2 元/吨上涨到今年的 2306.4 元/吨，同比上涨 24.9%，同时公司硝酸铵销量也同比增长，成为公司营收和利润增长的主要动力。
- 公司期间费用增速低于营收和利润增速，体现了公司良好的成本控制和管理能力。**尽管公司的主营产品销量较去年同期有大幅增长，公司营业收入同比增长 27.76%，利润同比增长 38.31%，而公司的销售费用却同比仅增长 6.79%，管理费用仅增长 17.04%，都低于公司的营收和利润增速，体现了公司良好的成本控制和管理能力，为业绩增长提供了强有力的保障。公司的财务费用同比去年仅增长 1.08%，主要是因为公司目前资金比较充足，资产负债率仅 31.8%，利息同比去年基本没有增长。
- 三季度业绩超预期值得期待。**我们在 7 月份的深度报告《硝酸铵行情渐起，公司彰显龙头地位》中提出我们对硝酸铵行业的观点，认为长期来看硝酸铵产能过剩，经过近几年的消化已经大大缓解，行业出现供应偏紧的局面，行业处在景气上升期；短期来看受需求和成本拉动，硝酸铵价格将继续上涨。市场已验证我们的观点，自 7 月份以来，硝酸铵价格已上涨 15.38%，目前硝酸铵价格同比去年上涨 41.46%，三季度已经过去一半，而且未来仍有上涨动力。我们按照三季度平均价格 2900 元/吨来计算，单季度有可能实现 EPS0.2 元，超预期的可能性极大，未来值得期待。



- **公司存在集团资产注入预期。**兴化股份是延长石油（集团）实际控制的唯一一家基础化工类上市公司，公司未来发展有望得到实际控制人的鼎力支持。集团旗下 30 万吨合成氨将于 8 月份投产，未来一部分合成氨将直接供给上市公司，解决公司原料合成氨的产能瓶颈，将与上市公司构成同业竞争和关联交易。半年报中也披露，陕西延长石油（集团）有限责任公司承诺避免同业竞争。因此未来集团有可能将 30 万吨合成氨、30 万吨甲醇、30 万吨联碱等基础化工类资产注入到上市公司，将兴化股份打造成延长集团发展基础化工的最佳平台。
- **维持“强烈推荐”评级。**上调 2011-2013 年 EPS 分别为 0.56 元、0.75 元、和 0.98 元，按照最新股价 11.30 元，对应的 PE 分别为 20 倍、15 倍和 11 倍。集团合成氨投产后，将解决公司原料瓶颈，硝酸铵开工率将进一步提高，而且将进一步降低成本，内生性增长有动力；短期内，三季度业绩超预期值得期待，继续维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**1、公司主营产品价格大幅下滑；2、公司主要原料大幅上涨等

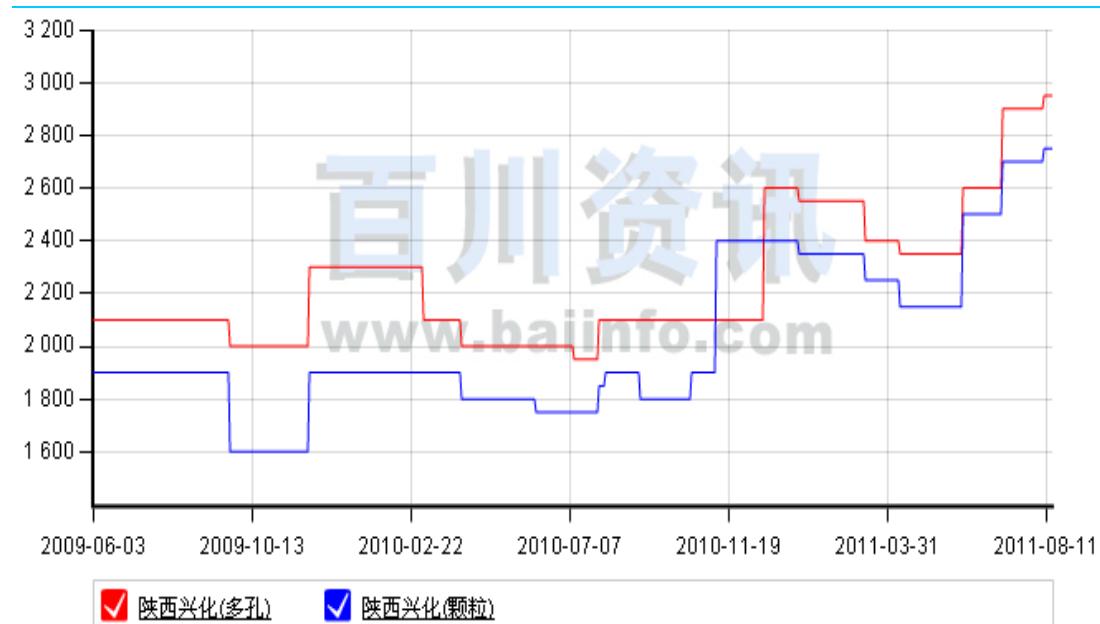
表 1：公司的主要财务数据

单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	85,438	102,882	143,700	193,994	249,000
同比 (%)	2.3%	20.4%	39.7%	35.0%	28.4%
营业毛利	23,074	25,820	42,887	55,881	69,351
同比 (%)	-27.8%	11.9%	66.1%	30.3%	24.1%
归属母公司净利润	9,049	9,572	20,117	27,020	34,988
同比 (%)	-45.5%	5.8%	110.2%	34.3%	29.5%
总股本 (万股)	35,840.0	35,840.0	35,840.0	35,840.0	35,840.0
每股收益 (元)	0.25	0.27	0.56	0.75	0.98
ROE	8.9%	8.8%	16.0%	17.7%	18.6%
P/E (倍)	46.3	43.8	20.8	15.5	12.0

数据来源：公司公告、第一创业研究所

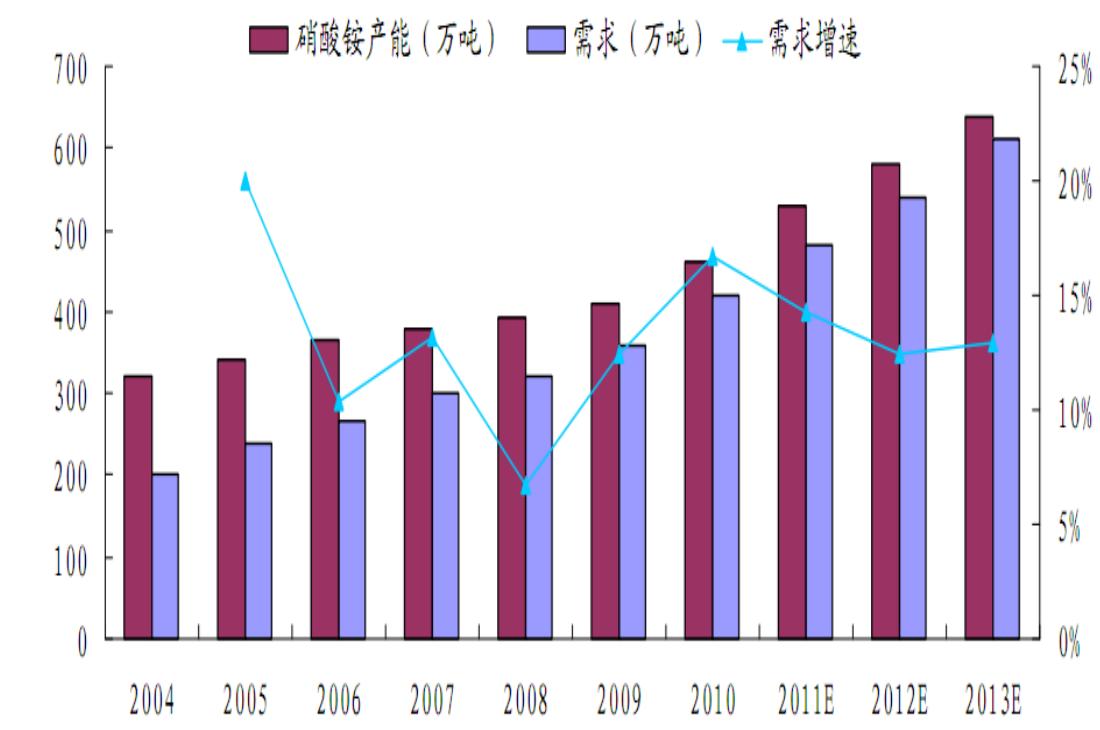


图 1：公司硝酸铵出厂价格走势图（元/吨）



数据来源：百川资讯、第一创业研究所

图 2：国内硝酸铵供需情况



数据来源：百川资讯、第一创业研究所整理



兴化股份盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,139.3	1,227.1	1,488.8	1,802.8	一、营业收入	914.1	1,240.5	1,612.6	2,045.4
货币资金	870.9	799.2	922.4	1,090.6	减：营业成本	711.8	970.3	1,277.4	1,633.3
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	0.1	0.1	0.1	0.1
应收款项	114.6	189.7	251.3	314.2	销售费用	46.5	46.6	57.8	73.4
预付款项	40.2	83.8	114.4	143.7	管理费用	50.8	60.3	69.3	78.6
存货	111.2	146.0	192.3	245.8	财务费用	15.2	13.7	21.1	21.3
其他流动资产	2.4	8.4	8.4	8.4	资产减值损失	0.7	5.3	1.5	1.5
非流动资产	515.5	597.2	544.5	491.7	加：公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
债权与公允价值资产	5.4	5.2	5.2	5.2	其中：联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	400.9	420.8	363.3	305.9	二、营业利润	89.1	144.3	185.3	237.1
在建工程	86.7	145.9	150.6	155.3	加：营业外收入	45.8	57.0	58.7	60.4
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	44.2	30.8	43.2	48.7
无形及递延性资产	18.9	18.8	18.8	18.8	三、利润总额	90.7	170.5	200.7	248.9
其它非流动资产	3.6	6.5	6.5	6.5	减：所得税费用	13.9	31.5	30.1	37.3
资产总计	1,654.8	1,824.3	2,033.3	2,294.5	四、净利润	76.8	139.0	170.6	211.5
流动负债	418.9	478.9	517.2	566.9	归属母公司净利润	76.8	139.0	170.6	211.5
短期借款	217.0	287.7	287.7	287.7	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	152.0	156.1	193.4	240.7	五、总股本(百万股)	74.0	74.0	74.0	74.0
预收帐款	25.1	20.7	24.1	29.7	EPS (元)	1.04	1.88	2.31	2.86
其它流动负债	24.7	14.4	12.1	8.8					
非流动负债	158.3	127.0	127.0	127.0					
长期借款	153.3	122.0	122.0	122.0					
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它非流动负债	5.0	5.0	5.0	5.0					
负债合计	577.1	605.9	644.2	693.9					
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0					
股本	74.0	74.0	74.0	74.0					
资本公积与其它	780.8	782.5	782.5	782.5					
留存收益	222.9	361.9	532.5	744.1					
股东权益合计	1,077.7	1,218.4	1,389.0	1,600.6					
负债和股东权益	1,654.8	1,824.3	2,033.3	2,294.5					
现金流量表									
					单位：百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	70.5	103.9	148.9	194.2	主要财务比率				
净利润	76.8	139.0	170.6	211.5	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
折旧摊销	36.6	57.6	58.9	59.0	成长能力				
财务费用	11.2	20.3	21.1	21.3	营业收入	45.7%	35.7%	30.0%	26.8%
投资损失	-0.4	0.0	0.0	0.0	营业毛利	22.6%	33.5%	24.1%	22.9%
营运资金变动	-56.0	-111.4	-100.5	-96.6	主业盈利	3.0%	55.5%	27.4%	25.0%
其它变动	2.3	-1.6	-1.2	-1.0	母公司净利	-22.3%	81.0%	22.7%	24.0%
投资活动现金流	-158.7	-156.8	-4.7	-4.7	获利能力				
资本支出	-211.6	-170.0	-4.7	-4.7	毛利率	22.1%	21.8%	20.8%	20.1%
长期投资	-2.1	0.0	0.0	0.0	主业盈利/收入	11.5%	13.2%	12.9%	12.7%
其它变动	55.0	13.2	0.0	0.0	ROS	8.4%	11.2%	10.6%	10.3%
筹资活动现金流	834.9	16.9	-21.1	-21.3	ROE	7.1%	11.4%	12.3%	13.2%
债务融资	119.9	39.4	0.0	0.0	ROIC	5.3%	8.5%	9.5%	10.5%
权益融资	763.1	0.0	0.0	0.0	偿债能力				
其它变动	-48.1	-22.5	-21.1	-21.3	资产负债率	34.9%	33.2%	31.7%	30.2%
汇率变动影响	-2.4	-3.1	0.0	0.0	利息保障倍数	5.1	10.2	8.1	9.9
现金净增加额	744.4	-39.1	123.1	168.2	速动比率	2.45	2.24	2.49	2.73
					经营现金净额/当期债务	0.32	0.36	0.52	0.68
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.68	0.79	0.89
					应收账款天数	45.13	55.04	56.11	55.31
					存货天数	56.24	54.18	54.18	54.19
					每股指标(元)				
					主业盈利/股本	1.42	2.21	2.81	3.51
					每股经营现金流	0.95	1.40	2.01	2.62
					每股净资产	14.56	16.46	18.77	21.63
					估值比率				
					P/E	43.44	24.01	19.56	15.78
					P/B	3.10	2.74	2.40	2.09
					P/S	3.65	2.69	2.07	1.63
					EV/EBITDA	20.08	13.36	10.60	8.35

数据来源：公司公告、第一创业研究所

免责声明：

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120