

## 兴化股份(002109): 产品量价齐升带动业绩增长

## 增持首次评级

近期我们调研了兴化股份(002109), 主要观点如下。

公司作为国内最大硝铵厂商, 市场占有率达 15%

随着募投 25 万吨硝铵项目完工, 公司硝铵产能达到 80 万吨

- **预计 25 万吨硝铵项目 10 月份正式投产。**公司的 25 万吨/年硝酸铵项目, 今年一季度已经达到试生产条件, 预计 10 月份可以正式投产, 该项目可生产普通销铵、多孔硝铵; 27 万吨稀硝酸、6 万吨浓硝酸项目, 已经投入试生产。
- **硝铵产能已达 80 万吨, 国内市场占有率 15%。**公司为国内最大的硝铵生产企业, 随着募投项目完工, 公司硝铵产能达 80 万吨(其中多孔硝铵 40 万吨), 浓硝酸 10 万吨, 复合肥 30 万吨。目前公司在国内硝铵市场占有率达 15%, 产品主要销往西北、华北等地。
- **上半年经营形势良好, 公司满负荷生产。**今年上半年, 由于下游民爆、矿山行业需求旺盛, 公司保持了较高的开工率。上半年主导产品硝酸铵完成产量 24.17 万吨, 完成年计划的 53.11%, 同比增长 25.51%(其中多孔硝铵完成 9.69 万吨, 同比增长 77.43%); 浓硝酸完成 3.17 万吨, 同比增长 164.60%。
- **天然气价格上调 0.23 元/方, 影响公司 EPS 约 0.032 元/股。**7 月底公司发布公告, 公司生产用气价格每立方米提高 0.23 元。天然气为公司主要生产原材料, 此次天然气价格调整后, 8 月~12 月公司生产成本将增加约 1347 万元, 归属于公司普通股股东的净利润减少 1145 万元左右, 影响公司全年 EPS 约 0.032 元/股。
- **8 月份多孔硝铵价格上调 150 元/吨, 生产成本向下游转移。**硝铵成本仅占民爆用品售价的 1/3, 因此公司产品成本较易向下游转移。公司硝铵产品于 8 月份进行了提价, 其中多孔硝铵产品由 1950 元/吨提升到 2100 元/吨, 普通硝铵由 1850 元/吨提升到 1900 元/吨。预计下半年民爆行业持续景气, 公司硝铵产品有可能进一步提价。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	835.55	854.38	1046.00	1582.00	1922.00
增长率	25.25%	2.25%	22.43%	51.24%	21.49%
归属母公司股	166.09	90.49	118.06	184.46	227.99
增长率	71.80%	-45.52%	30.47%	56.24%	23.60%
每股收益	0.463	0.252	0.329	0.515	0.636
市盈率(P/E)	20.24	37.15	29.17	18.67	15.11

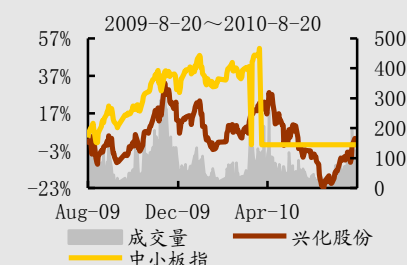
### 分析师

祖广平, 康铁牛, 张延明, 柴沁虎

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100630	6948	
20100331	5726	
20091231	5963	

数据来源: 港澳资讯

### 机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

### 相关研究

**业绩预测：今年可实现 EPS0.33 元。**假设：今年多孔硝铵产品平均价格 2100 元/吨，普通硝铵 1900 元/吨，预测假设、预测利润表见下页。预计公司 2010-2012 年可实现 EPS 分别为 0.33 元、0.52 元、0.64 元，按 8 月 20 日收盘价 9.61 元，对应 PE 分别为 29.2 倍、18.7 倍、15.1 倍，给予“增持”评级。

表 1：主要预测假设条件

	2010E	2011E	2012E
产量（万吨）			
普通硝铵	24.00	35.00	35
多孔硝铵	18.00	25.00	35
复合肥	5	8	12
浓硝酸	6.00	12.00	15
单价（万元/吨）			
普通硝铵	1900.00	1900.00	1900.00
多孔硝铵	2100.00	2100.00	2100.00
复合肥	1600.00	1600.00	1600.00
浓硝酸	2200.00	2200.00	2200.00
毛利率			
普通硝铵(%)	27.00	27.00	27.00
多孔硝铵(%)	28.00	28.00	28.00
复混肥(%)	25.00	25.00	25.00
浓硝酸(%)	25.00	25.00	25.00

资料来源：宏源证券

表 2：预测利润表（百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	667.11	835.55	854.38	1046.00	1582.00	1922.00
减：营业成本	495.26	516.12	623.64	764.04	1157.45	1406.15
营业税金及附加	5.09	7.03	4.80	5.87	8.89	10.79
营业费用	15.50	28.30	43.79	53.62	81.09	98.52
管理费用	31.34	66.82	62.92	77.04	116.51	141.56
财务费用	6.36	10.89	14.59	7.03	1.54	-2.75
资产减值损失	0.88	3.87	-0.49	-0.49	-0.49	-0.49
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	138.90	217.01	268.22
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	138.90	217.01	268.22
减：所得税	17.42	29.67	16.26	20.83	32.55	40.23
净利润	95.42	167.27	90.49	118.06	184.46	227.99
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	118.06	184.46	227.99
每股收益(元)	0.270	0.463	0.252	0.329	0.515	0.636

资料来源：宏源证券

**分析师简介:**

康铁牛: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化工组组长, 农药学博士, 5年农药行业工作经验, 2008年加盟宏源证券研究所。

祖广平: 宏源证券研究所化工行业研究员, 化学工程与工艺学士, 金融学硕士, 3年化工行业工作经验, 3年证券行业从业经验。主要研究覆盖行业: 化工新材料、染料、民爆、涂料、日化等。

张廷明: 宏源宏源证券研究所化工行业研究员, 三年证券行业从业经验。

柴沁虎: 宏源证券研究所化工行业研究员, 管理学博士。主要研究覆盖行业: 石化、煤化工等。

**机构销售团队**

华北区域	华东区域	华南区域
<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
	<b>刘爽</b> 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。