

2010 年 8 月 19 日

持有（下调）

硝酸铵/化工

## 兴化股份（002109）气价上涨将检验公司持续的盈利能力

联系人：姚鑫

电 话：010-8832 1661

Email: yaox@tpyzq.com.cn

### 事件描述

兴化股份发布半年报

### 投资要点

- 2010 年 1-6 月，公司实现主营业务收入 4.78 亿元，同比增长 2.25%；实现利润总额 6341 万元，同比增长 18.61%；归属于母公司净利润 5337 万元，同比增长 18.16%；报告期内实现每股收益 0.15 元。报告期内公司不进行利润分配和资本公积金转增股本。
- 报告期内公司收入增长主要源于主营产品硝酸铵和浓硝酸产量的增加（硝酸铵 10 年上半年生产 24.17 万吨，同比增长 52.01%；浓硝酸生产 3.16 万吨，而去年全年产量仅 3.17 万吨）。公司综合毛利率和去年同期基本持平，但二季度毛利率环比有所下降（Q12010 为 28.78%，Q22010 为 26.66%），值得警惕。
- 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，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。
- 2010 年 8 月 1 日起，公司生产用气价格每立方米提高 0.23 元，相应下半年 8-12 月将增加成本约 1347 万元，归属于公司普通股股东净利润将减少 1145 万元。
- 考虑到下半年天然气价格上涨，我们下调盈利预测，预计 2010-2012 年公司每股收益分别为：0.30 元、0.43 元、0.47 元。硝酸铵价格每上涨 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 30 倍 PE，目标价格 9 元（6 个月内）。“持有”评级。
- 风险提示：硝酸铵价格继续低迷；天然气价格上涨。

### 市场基础数据

当前价（元）：9.57

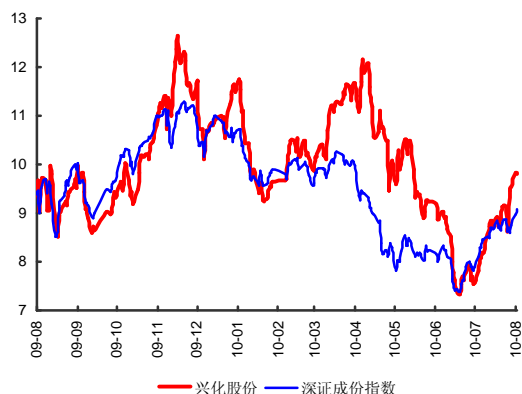
月股价区间（元）：7.06-13.50

总股本/流通股（万股）：35840/20180

每股净资产（元）：2.89

资产负债率（%）31.99

### 市场与公司重要数据



### 相关报告

《募投项目产能逐步释放》

2009.3.11

《一季度净利润预增 50%-80%》

2010.4.9

附表：公司财务预测

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	667.11	835.55	854.38	1116.79	1397.14	1416.37
增长率(%)	-2.31%	25.25%	2.25%	30.71%	25.10%	1.38%
归属母公司股东净利润	96.68	166.09	90.49	107.46	153.45	166.92
增长率(%)	5.65%	71.80%	-45.52%	18.75%	42.80%	8.78%
每股收益(EPS)	0.270	0.463	0.252	0.300	0.428	0.466
每股股利(DPS)	0.112	0.089	0.100	0.000	0.000	0.000
销售毛利率	25.76%	38.23%	27.01%	25.32%	26.21%	26.43%
销售净利率	14.30%	20.02%	10.59%	9.62%	10.98%	11.79%
净资产收益率(ROE)	11.82%	17.48%	8.92%	9.58%	12.04%	11.58%
投入资本回报率(ROIC)	21.56%	23.79%	10.59%	11.54%	11.00%	12.61%
市盈率(P/E)	36.11	21.02	38.58	32.49	22.75	20.91
股息率(分红/股价)	0.011	0.009	0.010	0.000	0.000	0.000

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	834.00	1031.00	1042.00
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	10.18	2.71	-7.42
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	126.42	180.53	196.38
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	126.42	180.53	196.38
减: 所得税	17.42	29.67	16.26	18.96	27.08	29.46
净利润	95.42	167.27	90.49	107.46	153.45	166.92
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	107.46	153.45	166.92
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	397.71	302.61	371.87	223.36	283.59	408.82
应收和预付款项	182.58	173.48	132.91	299.07	236.67	305.24
存货	38.81	86.22	46.39	130.95	88.29	133.29

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
<b>资产总计</b>	<b>1222.17</b>	<b>1296.09</b>	<b>1472.19</b>	<b>1559.14</b>	<b>1487.31</b>	<b>1590.96</b>
短期借款	150.00	167.00	190.00	199.81	0.00	0.00
应付和预收款项	75.09	56.01	128.49	120.90	187.70	124.43
长期借款	135.00	55.00	115.00	92.27	0.00	0.00
其他负债	25.29	67.95	24.59	24.59	24.59	24.59
<b>负债合计</b>	<b>385.39</b>	<b>345.96</b>	<b>458.08</b>	<b>437.56</b>	<b>212.29</b>	<b>149.01</b>
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	566.33	719.78	886.70
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>817.70</b>	<b>950.13</b>	<b>1014.11</b>	<b>1121.57</b>	<b>1275.02</b>	<b>1441.94</b>
少数股东权益	19.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>股东权益合计</b>	<b>836.79</b>	<b>950.13</b>	<b>1014.11</b>	<b>1121.57</b>	<b>1275.02</b>	<b>1441.94</b>
负债和股东权益合计	1222.17	1296.09	1472.19	1559.14	1487.31	1590.96
<b>现金流量表</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
经营性现金净流量	122.16	190.77	369.13	-8.60	471.82	127.44
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	-22.73	-294.42	7.79
<b>现金流量净额</b>	<b>49.41</b>	<b>62.81</b>	<b>147.60</b>	<b>-148.51</b>	<b>60.23</b>	<b>125.23</b>

资料来源：太平洋证券

## 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；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

## 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

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。