

2009 年 3 月 11 日

增持（维持）

民爆/化工

太平洋证券研究院

yaox@tpyzq.com.cn

(8610) 8832 1661

兴化股份（002109）

募投项目产能逐步释放

市场基础数据

当前价：10.20 元

52 周股价区间：7.48-13.50 元

总股本/流通股（万股）：35840/20180

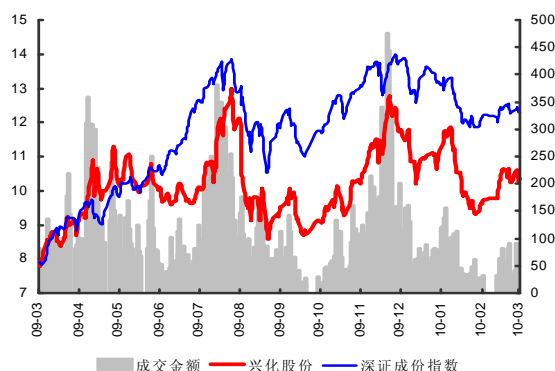
每股净资产（元）：2.42

资产负债率（%）：63.03

主要财务指标

单位：百万元	2009E	2010E	2011E
营业收入	1116.79	1397.14	1416.37
营业利润	175.69	243.43	259.38
每股盈利（元）	0.417	0.577	1.2
市盈率（倍）	24.48	17.67	16.58
市净率（倍）	3.14	2.67	2.30

市场表现



相关报告

2009.1.14 《产能扩张助业绩持续增长》

2009.3.4 《业绩低于预期，期待产品价格回升》

2009.4.21 《硝铵价格有望回升，公司盈利能力逐步好转》

2009.5.5 《CDM 项目在联合国注册成功》

投资要点

- ◆ 2009 年，公司实现主营业务收入 8.54 亿元，同比增长 2.25%；实现利润总额 1.05 亿元，同比下降 45.80%；归属于母公司净利润 9048.7 万元，同比下降 45.52%；报告期内实现每股收益 0.25 元。分配预案为向全体股东每 10 股派发现金股利 0.9 元（含税）。公司总股本没有变化。
- ◆ 报告期内公司营业利润大幅减少主要由于公司主营产品硝酸铵盈利能力下降（其中，普通硝铵占总收入 39.6%，毛利率 27.9%，同比下滑 20.7%；多孔硝铵占总收入 31.6%，毛利率 34.3%，同比下滑 15.4%）。毛利下滑主要由产品销价大幅降低，普硝、多孔和复混肥的均价分别同比下滑 31.42%、22.79%、7.59%。我们认为未来硝酸铵价格走势主要依赖其成本走势，对于硝铵未来价格，盈利预测中我们假设 10 年普通硝铵价格恢复性上涨 20%。
- ◆ 公司“25 万吨/年硝酸铵”工程将产品方案由普通硝酸铵改为既可生产普通硝酸铵又可生产多孔硝酸铵，预计 2010 年 3 月份达到试生产条件；稀硝酸工程（二期）27 万吨/年装置和浓硝酸 6 万吨/年装置目前试生产稳定。预计 2010 年公司将拥有 80 万吨/年硝酸铵、30 万吨硝基复合肥、10 万吨浓硝酸生产产能，相对于 08 年而言，硝酸铵产能大幅提升。我们盈利预测中公司业绩的增长主要来自于募投项目投产带来产量增长的贡献。
- ◆ 预计 2010-2012 年公司每股收益分别为：0.42 元、0.58 元、0.62 元。硝铵价格每上涨 100 元，公司业绩同向变动 0.085 元。考虑到公司 CDM 项目每年贡献净利润 3500 万元，为公司贡献每股收益 0.1 元。按 10 年 25 倍 PE，目标价格 13 元（6 个月内）。维持“增持”评级。
- ◆ 风险提示：硝酸铵价格继续低迷；天然气价格上涨。

图：财务预测

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	667.11	835.55	854.38	1116.79	1397.14	1416.37
减：营业成本	495.26	516.12	623.64	786.50	971.00	982.00
营业税金及附加	5.09	7.03	4.80	6.70	8.38	8.50
营业费用	15.50	28.30	43.79	57.25	71.62	72.60
管理费用	31.34	66.82	62.92	82.25	102.90	104.32
财务费用	6.36	10.89	14.59	8.40	-0.19	-10.43
资产减值损失	0.88	3.87	-0.49	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	112.67	202.51	105.12	175.69	243.43	259.38
加：其他非经营损益	0.17	-5.56	1.63	0.00	0.00	0.00
利润总额	112.84	196.95	106.75	175.69	243.43	259.38
减：所得税	17.42	29.67	16.26	26.35	36.51	38.91
净利润	95.42	167.27	90.49	149.34	206.91	220.47
减：少数股东损益	-1.26	1.18	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	96.68	166.09	90.49	149.34	206.91	220.47
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	397.71	302.61	371.87	223.36	383.66	575.68
应收和预付款项	182.58	173.48	132.91	281.11	231.94	287.27
存货	38.81	86.22	46.39	120.85	85.63	123.19
其他流动资产	19.15	21.54	23.00	23.00	23.00	23.00
长期股权投资	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	544.35	674.44	855.23	845.34	823.73	693.95
无形资产和开发支出	38.94	37.20	42.20	36.82	31.44	26.06
其他非流动资产	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1222.17	1296.09	1472.19	1531.07	1580.00	1729.75
短期借款	150.00	167.00	190.00	198.04	0.00	0.00
应付和预收款项	75.09	56.01	128.49	110.80	185.04	114.32
长期借款	135.00	55.00	115.00	34.20	0.00	0.00
其他负债	25.29	67.95	24.59	24.59	24.59	24.59
负债合计	385.39	345.96	458.08	367.62	209.63	138.91
股本	160.00	358.40	358.40	358.40	358.40	358.40
资本公积	396.90	196.84	196.84	196.84	196.84	196.84
留存收益	260.80	394.89	458.87	608.21	815.12	1035.60
归属母公司股东权益	817.70	950.13	1014.11	1163.45	1370.37	1590.84
少数股东权益	19.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

股东权益合计	836.79	950.13	1014.11	1163.45	1370.37	1590.84
负债和股东权益合计	1222.17	1296.09	1472.19	1531.07	1580.00	1729.75
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	122.16	190.77	369.13	49.47	509.15	191.23
投资性现金净流量	-466.30	-55.21	-214.45	-117.17	-117.17	-10.00
筹资性现金净流量	393.66	-72.71	-6.92	-80.80	-231.68	10.79
现金流量净额	49.41	62.81	147.60	-148.51	160.30	192.02

资料来源：太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

太平洋证券研究院

中国 北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818
传真： (8610) 8832-1566

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。