

评级：强烈推荐（维持）

基础化工

公司年报点评

## 证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005  
 联系人 张伟保 S1080110100004  
 电话：0755-82485029  
 邮件：zhangweibao@fcsc.cn

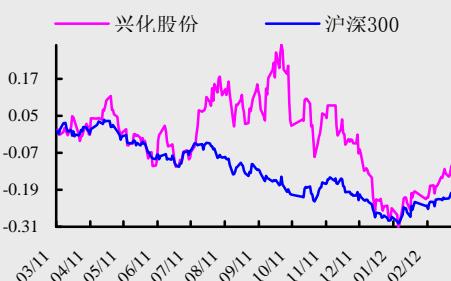
## 交易数据

上一日交易日股价（元）	9.15
总市值（百万元）	3,279
流通股本（百万股）	358
流通股比率（%）	100.00

## 资产负债表摘要 (12/11)

股东权益（百万元）	1,224
每股净资产（元）	3.42
市净率（倍）	2.68
资产负债率（%）	28.87

## 公司与沪深300指数比较



## 相关报告

2011-07-18-《硝酸铵行情渐起  
公司彰显龙头地位》-深度报告

2011-08-17-《公司业绩稳步增  
长，三季度值得期待》-点评报告

## 兴化股份(002109)

——业绩低于预期，一季度仍看好

**事件：**公司发布2011年年报，年报显示公司实现营业收入139,421.03万元，比上一年度增长35.52%；实现净利润17,289.22万元，比上一年度增长80.62%，实现EPS0.48元，同比去年增长77.78%。同时公司公布利润分配预案，公司拟以截至2011年12月31日的总股本258,400,000股为基数，向全体股东按每10股派发现金股利2.00元（含税），共计派发71,680,000.00元，剩余未分配利润473,261,620.74元结转至下一年度。

**点评：**

- **四季度下游需求萎缩导致业绩低于预期。**公司11年实现营收和净利润分别为13.94亿元和1.73亿元，同比分别增长35.52%和80.62%，全年实现EPS0.48元，其中四季度由于矿山企业开工率下降，炸药需求量萎缩，硝酸铵价格有所下滑，公司四季度实现销售收入4.11亿元，净利润仅实现4155万元，单季度仅实现EPS0.11元，导致业绩低于我们之前的预期。
- **主营产品量价齐升推动公司业绩快速增长。**公司主营产品多孔硝铵和普通硝铵去年实现销量32.47万吨和26.89万吨，销售价格也分别实现2238.33元/吨和2068.88元/吨，价格同比分别增长23.17%和27.04%，由于原料天然气价格上涨有限，导致公司主营产品毛利率由10年的25.35%提升至30.64%，主营产品的量价齐升使得公司业绩实现快速增长。
- **硝酸铵价格下滑难改一季度业绩稳定增长。**据百川资讯数据统计，公司多孔硝酸铵价格已下滑至2700元/吨，普通硝酸铵已下滑至2400元/吨，但仍高于去年同期的多孔硝酸铵2550元/吨和普通硝酸铵2350元/吨。此外，由于今年春节较早，目前不少矿企已开始陆续开工，炸药的需求快速增加，短期内硝酸铵价格受需求增加有望回升，因此我们认为公司一季度业绩仍将实现稳定增长，预计增长幅度在25%左右。
- **非公开增发将解决公司硝酸铵原料供应瓶颈。**受制于原料合成氨供应不足，硝酸铵开工率仅能达到75%，公司于11年11月份公告非公开增发募集资金用于合成氨和硝酸铵的扩建，以及硝酸铵的改迁。该募投项目投产后将解决公司硝酸铵原料供应瓶颈，并完全替代外购合成氨，实现100%开工率。上述三个项目投产之后，预计将来能为公司带来12.38亿元营业收入增长，实现净利润1.53亿元，增厚



EPS0.31元。

- **维持“强烈推荐”评级。**由于公司11年业绩低于我们之前的预期，我们下调12年至14年的EPS(摊薄前)分别为0.59元、0.77元和0.90元，摊薄后分别为0.43元、0.56元和0.66元，对应当前股价摊薄后的PE分别为21倍、16倍和14倍，仍然维持“强烈推荐”评级。

表1：公司的主要财务数据

简要盈利预测	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	102,882	139,421	175,634	213,153	240,298
同比(%)	20.4%	35.5%	26.0%	21.4%	12.7%
营业毛利	25,820	42,222	54,136	65,783	74,251
同比(%)	11.9%	63.5%	28.2%	21.5%	12.9%
归属母公司净利润	9,572	17,289	21,010	27,434	32,378
同比(%)	5.8%	80.6%	21.5%	30.6%	18.0%
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)	0.27	0.48	0.59	0.77	0.90
ROE	8.8%	14.1%	14.6%	16.1%	15.9%
P/E(倍)	34.9	19.3	15.9	12.2	10.3

数据来源：公司公告、第一创业研究所

图6：近两年公司硝酸铵价格走势



数据来源：百川资讯、第一创业证券研究所



## 盈利预测

资产负债表					利润表				单位: 百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E			
<b>流动资产</b>	<b>738.7</b>	<b>1,144.1</b>	<b>1,583.6</b>	<b>2,050.6</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>1,394.2</b>	<b>1,756.3</b>	<b>2,131.5</b>	<b>2,403.0</b>			
货币资金	361.0	619.9	955.0	1,355.5	减: 营业成本	972.0	1,215.0	1,473.7	1,660.5			
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	10.9	13.5	16.4	18.5			
应收款项	136.4	201.2	247.1	272.6	销售费用	68.0	127.2	154.3	174.0			
预付款项	106.4	111.5	131.1	143.9	管理费用	122.6	138.2	152.8	162.2			
存货	106.4	182.9	221.8	250.0	财务费用	16.4	18.7	15.6	11.5			
其他流动资产	28.6	28.6	28.6	28.6	资产减值损失	0.5	1.7	1.1	0.6			
<b>非流动资产</b>	<b>989.3</b>	<b>865.0</b>	<b>740.8</b>	<b>616.5</b>	<b>加: 公允价值变动收益</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>			
股权投资	0.6	0.6	0.6	0.6	投资收益	0.0	0.2	0.2	0.2			
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.2	0.2	0.2			
固定资产	903.6	778.0	652.4	526.8	<b>二、营业利润</b>	<b>203.8</b>	<b>242.3</b>	<b>317.8</b>	<b>375.8</b>			
在建工程	41.8	43.2	44.5	45.9	加: 营业外收入	4.8	4.9	5.1	5.2			
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	3.2	0.1	0.1	0.1			
无形及递延性资产	39.4	39.4	39.4	39.4	<b>三、利润总额</b>	<b>205.4</b>	<b>247.2</b>	<b>322.8</b>	<b>380.9</b>			
其它非流动资产	3.9	3.9	3.9	3.9	减: 所得税费用	32.5	37.1	48.4	57.1			
<b>资产总计</b>	<b>1,728.0</b>	<b>2,009.1</b>	<b>2,324.4</b>	<b>2,667.2</b>	<b>四、净利润</b>	<b>172.9</b>	<b>210.1</b>	<b>274.3</b>	<b>323.8</b>			
<b>流动负债</b>	<b>405.0</b>	<b>476.0</b>	<b>517.0</b>	<b>536.0</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>172.9</b>	<b>210.1</b>	<b>274.3</b>	<b>323.8</b>			
短期借款	275.0	275.0	275.0	275.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0			
应付账款	79.3	102.8	124.0	136.6	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>358.4</b>	<b>358.4</b>	<b>358.4</b>	<b>358.4</b>			
预收帐款	26.6	72.0	93.8	104.2	<b>EPS (元)</b>	<b>0.48</b>	<b>0.59</b>	<b>0.77</b>	<b>0.90</b>			
其它流动负债	24.2	26.2	24.2	20.2								
<b>非流动负债</b>	<b>93.8</b>	<b>93.8</b>	<b>93.8</b>	<b>93.8</b>								
长期借款	75.0	75.0	75.0	75.0								
专项及预计负债	4.5	4.5	4.5	4.5								
其它非流动负债	14.3	14.3	14.3	14.3								
<b>负债合计</b>	<b>498.8</b>	<b>569.8</b>	<b>610.7</b>	<b>629.8</b>								
<b>少数股东权益</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>								
股本	358.4	358.4	358.4	358.4								
资本公积与其它	318.8	318.8	318.8	318.8								
留存收益	547.0	757.1	1,031.5	1,355.3								
<b>股东权益合计</b>	<b>1,224.3</b>	<b>1,434.4</b>	<b>1,708.7</b>	<b>2,032.5</b>								
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,728.0</b>	<b>2,009.1</b>	<b>2,324.4</b>	<b>2,667.2</b>								
现金流量表					单位: 百万元							
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E								
<b>经营活动现金流</b>	<b>117.8</b>	<b>278.8</b>	<b>351.9</b>	<b>413.2</b>	<b>成长能力</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>			
净利润	172.9	210.1	274.3	323.8	营业收入	35.5%	26.0%	21.4%	12.7%			
折旧摊销	90.2	127.3	126.7	126.2	营业毛利	63.5%	28.2%	21.5%	12.9%			
财务费用	18.6	18.7	15.6	11.5	主业盈利	76.4%	18.9%	27.3%	16.0%			
投资损失	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	母公司净利	80.6%	21.5%	30.6%	18.0%			
营运资金变动	-164.6	-77.1	-64.6	-48.1	<b>获利能力</b>	<b>毛利率</b>	<b>30.3%</b>	<b>30.8%</b>	<b>30.9%</b>	<b>30.9%</b>		
其它变动	0.7	0.0	0.0	0.0	主业盈利/收入	15.8%	14.9%	15.7%	16.1%			
<b>投资活动现金流</b>	<b>-60.3</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.2</b>	<b>-1.2</b>	ROS	12.4%	12.0%	12.9%	13.5%			
资本支出	-60.3	-1.4	-1.4	-1.4	ROE	14.1%	14.6%	16.1%	15.9%			
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	11.0%	11.7%	13.3%	13.6%			
其它变动	0.0	0.2	0.2	0.2								
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-66.0</b>	<b>-18.7</b>	<b>-15.6</b>	<b>-11.5</b>								
债务融资	-20.0	0.0	0.0	0.0								
权益融资	4.9	0.0	0.0	0.0								
其它变动	-50.9	-18.7	-15.6	-11.5								
<b>汇率变动影响</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>								
<b>现金净增加额</b>	<b>-8.7</b>	<b>258.9</b>	<b>335.1</b>	<b>400.5</b>	<b>每股指标(元)</b>	<b>P/E</b>	<b>19.32</b>	<b>15.90</b>	<b>12.18</b>	<b>10.32</b>		
						P/B	2.73	2.33	1.95	1.64		
						P/S	2.40	1.90	1.57	1.39		
						EV/EBITDA	10.97	8.13	6.19	4.80		

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](http://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

上海市浦东新区巨野路53号  
TEL:021-68551658 FAX:021-68551281  
P.R.China:200135