

评级：强烈推荐（维持）

农用化工

公司季报点评

## 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

## 兴化股份(002109)

### ——一季度业绩超预期，二季度不容乐观

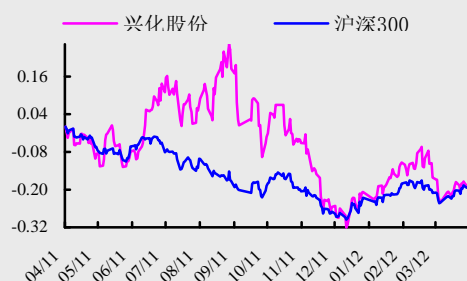
#### 交易数据

上一日交易日股价（元）	8.45
总市值（百万元）	3,028
流通股本（百万股）	358
流通股比率（%）	100.00

#### 资产负债表摘要（03/12）

股东权益（百万元）	1,191
每股净资产（元）	3.32
市净率（倍）	2.54
资产负债率（%）	35.62

#### 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

2012-02-28-《业绩低于预期，一季度仍看好》-点评报告

**事件：**公司发布 2012 年一季报，季报显示公司实现营业收入 333,181,938.57 元，比上年度增长 36.96%；实现净利润 35,253,693.04 元，比上年度增长 29.60%，实现 EPS0.10 元，同比增长 25.00%。同时还预测了 2012 年上半年的盈利情况，预计上半年归属于上市公司股东的净利润比上年同期增减变动幅度为：-10%-20%。

#### 点评：

**出口销量大幅增长，业绩超预期。**公司 2012 年一季度实现销售收入 3.33 亿元，同比增长 36.96%，实现净利 0.35 亿元，同比增长 29.60%，主要原因是公司多孔硝酸铵出口大幅增加，公司一季度硝酸铵销量同比有较大幅度增长，同时公司一季度多孔硝酸铵均价在 2750 元/吨左右，颗粒硝酸铵均价在 2450 元/吨左右，均高于去年同期的 2530 元/吨和 2350 元/吨左右，硝酸铵的盈利能力比去年也有较大幅度提升。我们在公司 2011 年年报点评中就看好公司一季度业绩，预计增长 25%左右，结果稍微超出我们预期，主要原因是公司一季度出口销量超出我们的判断。

**公司费用增幅较大，经营性现金流趋好。**公司 2012 年一季度销售费用较去年同期增长 259.76%，主要是由于报告期内出口产品数量大幅增加，导致销售费用增大，同时由于报告期内发生排污费、大修费、安全基金增加导致公司管理费用较去年同期增长 71.21%。由于现款销售收入的增加，经营活动产生的现金流量净额较去年同期增加 164.24%，经营性现金流趋好。

**硝酸铵价格不断下滑，二季度不容乐观。**进入二季度以来由于下游需求下降以及部分地区新增产能开始投产，硝酸铵价格有所下滑。但由于硝基复合肥即将进入需求旺季，将拉动普通硝酸铵的下游需求 硝酸铵价格未来有望小幅回升，但整体来看，二季度情况硝酸铵价格应不如去年同期，因此，公司二季度业绩不容乐观。

**维持“强烈推荐”评级。**预计 2012-2014 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 20 倍、15 倍和 13 倍，仍然维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**原材料大幅涨价风险，募投项目不达预期风险、环保风险等。



表一，公司主要财务指标

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



## 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					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>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
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>	归属母公司净利润	172.9	210.1	274.3	323.8
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>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>93.8</b>	<b>93.8</b>	<b>93.8</b>	<b>93.8</b>	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
长期借款	75.0	75.0	75.0	75.0	<b>成长能力</b>				
专项及预计负债	4.5	4.5	4.5	4.5	营业收入	35.5%	26.0%	21.4%	12.7%
其它非流动负债	14.3	14.3	14.3	14.3	营业毛利	63.5%	28.2%	21.5%	12.9%
<b>负债合计</b>	<b>498.8</b>	<b>569.8</b>	<b>610.7</b>	<b>629.8</b>	主业盈利	76.4%	18.9%	27.3%	16.0%
<b>少数股东权益</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	<b>4.9</b>	母公司净利	80.6%	21.5%	30.6%	18.0%
股本	358.4	358.4	358.4	358.4	<b>获利能力</b>				
资本公积与其它	318.8	318.8	318.8	318.8	毛利率	30.3%	30.8%	30.9%	30.9%
留存收益	547.0	757.1	1,031.5	1,355.3	主业盈利/收入	15.8%	14.9%	15.7%	16.1%
<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>	ROS	12.4%	12.0%	12.9%	13.5%
<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>	ROE	14.1%	14.6%	16.1%	15.9%
<b>现金流量表</b>					ROIC	11.0%	11.7%	13.3%	13.6%
单位: 百万元					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	资产负债率	28.9%	28.4%	26.3%	23.6%
<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>	利息保障倍数	10.5	11.3	17.6	28.1
净利润	172.9	210.1	274.3	323.8	速动比率	1.49	1.96	2.58	3.31
折旧摊销	90.2	127.3	126.7	126.2	经营净现金/当期债务	0.43	1.01	1.28	1.50
财务费用	18.6	18.7	15.6	11.5	<b>营运能力</b>				
投资损失	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	总资产周转率	0.81	0.87	0.92	0.90
营运资金变动	-164.6	-77.1	-64.6	-48.1	应收款天数	35.23	41.23	41.73	40.84
其它变动	0.7	0.0	0.0	0.0	存货天数	39.39	54.18	54.19	54.19
<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>	<b>每股指标 (元)</b>				
资本支出	-60.3	-1.4	-1.4	-1.4	主业盈利/股本	0.62	0.73	0.93	1.08
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.33	0.78	0.98	1.15
其它变动	0.0	0.2	0.2	0.2	每股净资产	3.42	4.00	4.77	5.67
<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>	<b>估值比率</b>				
债务融资	-20.0	0.0	0.0	0.0	P/E	19.32	15.90	12.18	10.32
权益融资	4.9	0.0	0.0	0.0	P/B	2.73	2.33	1.95	1.64
其它变动	-50.9	-18.7	-15.6	-11.5	P/S	2.40	1.90	1.57	1.39
<b>汇率变动影响</b>	<b>-0.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	EV/EBITDA	10.97	8.13	6.19	4.80
<b>现金净增加额</b>	<b>-8.7</b>	<b>258.9</b>	<b>335.1</b>	<b>400.5</b>					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告



## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（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。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

## 第一创业证券股份有限公司

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

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135