

民爆用品

侯宏森

0755-82026831

houhongsen@cjis.cn

兴化股份

002109

推荐

内需拉动多利好，保障稳定收益

近期，我们调研了兴化股份，就目前公司的经营和项目进展情况，以及应对价格波动举措做了深入探讨，并对09年所面临的发展机遇和未来盈利增长情况进行了交流。

投资要点：

- **工农两用硝酸铵龙头，极具竞争优势。**公司具有特殊地位，不仅能分享民爆未来几年的成长大餐，还能享受国家持续的支农政策优惠。兴化股份一直保持着较好的盈利水平。预计10年硝酸铵产能将实现翻番，将更具竞争能力。
- **产品结构具可调性，极大提高抗风险能力。**公司硝酸铵生产技术属国际领先水平，四种主要产品之间的比例结构可以相互调节，具有很强的抗市场风险能力。
- **下游民爆受益内需拉动，硝酸铵仍供不应求。**国家投巨资搞基建，拉动民爆行业增长。预计，09年炸药销量将会有16%以上增长，并且硝基复合肥也将至少以10%速度增长。硝酸铵因行业格局特殊，项目上马受到限制，未来仍将供不应求。
- **09年将扩大产销量，可望完成42万吨。**公司采取多种方法和渠道扩大产销量，对外大力推进国际新兴市场，对内不断开进新的区域市场，还将大力调节产品结构，加大多孔硝酸铵的产能，并进一步扩大硝基复合肥的生产和销售规模。
- **企业极具成本优势，未来收益明确。**目前普通硝酸铵2000元/吨左右的价格，公司依然能保持25%毛利，而多孔硝酸铵毛利能达到30%。公司09年成本已基本锁定。硝酸铵价格的上涨空间就是纯利润的上涨空间。
- **逼近消费旺季，硝酸铵价格将冲高趋稳。**2月份中下旬，民爆和化肥行业都将逐渐进入生产和需求旺季，内有内需拉动，外有“俄乌斗气”，预计销铵价格将会冲高趋稳，09年硝酸铵的均价有望维持在2150元左右。
- **资产注入仍不明确，扩大股本是确定条件。**因甲醇和纯碱行业持续低迷，资产注入，需择机而动。兴化集团或可能先整体上市，伴有军工概念。公司仍将大力扩充股本，业绩成长具有内在需求。
- **给予推荐评级。**我们预测08、09、10年的每股收益分别为0.47元、0.51元和0.68元，目前09年的动态PE为14.95。参考氮肥和民爆板块市盈率，考虑到公司具有稳定收益，10年还将有30%左右的大幅增长，故给予公司09年18倍的市盈率，6-12个月目标价为9.18元，并预计09年一季度能够完成每股0.12元的业绩，同比和环比都有较大幅度的提升，故给予首次“推荐”评级。

6-12个月目标价：9.18元

当前股价：7.60元

评级调整：首次推荐

基本资料

上证综合指数	1986.67
总股本(百万)	358
流通股本(百万)	203
流通市值(亿)	15
EPS (TTM)	0.51
每股净资产(元)	2.33
资产负债率	34.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
兴化股份	-6.40	55.42	-7.05
上证综合指数	-1.58	2.90	-28.49



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	667	1051	1384	2011
同比(%)	-2%	58%	32%	45%
归属母公司净利润(百万元)	97	184	198	266
同比(%)	6%	90%	8%	34%
毛利率(%)	25.8%	30.9%	26.6%	24.8%
ROE(%)	11.8%	18.4%	16.7%	18.5%
每股收益(元)	0.25	0.47	0.51	0.68
P/E	30.69	16.12	14.95	11.14
P/B	3.63	2.96	2.50	2.06
EV/EBITDA	17	9	9	7

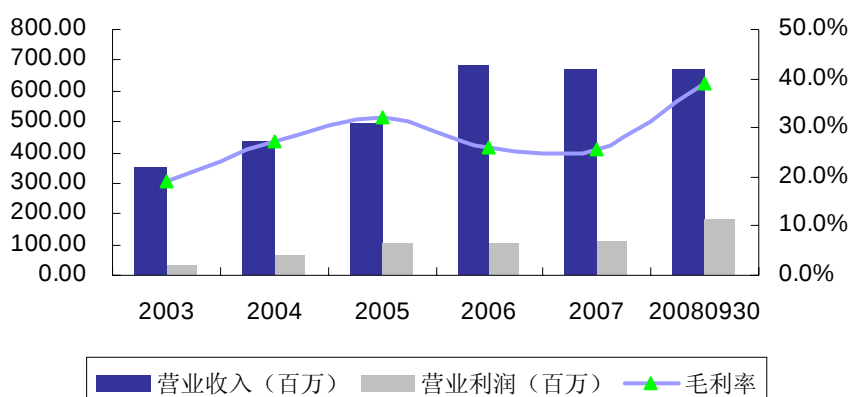
资料来源：中投证券研究所

1. 工农两用硝酸铵龙头，极具竞争优势

硝酸铵可工农两用，使得公司处于特殊优势地位。硝酸铵不但可以用作炸药，还可以用作硝基氮肥，目前国内 75% 左右的硝酸铵用作炸药生产。兴化股份作为上游工农两用原料硝酸铵的专业生产龙头企业，面临较好的行业发展环境。不仅能分享民爆未来几年的成长大餐，还能享受国家持续的支农政策优惠。

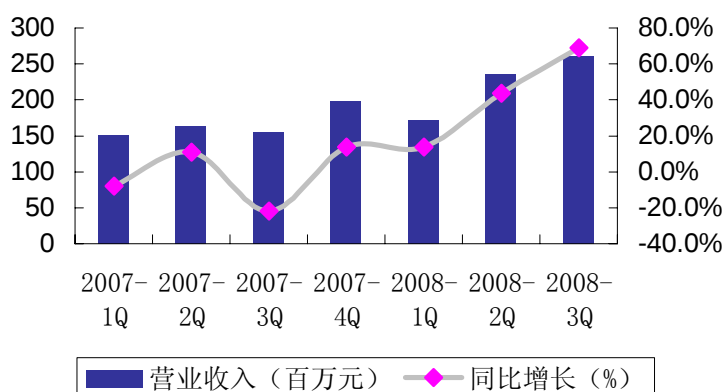
03 年以来，公司发展迅速，一直保持着较好的盈利水平。03-06 年公司实现快速发展，但 07 年因受产能瓶颈限制，营业收入基本与 06 年持平，08 年随着硝酸铵价格的暴涨，实现了前所未有的飞跃，前三季度营业收入 6.68 亿元，较上年同期增长 42.34%，净利润为 1.46 亿元，同比增长 143.39%，毛利也达到了 40% 左右，实现每股收益 0.41 元。公司同时预计 2008 年归属于母公司所有者净利润较上年同期增长 60% - 90%。

图 1：公司营业收入和毛利率增长情况



资料来源：公司报表

图 2：公司 08 年前三季度收入实现飞速增长

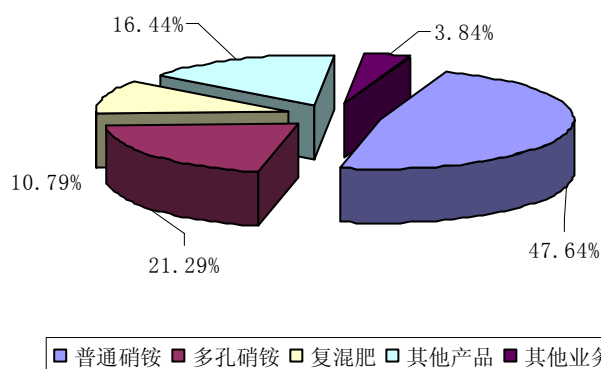


资料来源：公司报表

公司硝酸铵规模持续扩大，将更具竞争能力。兴化 08 年硝酸铵产能为 30 万吨，实际产量可达 35 万吨，而由于目前的 10 万吨稀硝酸已经投产，则可以满足硝酸铵的生产要求，预计 09 年硝酸铵产能可达到 45 万吨。公司 IPO 募投项目 25 万吨硝酸铵、6 万吨浓硝酸项目将于 2009 年底完工，公司还将拥有 10 万吨浓硝酸、30 万吨复合肥的生产能力，届时公司折合硝酸铵总产能将达 85 万吨以上，占据国内市场 20%以上，公司将更具竞争力。

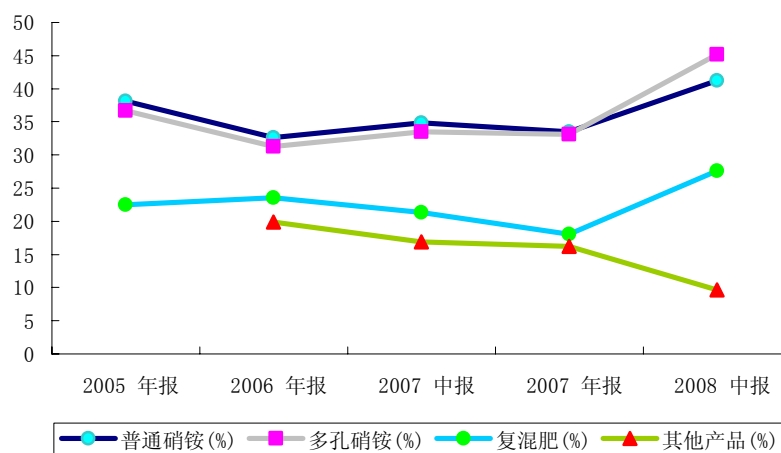
公司营业收入主要来自硝铵，产品毛利一直维持很高水平。公司硝铵主要分为普通硝铵和多孔硝铵，还有一部分硝铵用于生产复混肥。其中 08 年中报显示，普通硝铵和多孔硝铵共占的公司营业收入的 69%左右，复混肥占据 11%左右。其他产品包括羰基铁粉特种、混合气体等。公司产品毛利一直维持较高的水平，其中硝铵 08 年毛利达到 40%以上，而多孔硝铵毛利水平最高，达到 45%，成为公司的突出盈利点。

图 3：公司 08 年中报的营业收入结构情况



资料来源：公司报表

图 4：公司主要产品毛利率变化情况



资料来源：公司报表

表 1: 国内前十名硝酸铵企业情况

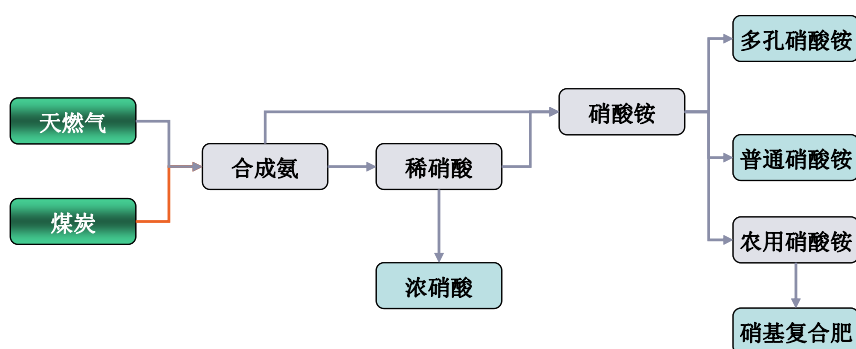
公司	硝酸铵产能	产品类型	原料
兴化股份	30	硝酸铵、多孔硝酸铵	天然气
柳化股份	28	硝酸铵	煤炭
太化集团	26	硝酸铵	煤炭
云南解化	26	硝酸铵	煤炭
川化集团	24	硝酸铵	天然气
山西天脊化工	20	多孔硝酸铵	煤炭
南化氮肥厂	15	硝酸铵	重油/煤炭
泸天化	11	硝酸铵	天然气
云天化	11	硝酸铵	天然气
联合化工	7	硝酸铵	煤炭

资料来源：中投证券研究所

2. 产品结构具可调性，极大提高抗风险能力

公司硝酸铵生产技术属国际领先水平，产品结构具有可调性，公司具有很强的抗市场风险能力。目前公司以天然气为原料生产下游各种产品，对外销售的产品主要包括浓硝酸、多孔硝酸铵、普通硝酸铵和硝基复合肥，而这四者之间的比例可以相互调节，哪一种产品在市场上畅销，公司就可多生产这种产品，这样公司抵抗市场风险的能力便会大大提高，具有很强的竞争优势。公司生产多孔硝酸铵采用法国 K-T 加压中和技术，除兴化外，国内只有山西天脊煤化工公司能够生产，市场垄断性较强，利润空间大。09 年公司将减少普通硝酸铵的产量，将部分产能转化生产多孔硝酸铵，以满足下游民爆行业的需求，提高公司的盈利水平。

图 5: 兴化股份的产品链结构图

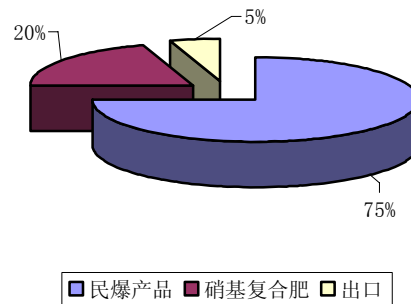


资料来源：公司公告，中投证券研究所

3. 下游民爆受益内需拉动，硝酸铵仍供不应求

对硝酸铵的需求主要是看两个方面，一方面是民爆产品的需求增长，另一方面是硝基复合肥的需求增长。其中民爆产品的需求占据主要地位，国内 75%左右的硝酸铵用作炸药生产。

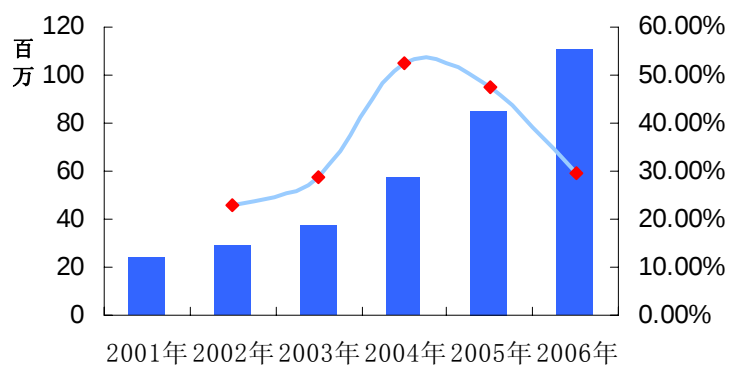
图 6：2008 年预计国内硝酸铵产品销费构成



资料来源：中投证券研究所

民爆产品由采矿业拉动转向铁路等基础设施投资拉动。民爆行业被称为“基础建设和基础工业的基础”，民爆器材广泛应用于矿山开采及路桥、农林水利等基础设施建设，其中采矿业约占到 40% 的需求比重，路桥、农林水利等基础设施建设占据 50% 左右。我国炸药需求量 2004 年达到一个高点，主要是采矿业的高速增长所致，2004 年后采矿业增速开始下降，对炸药的需求也逐渐低迷，炸药需求到 2007 年进入最低水平，而到 2008 年我国的基础建设大发展，炸药的需求增速也逐渐回升。应该讲 2007 年以前是采矿业拉动民爆行业增长，2007 年以后是国家基础设施建设拉动民爆行业增长。

图 7：采矿业总销售收入和增长情况（排除石油开采）

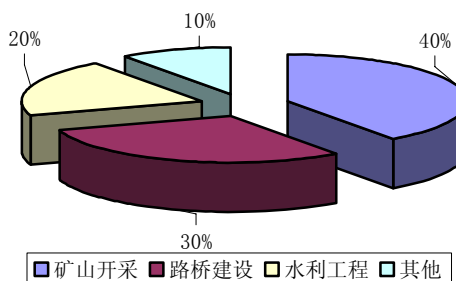


资料来源：wind，中投证券

国家投巨资，扩内需，将拉动民爆行业 09 年销量增长 16% 以上。进入到 09 年，国家出台 4 万亿振兴规划。近一半投资将用于铁路、公路、机场和城乡电网建设，总额 1.8 万亿元；用于地震重灾区的恢复重建投资 1 万亿元；用于农村民生工程 and 农村基础设施 3700 亿元；生态环境 3500 亿元，保障性安居工程 2800 亿元，其他有 2000 亿元。国家投资倾向于铁路、公路和水利工程建设，还有灾后重建的巨大任务，这些都对民爆行业产生直

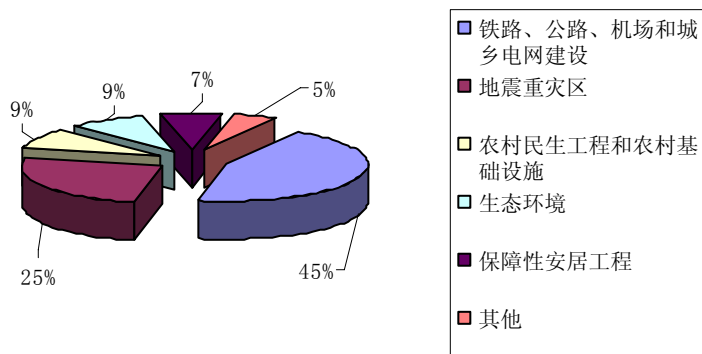
接的拉动作用。铁路是我国今后几年建设的重中之重，08 年中国铁路投资在 3300 亿左右，09 年则规划有 7000 亿左右，增加 112%左右。所以我们预计，09 年炸药销量将会有 16%以上增长，10 年也将会有 11%左右的增长。

图 8：我国炸药消费结构



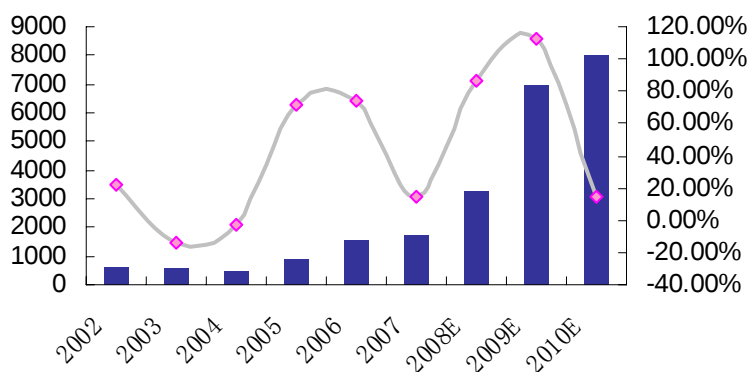
资料来源：石油化工协会，中投证券

图 9：4 万亿投资各领域结构分析



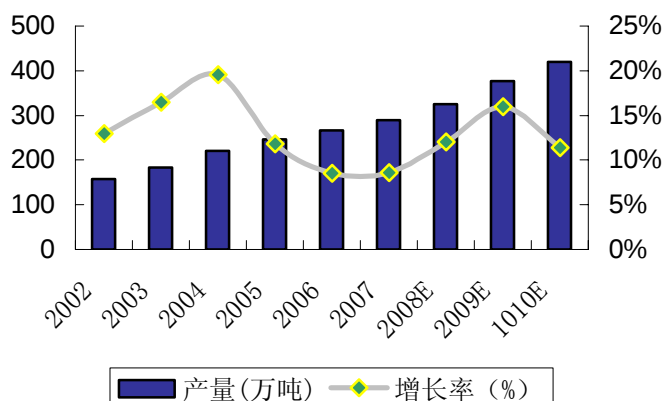
资料来源：石油化工协会，中投证券

图 10：我国铁路固定资产投资金额增长预期



资料来源：石油化工协会，中投证券

图 11: 我国炸药产量增长预测 (万吨)



资料来源: 石油化工协会, 中投证券

硝基复合肥具有特殊功能, 需求旺盛。硝基复合肥氮元素为硝基氮和铵态氮, 硝基氮可以被植物直接吸收, 还能促进钾及其他阳离子的吸收, 可显著提高农作物产量和质量, 非常适合烟草、茶叶、瓜果、蔬菜、花卉、甘蔗等, 如可以增加苹果、西红柿等水果和蔬菜的单个重量和口感以及鲜艳程度。由于其有效成分可被植物迅速吸收, 即使在干燥的土壤中, 肥效亦不会受到任何影响。因此硝基复肥作为近十年来我国正在迅速发展的化肥新品种, 增产效果显著, 是具有良好的经济效益和社会效益的优质化肥。随着三农政策逐步推进, 农业部要求 2010 年中国肥料复合化率达到 50% 左右, 而当前我国硝基复合肥的施用比例不足 2%, 因此优质优价的硝基复合肥必将面临巨大的发展空间, 预计将至少以 10% 的速度增长。

硝酸铵行业格局特殊, 未来两年产量增长小于需求扩大, 仍将供不应求。硝酸铵行业受到国家严格管制, 不再批准新的企业上该项目, 产能增长有限。2008-2009 年在建的硝酸铵项目有兴化股份 25 万吨, 云南解化 25 万吨, 联合化工 11 万吨, 柳化股份 8 万吨, 沧州大化 5 万吨, 预计 74 万吨左右, 占总产能的 20%, 但主要集中在 2009 年下半年投产。预计全年产量增长仅有 10% 左右, 而硝酸铵的需求将会以 15% 的速度增长。所以面对国内巨大的民爆下游市场空间和硝基复合肥的旺盛需求, 09 年硝酸铵仍然供不应求。而 10 年虽然 09 年的新建产能完全释放, 但是 10 年对硝酸铵的需求仍会有 10% 的增长, 所以 10 年硝酸铵市场仍然供不应求。

4. 09 年将扩大产销量, 可望完成 42 万吨

公司采取多种方法和渠道扩大产销量。前期 10 万吨稀硝酸项目的投产, 使得目前产能瓶颈基本解决, 09 年将具备 45 万吨的产能规模, 公司对 09 年产销量很有信心。受国家投巨资, 修铁路, 扩内需的政策刺激, 公司目

前在销售方面同比往年已有明显的转好感觉。除了 09 年下游民爆行业的需求走强，公司认为还可以从以下几个方面推动销售：

一方面，09 年硝酸铵的出口关税取消，公司可以大力推进国际市场，主要是新兴市场的需求，如澳大利亚和南亚地区。08 年出口 2 万吨左右，公司经出国调查，预计 09 年出口有望能达到 5 万吨左右。

第二方面，09 年大力调节产品结构，加大多孔硝酸铵的产能，预计将达到 10 万吨以上，以满足下游新型铵油炸药的需求。

第三方面，不断开进新的区域市场。目前公司已经占据了西北和西南市场，09 年将打入东北市场。08 年开始以后，东北的计划硝酸铵生产线逐步拆除，今后包钢不能再采用东北地区的原料。包钢 09 年将可能会采用兴化的产品，一旦采用，将会达到 2 万吨左右。公司已经在沈阳设立销售部，以促进东北地区市场的发展。

第四方面，公司要进一步扩大硝基复合肥的生产规模，计划 09 年达到 10 万吨以上，以满足国内经济作物对硝基肥的特殊需求。做大做强农用概念，这也是公司能够享受国家优惠政策的根本所在。据悉，陕西省正在大面积推广苹果等经济作物种植面积，因为是该地区较为干旱，所以对硝基复合肥需求旺盛。仅“十一五”期间整个陕西经济作物就需要硝基复合肥几百万吨，兴化股份极具区域市场优势，09 年完成 10 万吨的硝基复合肥应该没有问题。

经我们预测，公司可望完成 42 万吨硝酸铵。如果从国内总体需求规模进行计算，近两年兴化股份占据国内硝酸铵市场份额 9.5% 左右，09 年国内硝酸铵的市场需求将可能达到 400 万吨左右，考虑到出口的销量，则兴化股份将能够完成销售 42 万吨硝酸铵。

5. 企业极具成本优势，未来收益明确

公司极具成本优势。目前公司生产销铵的主要原材料合成氨采用的是天然气路线，气源来自陕天然气公司，目前进厂含税价约 1.03 元/立方米，吨氨耗气约 900 立方米左右，普通硝酸铵每吨完全成本仅有 1500 元左右，多孔硝酸铵每吨完全成本仅比普通硝酸铵多 70-80 元。而以煤为原料的硝酸铵产品成本则需要 1700-1850 元。

公司目前仍有较好的盈利空间，由于 09 年成本确定，硝酸铵提价空间将是纯利。目前普通硝酸铵价格为 2000 元/吨左右，依然能够维持 500 元/吨的利润空间，毛利达到 25%，而多孔硝酸铵一般比普通硝酸铵多 200-350 元/吨，所以多孔硝酸铵毛利能达到 30%。由于天然气价格在 08 年底已经涨

至 1.03 元/立方，公司认为 09 年不会再出现涨价现象，所以 09 年成本已基本锁定。硝酸铵价格的上涨空间就是纯利润的上涨空间。

2010 年及以后，公司将有部分合成氨外购，原料成本也能够可控。新建的 25 万吨硝酸铵 IPO 项目将 09 年底会投产，投产后将会有部分合成氨原料进行外购，周边的小化肥企业也较多，因此成本不会提高很多。10 年底集团所建的 30 万吨甲醇、30 万吨合成氨、30 万吨纯碱的联合项目才会投产，届时兴化股份将会采用集团公司的合成氨原料，集团公司的大化工项目采用德士古的煤气化技术，项目周边煤炭资源丰富，因此合成氨成本也比较低。

6. 迫近消费旺季，硝酸铵价格将冲高趋稳

进入消费旺季，硝酸铵价格将会迅速攀升。目前硝酸铵价格已基本处于底部，正在逐渐复苏，由于国家大力基建的消费刺激，公司已感觉价格坚挺程度要好于 08 年的同期。目前为民爆企业需求淡季，并随着春节的来临，下游民爆企业将大幅停产，近期硝酸铵价格可能持续低迷，然而依然能维持在 2000 元左右。春节过后，在阴历正月 15 前后，即 09 年 2 月份中下旬，民爆企业将会大量开工生产，农民也开始购买化肥，民爆和硝基复合肥行业都将逐渐进入生产和需求旺季，预计销铵价格将会在 2 月份中下旬以较快速度逐渐提升。

由于硝酸铵行业集中度高，而民爆行业比较分散，硝酸铵企业有较强的议价能力。硝酸铵是炸药产品的最主要生产原料，一吨炸药需要 0.8 吨硝酸铵。目前国内有硝酸铵生产厂商 30 多家，产能约 370 万吨。由于受到严格管制，硝酸铵的行业集中度很高，前 5 家产量占到行业总产量的 37%，前 10 家占 50%以上，主要的硝酸铵生产企业规模都在 10 万吨以上。硝酸铵行业集中度较高，具有一定议价能力。而民爆行业依旧非常分散，大多企业仅有 1 万吨-2 万吨的生产规模，不具备原材料采购的议价能力。所以这种格局对硝酸铵具有很强的支撑作用。

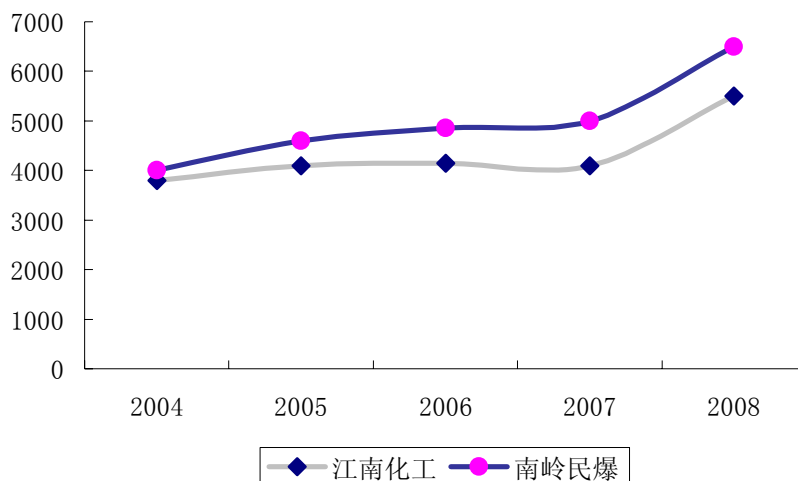
民爆产品价格调高，利润空间很大，有利于硝酸铵的价格提高后趋稳。多年来民爆产品的出厂价格均由国防科工委民爆局统一规定，各企业可以根据当地的销售情况进行上浮 10%或下浮 5%。民爆行业划入工信部管理后，08 年 8 月发改委将主要民爆产品基准价上调 30%，并将企业自主定价浮动上限从 10%调至 15%，这相当于最高将部分民爆产品售价提高 35%。目前炸药的价格已经达到了 5000 元-6500 元/吨，而硝酸铵仅有 2000 元左右，所以吨炸药的成本仅有 2000-2500 元，目前毛利空间可达 60%以上。这种非正常的毛利空间，有利于 09 年硝酸铵价格的趋高维稳。

近期“俄乌斗气”也为国际硝酸铵上涨提供动力，对国内价格是个有力支撑。近期国际尿素和硝酸铵价格均出现 50-70 美元的反弹，目前已超过国内价格约 200 元左右。此次反弹主要来源于俄乌天然气争端引发的对欧盟地区天然气供应中断的预期。我国 09 年硝酸铵出口关税已取消，但仍不允许进口硝酸铵产品，所以当国际价格高于国内价格时，是对国内的支撑，但价格低于国内价格时，对国内价格影响不大。

还有前面分析过的，下游民爆受益内需拉动，硝酸铵产能释放不多，仍将供不应求，这也必将对硝酸铵价格起到支撑作用。

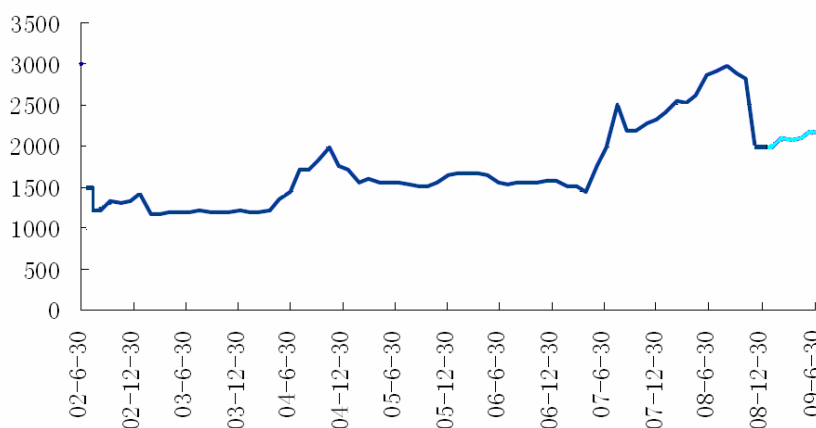
预计硝酸铵价格将会在消费旺季到来时迅速冲高然后趋稳，09 年硝酸铵的均价有望维持在 2150 元左右。

图 12：08 年我国炸药价格快速提高（元/吨）



资料来源：中国化工信息网

图 13：我国硝酸铵价格走势预测（元/吨）



资料来源：中国化工信息网，中投证券研究所

7. 资产注入仍不明确，扩大股本是确定条件

资产注入，需择机而动。由于延长石油和兴化集团所建的 30 万吨甲醇、30 万吨合成氨、30 万吨纯碱的联合项目 2010 年底才会投产，所以目前兴化股份没有表示在 09 年将这项目注入到上市公司的打算。但 2010 年公司的合成氨就会出现短缺，2010 年后公司将会采用联合项目的合成氨原料。为了避免关联交易，我们预测 2010 年兴化股份将有可能提出资产注入。但同时也要看甲醇和纯碱行业的景气程度，我们认为兴化股份会在 2010 年后选择一个好的时机将集团资产逐步注入进来。

兴化集团或可能整体上市，有军工概念。兴化集团划入延长石油板块版图之后，兴化集团的管理层面将可能被撤销，集团控制的业务将全部划入股份公司，实现兴化集团的整体上市。兴化集团公司属于集化工、化肥、军工产品的综合性大型一档企业，除了控股兴化股份外，主要生产单位还有兴化联碱分厂和国家 659 分厂。联碱分厂目前规模为 12 万吨/年纯碱、6 万吨重质碱、12 万吨/年氯化铵的生产能力。国家 659 分厂是国家“908”产品唯一生产单位，目前已形成“一点两套”生产格局，可以保证国家航天事业的需要，是重要的军工配套产品生产基地。

公司仍将大力扩充股本，业绩成长具有内在需求。08 年兴化股份实现两次送配，公司表示 09 年仍将会进行送配。我们认为这是公司进一步扩大股本，迎接资产注入的举措。预测今后两年公司总股本将会有更大程度的扩大，而这需要公司有稳定的业绩和良好的股价表现作为后盾。

延长石油联合项目进展顺利。延长石油集团和兴化集团联合投资 34 亿元打造的化工基地已于 08 年 4 月份破土动工，目前进展顺利，负责项目实施的是兴化股份的大股东兴化集团。该基地占地 700 余亩，毗邻兴化股份目前的生产厂区，施工现场的村庄已全部搬迁完毕，已处于部分施工状态。

8. 盈利预测

我们盈利预测的假设前提如下：

- (1) 假设公司 08 年、09 年和 10 年分别实现普通硝酸铵的销量为 25 万吨、32 万吨和 43 万吨；
- (2) 假设公司 08 年、09 年和 10 年分别实现多孔硝酸铵的销量为 7 万吨、10 万吨和 15 万吨；
- (3) 假设公司 08 年、09 年和 10 年分别实现硝基复合肥的销量为 5 万吨、10 万吨和 20 万吨；

- (4) 假设公司近两年暂不考虑生产浓硝酸，主要因为浓硝酸市场低迷，而公司的合成氨产能有限；
- (5) 假设公司 09 年天然气不上调价格，10 年天然气上调 0.1 元；
- (6) 假设公司近两年暂不考虑整体上市或资产注入等因素；
- (7) 假设 08 年及今后两年的所得税率均为 15%。

我们对兴化股份的分产品盈利预测如下：

表 2：销售收入和毛利率预测

销售收入（万元）	2007	2008E	2009E	2010E
普通硝酸铵	33086.61	58750.00	68800.00	90300.00
毛利率	33.50%	36.17%	30.20%	28.57%
多孔硝酸铵	9840.14	18200.00	25000.00	36000.00
毛利率	33.12%	39.23%	36.81%	34.08%
硝基复合肥	7431.91	13000.00	26000.00	52000.00
毛利率	18.02%	18.40%	18.40%	18.00%
浓硝酸	1184.06			
毛利率	-26.81%			
其他产品	9807.19	12062.30	14835.97	18247.43
毛利率	16.21%	11.00%	11.00%	11.00%
其他业务	5360.77	3134.80	3761.76	4514.11
毛利率	20.00%	11.00%	11.00%	11.00%
合计	66710.68	105147.10	138397.73	201061.54
毛利率	25.8%	30.86%	26.60%	24.83%

08 年 12 月 9 日，公司发布 2008 年度业绩修正公告，下调 2008 年度归属于母公司所有者的净利润的增长幅度，从原来的 130%~160%下调至 60%~90%之间，公司 08 年每股盈利预计在 0.40~0.48 元之间。

我们预测 08、09、10 年的每股收益为 0.47 元、0.51 元和 0.68 元。08 年前三季度，公司已经完成每股 0.37 元的业绩，则第四季度因化工行业市场萎缩，产品价格下降，公司利润增长幅度下降，公司完成每股 0.10 元的业绩。一般情况一季度因为春节因素为销售淡季，但 09 年春节在一月份就已过完，所以销售旺季有望提前到来，随着硝酸铵价格逐渐上涨，预计 09 年一季度能够完成每股 0.12 元的业绩，同比和环比都会有较大幅度的回升。

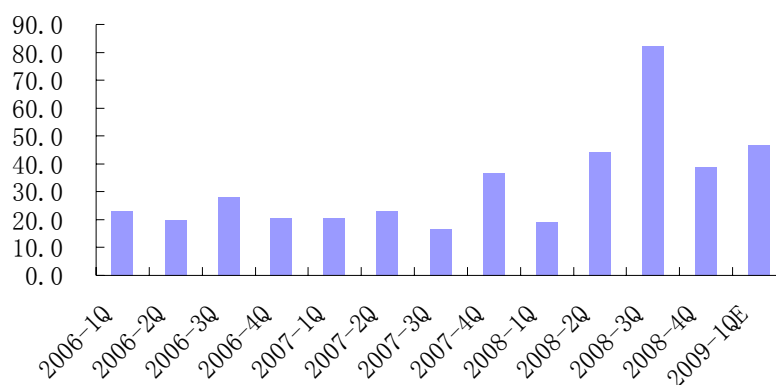
根据盈利预测，目前公司 09 年的动态 PE 为 14.95，又经分析氮肥板块的目前市盈率（整体）为 12.85，民爆板块的市盈率（整体）为 19.58，而公司工业用硝酸铵的收入贡献为 70%，农用硝酸的收入贡献为 11%，其他产品和业务的贡献为 19%，利用加权法计算得到兴化股份的市盈率可为 17.9。考虑到公司的稳定收益，10 年还将有 30%左右的大幅增长，故也给予公司 09 年 18 倍的市盈率，6-12 个月目标价为 9.18 元，还考虑到 09 年一季度的盈利回升，给予首次“推荐”评级。

表 3: 盈利预测

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	667	1051	1384	2011
同比(%)	-2%	58%	32%	45%
归属母公司净利润	97	184	198	266
同比(%)	6%	90%	8%	34%
毛利率(%)	25.8%	30.9%	26.6%	24.8%
ROE(%)	11.8%	18.4%	16.7%	18.5%
每股收益(元) (摊薄)	0.25	0.47	0.51	0.68
P/E	30.69	16.12	14.95	11.14
P/B	3.63	2.96	2.50	2.06
EV/EBITDA	17	9	9	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

图 14: 兴化股份 09 年一季度母公司净利润收益预测



资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	694	658	753	899	营业收入	667	1051	1384	2011
现金	448	449	448	448	营业成本	495	727	1016	1511
应收账款	31	33	44	70	营业税金及附加	5	7	9	14
其它应收款	1	3	4	6	营业费用	15	25	33	48
预付账款	129	72	112	191	管理费用	31	57	73	105
存货	39	75	107	130	财务费用	6	17	17	17
其他	48	27	39	54	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	588	766	929	1082	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	10	9	9	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	526	644	771	896	营业利润	113	218	235	315
无形资产	39	44	50	57	营业外收入	0	1	1	1
其他	22	69	100	120	营业外支出	0	1	0	1
资产总计	1282	1425	1683	1982	利润总额	113	218	235	316
流动负债	286	280	363	423	所得税	17	33	35	47
短期借款	150	133	186	189	净利润	95	186	200	268
应付账款	29	34	48	74	少数股东损益	-1	1	2	2
其他	107	113	130	160	归属母公司净利润	97	184	198	266
非流动负债	160	122	109	96	EBITDA	150	277	305	398
长期借款	135	122	109	96	EPS (元) (摊薄)	0.25	0.47	0.51	0.68
其他	25	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	445	402	472	519	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	19	21	22	24	成长能力				
股本	160	390	390	390	营业收入	-2.3%	57.6%	31.6%	45.3%
资本公积	397	167	167	167	营业利润	5.5%	93.1%	8.0%	34.1%
留存收益	261	445	631	882	归属于母公司净利润	5.7%	90.4%	7.9%	34.1%
归属母公司股东权益	818	1002	1188	1439	获利能力				
负债和股东权益	1282	1425	1683	1982	毛利率	25.8%	30.9%	26.6%	24.8%
现金流量表					净利率	14.5%	17.5%	14.3%	13.2%
单位: 百万元					ROE	11.8%	18.4%	16.7%	18.5%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	14.6%	23.9%	20.1%	21.6%
经营活动现金流	122	256	205	262	偿债能力				
净利润	95	186	200	268	资产负债率	34.7%	28.2%	28.1%	26.2%
折旧摊销	31	42	53	66	净负债比率	68.50%	68.16%	66.45%	58.61%
财务费用	6	17	17	17	流动比率	2.43	2.35	2.07	2.13
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.29	2.08	1.78	1.82
营运资金变动	-13	39	-67	-92	营运能力				
其它	2	-27	1	3	总资产周转率	0.66	0.78	0.89	1.10
投资活动现金流	-466	-207	-217	-219	应收账款周转率	23	31	34	33
资本支出	202	210	210	210	应付账款周转率	21.75	23.19	24.82	24.72
长期投资	0	-3	-1	0	每股指标 (元)				
其他	-265	0	-8	-9	每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.47	0.51	0.68
筹资活动现金流	394	-48	11	-42	每股经营现金流 (最	0.31	0.66	0.52	0.67
短期借款	50	-17	52	3	每股净资产 (最新摊	2.09	2.57	3.04	3.69
长期借款	-13	-13	-13	-13	估值比率				
普通股增加	40	230	0	0	P/E	30.69	16.12	14.95	11.14
资本公积增加	373	-230	0	0	P/B	3.63	2.96	2.50	2.06
其他	-56	-18	-29	-33	EV/EBITDA	17	9	9	7
现金净增加额	49	1	-1	0					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森，中投证券研究所基础化工行业分析师，北京工商大学硕士，3 年化工行业经历，3 年战略咨询从业经验。曾就职于大型化工企业和国内知名咨询研究机构，曾为某些公司进行上市前的业务拓展规划，还曾为北京、济宁、阳泉等城市及上海金山、惠州大亚湾等化工园区进行产业发展战略规划。对化工行业有着较深的了解和敏感度，善于从大战略把握行业发展脉络和未来发展趋势，从技术发展路线挖掘最新投资热点。

主要研究覆盖公司：新安股份、蓝星新材、金发科技、浙江龙盛、冠农股份、上海家化、杨农化工、诺普信、兴化股份、云天化、湖北宜化、双环科技、柳化股份等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434