

2012年8月10日

基础化工

证券研究报告—公司简评报告

收盘价(元): 7.80

目标价(元): 8.58

兴化股份(002109)

稳固龙头静待行业复苏，重启复合肥或现新希望

调研日期 2012-7-25

分析日期 2012-8-7

投资评级: 增持(首次)

分析师: 吴旭雷

执业证书编号: S0630512050001

电话: 021-50586660-8618

邮箱: wuxl@longone.com.cn

联系人: 刘阳

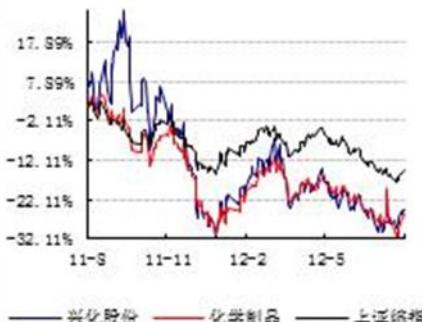
电话: 021-50586660-8617

邮箱: liuyang@longone.com.cn

公司基本数据

总股本(万股)	35800
流通 A 股/B 股(万股)	35800/0
资产负债率(%)	35.62
每股净资产(元)	3.32
市净率(倍)	2.35
净资产收益率(加权)	21.07
12个月内最高/最低价	14.10

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

近期我们去了陕西兴化股份，并就募投项目情况、硝酸铵行业未来趋势以及公司未来规划与公司进行了较深入交流。

◎主要观点:

1. 兴化股份基本情况

兴化股份系经陕西省人民政府批准、由陕西省兴平化肥厂作为发起人(于1997年8月整体改组为兴化集团)，联合多家发起人共同设立。2009年3月，公司控股股东兴化集团按照陕西省国资委要求整体无偿划入延长石油集团，兴化集团仍为公司第一大股东，实际控制人变更为延长集团。

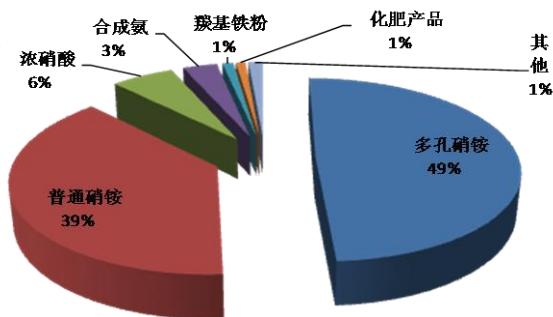
2. 硝酸铵是公司的主要收入和利润来源

公司是国内最大的硝酸铵生产企业。公司主营的多孔硝铵和普通硝铵是公司收入和利润的主要来源，2011年硝铵产品在公司收入中的比重占到85%以上，在利润中的比重达到90%以上。而从公司两年的收入比较中可以看出，公司对硝酸铵业务不断强化，收入和利润都不断增长。

由于募投项目的投产，公司现在已形成以硝酸铵(普通/多孔)、浓硝酸、硝基复合肥、碳基铁粉为主的主营业务结构；目前拥有85万吨硝铵(含多孔硝铵43万吨)、10万吨浓硝酸、30万吨硝基复合肥、500吨碳基铁粉的生产能力；公司硝酸铵产能已多年位居行业首位，产量也一直保持行业最高水平(公司2010年产量为50万吨，产量占比达到11.94%；2011年产量为57.7万吨，产量占比达到12.14%)。

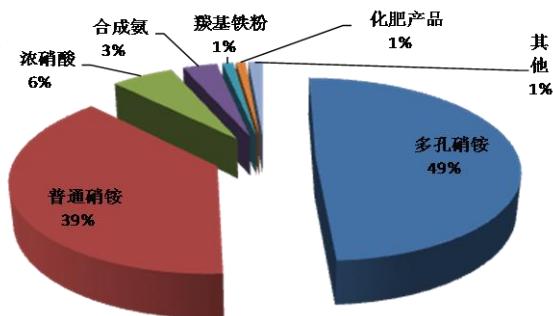
目前公司硝酸铵产品以销定产，产能利用率保持在80%。由于出口订单较多，所以库存水平较低。3期5000吨流动性硝铵产能基本投入生产，并得到了国外客户的高度认同。另外，由于今年下游民爆企业对硝酸铵需求有所减弱，之前公司工业硝铵供不应求的状况有所缓解，所以今年公司已有余力重新收回农用硝基复合市场，未来复合肥收入占比或将有所提高。

图 1 兴化股份 2011 年收入构成



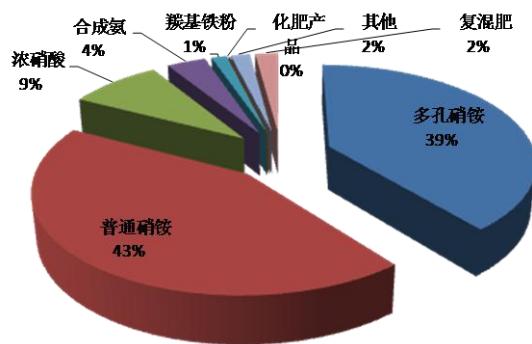
资料来源：公司公告、东海证券研究所

图 3 兴化股份 2011 年利润构成



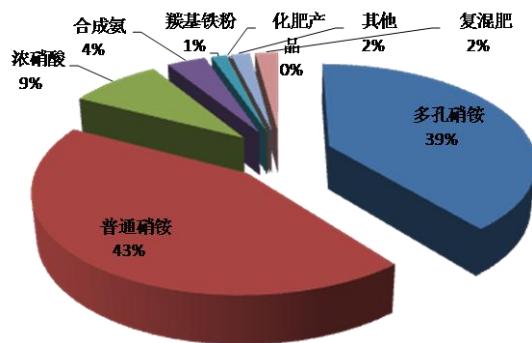
资料来源：公司公告、东海证券研究所

图 2 兴化股份 2010 年收入构成



资料来源：公司公告、东海证券研究所

图 4 兴化股份 2010 年利润构成



资料来源：公司公告、东海证券研究所

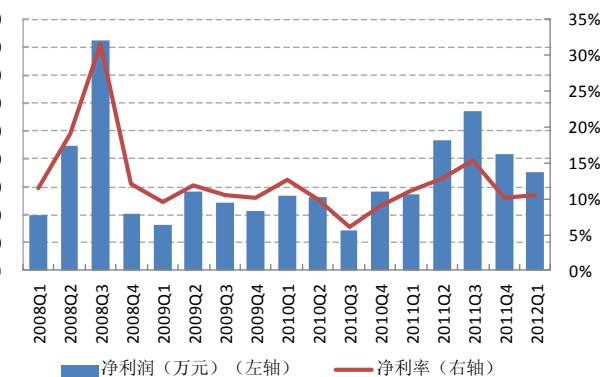
3. 硝酸铵价格不容乐观，复混肥或将获得重视

由于公司主要产品是硝酸铵，其盈利能力与硝酸铵价格息息相关，从下面的几张图中，我们也可以看出，硝酸铵价格的走势曲线与公司的净利率曲线走势基本相当。从硝酸铵价格走势来看，目前硝酸铵价格正经历从一轮景气高点向下的过程，所以公司的营业收入、毛利率、净利润、净利率也随行业景气向下。

图 5 兴化股份分季度收入、毛利率情况



图 6 兴化股份分季度净利润、净利率情况



资料来源：公司公告、东海证券研究所

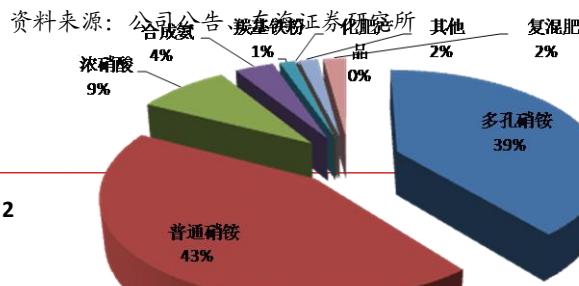
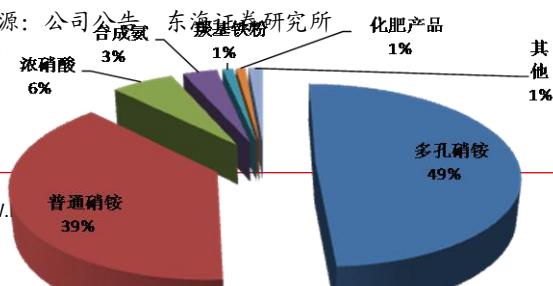


图 7 硝酸铵价格走势



资料来源：百川资讯、东海证券研究所

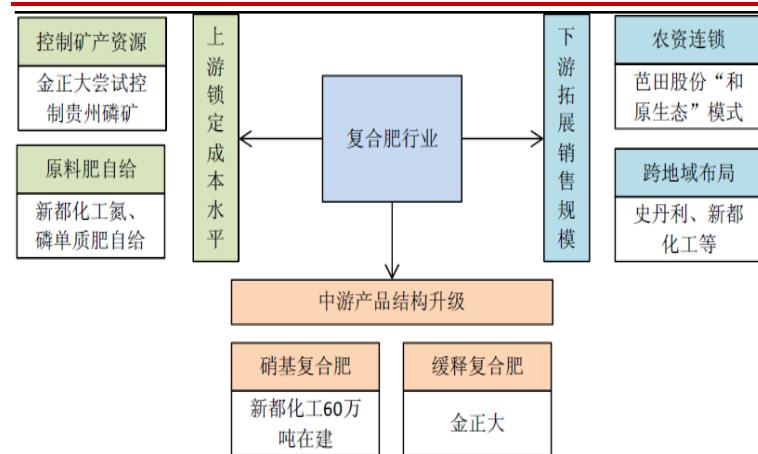
2009 年至 2011 年，硝酸铵行业受益 4 万亿投资计划拉动的基础建设发展而助推的民用爆破器材需求量的大幅增长（民爆行业约占整个硝酸铵下游需求的 80%，另外 20% 需求为硝基复合肥），硝酸铵企业在这一阶段利润丰厚。

虽然根据 2002 年国务院 52 号文件的要求，原则上不再新建以硝酸铵为产品的装置，为行业设置了严格的准入限制。但是由于硝酸铵行业的三年高景气，硝酸铵行业的高利润还是吸引了大量的投资扩建产能，使得行业产能快速扩张，从 2009 年的 520 万吨，扩张到 2011 年的 650 万吨，2013 年更是将达到 920 万吨，年复合增长率达到 15% 以上。

但是，从 2000 年至 2010 年十年间，我国工业炸药总产量已从 128 万吨提高到 340 万吨，复合增长率高达 10.26%；其中主要以硝酸铵作为原料的乳化炸药、膨化硝铵炸药等主流品种占比逐步提高，目前已成为硝酸铵下游主要需求领域。按照 10.26% 的复合增长率估算，到 2015 年我国工业炸药的产量有望达到 554 万吨，以硝酸铵占工业炸药质量分数 85% 估算，到 2015 年我国民爆行业硝酸铵需求量将达 471 万吨，以目前民爆行业占硝酸铵下游 80% 测算，2015 年硝酸铵行业整体需求量也仅为 588 万吨。因此，我国硝酸铵产能从 2012 年开始将出现过剩，再加上目前经济减速，所以我们认为短期硝酸铵价格将不容乐观。

不过我们认为公司重夺硝基复合肥市场战略，不但能够提高目前硝酸铵的产能利用率，而且具有长远眼光。因为根据我们在化工 500 强论坛会议上与化肥行业协会会长的交流，未来我国或将主要精力放在复合肥的推广应用上。而我国复合肥优质企业目前产品结构升级主要集中在两个方向：硝基复合肥、缓/控释复合肥。这两种发展方向均符合现代农业高效、节水、肥效可控的发展方向。

图 8 上市公司引领行业变革发展的思路



资料来源：东海证券研究所

与传统单质肥相比，复合肥具有：养分均衡、定制配方、缓/控释放、生态安全等一系列优势，将成为未来我国农业增产的主要保障。正是由于复合肥具有上述的诸多优点，发达国家均将复合肥。国际公认的复合肥平均施用比例为 40%-50%，发达国家的复合肥施用比例最高达 75%；而目前我国复合肥施用比例只有 31% 左右，距离国际平均水平尚有 10 个百分点的差距，与发达国家相比差距更是非常显著。因此，大力提高复合肥施用比例符合现代农业增产的发展趋势，对优化我国化肥施用结构具有重大而深远的意义。

表 1 硝基、缓/控释复合肥优点

品种	定义	优点
硝基复合肥	氮元素主要由硝酸铵或硝酸铵磷做为原料的复合肥，分为 NP 二元和 NPK 三元两种	(1) 速溶性 ：速溶且无杂质残留，特别适用于滴灌、喷灌等现代农业施肥方式； (2) 速效性及高效性 ：氮营养 5-10 分钟即可完全溶解，在 2-5 小时内即可迅速被农作物根系直接吸纳收入体内，作物的吸收、合成代谢和运转过程只需要几个到十几个小时； (3) 肥效持续性 ：极大提高作物的吸收速度，缩短生长周期的同时对农作物前期营养充足、后期不脱肥提供了肥效保证；
缓/控释复合肥	“缓释”是指化学物质养分释放速率远小于速溶性肥料；“控释”是指以各种调控机制使养分释放按照设定的释放模式进行	(1) 同步性 ：养分释放与作物吸收同步； (2) 施用简单 ：一次性施肥满足作物整个生长期的需要； (3) 肥料损失少，利用率高 ；

资料来源：东海证券研究所

不过“贵族肥料”缓释肥大规模推广存疑。目前我国缓释肥行业标准与国外仍有较大差距，所谓的缓释肥也仅仅是通过包膜技术而来的缓释尿素掺混磷、钾肥，并不是真正意义上的化学法制得的缓释肥，缓释效果难以保证。同时，由于生产成本居高不下，被称为贵族肥料的缓释肥在国外尚且难以大规模推广，国内目前多数缓释肥产品属于“噱头”型，大规模应用前景及施用效果存疑。

而结合我国国情及硝基复合肥的特点，该品种在我国推广具有很强的可行性。其优势体现在：

价格合理：相对于普通的尿素复合肥，硝基肥的生产成本仅仅高出 200-300 元，考虑到流通环节加价，终端销售价格估计比传统复合肥高出 500-1000 元左右；按照传统每亩施肥量 50 千克计算，农民每亩化肥成本仅增加 25-50 元；

经济作物依赖性高、粮食作物增产明显：硝基复合肥相对于传统复合肥具有一定增产优势，水稻、大米可增产 10%，玉米增产 25%，更为重要的是，烟草等高附加值的经济作物只能施用硝基复合肥；

适合我国气候条件：我国属于亚洲季风性气候，造成我国北方大部分地区容易出现旱灾，且近几年由于全球极端气候现象频发，我国原本水资源较为充沛的南方地区亦经常出现大面积旱灾，严重影响国家的粮食安全，而硝基复合肥优良的溶解性能够适应我国干旱、半干旱的自然条件，有效提高水资源利用效率；

符合我国节水农业的发展趋势：由于我国水资源匮乏，发展类似于以色列式的节水农业模式将会成为未来我国的发展趋势，目前最有效的节水灌溉首推喷灌与滴灌。硝基复合肥具有非常好的水溶性，不留任何残渣，非常适宜于滴灌和喷灌。

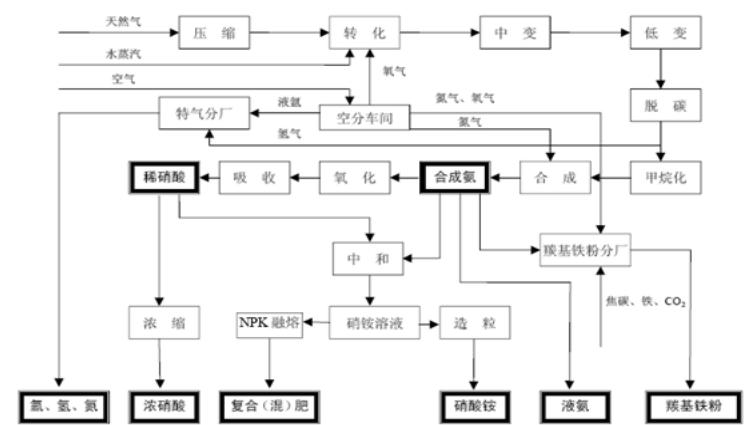
根据我们粗略测算，到 2015 年我国硝基复合肥实物需求量将达 780 万吨（估算 2015 年复合肥施用量（折纯）为 2340 万吨，实物量估算在 5200 万吨。假设到 2015 年硝基复合肥施用量占复合肥总量的 15%）。公司目前拥有 30 万吨硝基复合肥产能，即使完全投产销售，也仅占 3.85% 的市场空间。所以，我们认为公司未来硝基复合肥的销售增长空间还是很大的。

因此，我们认为，在民爆需求减弱的同时，利用剩余产能抢占复合肥市场，或将为公司产品打开另一扇窗。

4. 闭合产业链、原料优势带来成本优势

从产业链角度看，公司生产路线比较简单、紧凑，下游产品充分利用了生产各个环节的产物，形成了从天然到下游硝铵、化肥产品的产业链，从而赋予了公司产品结构专而精，产业链完整闭合的独特优势。

图 9 公司产业链完全闭合



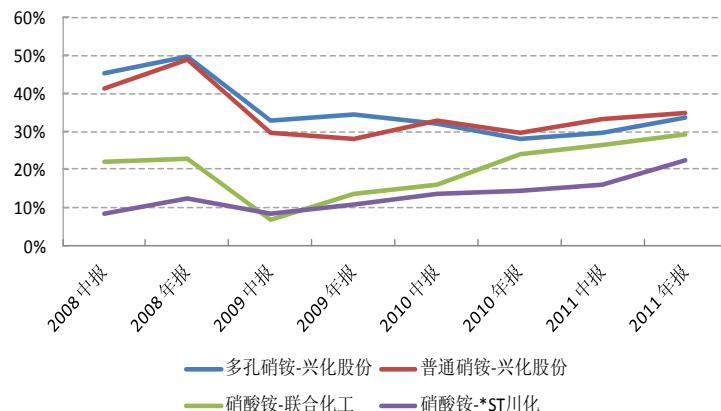
资料来源：公司公告、东海证券研究所

另一方面，公司主要产品硝铵所用原料合成氨能完全自己且成本较低。

公司合成氨来源，一部分以天然气为原料自行生产，相较于煤头硝酸铵，成本低廉。再加上公司采用先进的 K-T 技术，产品单耗低，成本优势更为明显。天然气供应方面，公司用气依托于母公司延长石油集团，以及陕西天然气集团，天然气供给充足。

另外，公司控股股东延长集团建设的 30 万吨合成氨煤头德士古水煤浆装置实现连续化生产，由于该工艺技术先进，一旦供应公司将使公司原料自给能力提升，成本优势比较明显。

图 10 兴化股份硝铵产品毛利率行业内领先



资料来源：公司公告、东海证券研究所

综上所述，虽然短期内硝酸铵价格难有起色，对公司业绩会有一定影响。但是长期来看，公司无论在技术、成本还是产品规划上都有一定的优势，所以一旦下游需求提升带动行业景气，公司的盈利能力将凸显。

5. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 0.52、0.61 和 0.69 元。以 8 月 7 日收盘价 7.71 元计算，对应的 PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍。由于公司硝酸铵行业龙头地位以及产品技术、成本优势，我们首次给予公司“增持”投资评级。

6. 风险提示

1) 产品价格波动风险；2) 天然气、煤炭价格波动风险；3) 国内磷矿石整合加速可能推高磷矿石与磷肥价格，从而影响硝基复肥盈利水平。

表 2 兴化股份分产品收入和成本预测

营业收入	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
多孔硝铵	269.66	381.46	661.98	822.38	877.50	920.00
普通硝铵	338.58	422.49	520.98	560.00	624.75	677.25
复合肥	64.91	20.60	12.07	60.84	99.00	153.00
浓硝酸	42.85	82.85	78.67	128.00	153.00	180.00
其他	118.46	98.97	97.42	86.18	94.80	109.02
合计	834.46	1006.37	1394.21	1657.40	1849.05	2039.27
营业成本	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
多孔硝铵	177.21	274.34	438.31	575.67	605.48	625.60
普通硝铵	243.85	297.20	340.48	380.80	418.58	446.99
复合肥	45.75	14.86	9.00	45.63	74.25	114.75
浓硝酸	30.17	65.91	70.08	115.20	136.17	158.40
其他	103.95	98.94	93.19	83.59	91.95	105.75
合计	600.92	751.25	971.99	1200.89	1326.43	1451.48

资料来源：公司公告、东海证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	738.74	736.00	758.01	937.28
现金	361.00	478.01	368.57	613.94
应收账款	28.53	36.64	29.07	43.49
其它应收款	0.50	1.66	0.60	1.76
预付账款	106.36	117.10	95.88	133.11
存货	106.35	76.89	108.10	107.70
其他	136.00	25.70	155.78	37.29
非流动资产	989.26	1158.98	1251.29	1330.68
长期投资	0.60	0.60	0.60	0.60
固定资产	903.56	1062.92	1151.27	1228.01
无形资产	39.36	47.86	52.67	56.95
其他	45.73	47.60	46.75	45.12
资产总计	1728.00	1894.98	2009.29	2267.96
流动负债	405.04	458.46	412.63	487.94
短期借款	245.00	230.00	243.33	239.44
应付账款	59.28	116.48	76.68	127.90
其他	100.77	111.98	92.62	120.60
非流动负债	93.79	92.74	80.07	65.56
长期借款	75.00	72.53	60.33	45.98
其他	18.79	20.21	19.74	19.58
负债合计	498.83	551.21	492.70	553.50
少数股东权益	4.90	4.90	4.90	4.90
归属母公司股东权益	1224.27	1338.87	1511.69	1709.56
负债和股东权益	1728.00	1894.98	2009.29	2267.96

现金流量表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	97.79	469.58	121.75	498.67
净利润	172.89	186.28	218.22	247.64
折旧摊销	89.97	69.68	83.16	94.70
财务费用	16.42	13.60	12.46	12.34
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-181.55	200.05	-192.09	143.97
其它	0.06	-0.02	0.00	0.01
投资活动现金流	-41.07	-239.38	-175.47	-174.11
资本支出	-47.47	168.27	92.78	79.57
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-88.55	-71.10	-82.69	-94.55
筹资活动现金流	-70.33	-113.19	-55.72	-79.20
短期借款	-10.00	-15.00	13.33	-3.89
长期借款	0.00	-2.47	-12.20	-14.35
其他	-60.33	-95.72	-56.85	-60.96
现金净增加额	-13.62	117.01	-109.43	245.36

利润表

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1394.21	1657.40	1849.05	2039.27
营业成本	971.99	1200.89	1326.43	1451.48
营业税金及附加	10.86	10.01	11.42	13.60
营业费用	68.03	73.13	77.19	91.54
管理费用	122.61	140.30	163.30	177.36
财务费用	16.42	13.60	12.46	12.34
资产减值损失	0.48	0.79	1.54	1.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	203.82	218.69	256.71	291.83
营业外收入	4.80	3.71	4.37	4.29
营业外支出	3.22	1.95	2.57	2.58
利润总额	205.40	220.44	258.50	293.53
所得税	32.51	34.16	40.28	45.89
净利润	172.89	186.28	218.22	247.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	172.89	186.28	218.22	247.64
EBITDA	304.16	294.19	345.34	389.73
EPS (元)	0.48	0.52	0.61	0.69

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	35.52%	18.88%	11.56%	10.29%
营业利润	83.40%	7.29%	17.39%	13.68%
归属母公司净利润	80.62%	7.74%	17.15%	13.48%
获利能力				
毛利率	30.28%	27.54%	28.26%	28.82%
净利率	12.40%	11.24%	11.80%	12.14%
ROE	14.95%	14.48%	15.26%	15.33%
ROIC	11.76%	11.59%	12.52%	12.80%
偿债能力				
资产负债率	28.87%	29.09%	24.52%	24.41%
净负债比率	28.47%	23.86%	21.32%	17.87%
流动比率	1.82	1.61	1.84	1.92
速动比率	1.56	1.44	1.58	1.70
营运能力				
总资产周转率	0.84	0.91	0.95	0.95
应收帐款周转率	61.48	50.87	56.28	56.21
应付帐款周转率	15.17	13.67	13.73	14.19
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.52	0.61	0.69
每股经营现金	0.27	1.31	0.34	1.39
每股净资产	3.43	3.75	4.23	4.78
估值比率				
P/E	0.00	14.83	12.66	11.16
P/B	0.00	2.06	1.83	1.62
EV/EBITDA	0.04	8.94	7.94	6.36

资料来源：港澳资讯

分析师简介:

吴旭雷：有色行业高级研究员，理学学士，管理学硕士，2年有色金属企业战略咨询管理经验，2年证券从业经验，2011年1月加盟东海证券。

重点跟踪宝钛股份、博云新材、东方锆业、贵研铂业、驰宏锌锗、新疆众和、云铝股份、利源铝业、金瑞科技等。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东世纪大道1589号长泰国际金融大厦11楼

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8621）50586660 转8638

传真：（8621）50819897

邮编：200122

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8610）66216231

传真：（8610）59707100

邮编：100089