

民爆用品

侯宏森

0755-82026831

houhongsen@cjis.cn

6-12 个月目标价: 14.75 元

当前股价: 10.34 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2559.91
总股本(百万)	358
流通股本(百万)	202
流通市值(亿)	21
EPS (TTM)	0.46
每股净资产 (元)	2.65
资产负债率	29.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
兴化股份	15.02	17.63	118.6
上证综合指数	5.79	21.45	49.99



相关报告

《兴化股份-必将分享四万亿, 硝酸铵价格仍处上升通道》2009-4-20

《兴化股份-内需拉动多利好, 保障稳定收益》2009-1-20

兴化股份

002109

强烈推荐

公司 CDM 项目注册成功, 并对硝酸铵逐步提价

事件:

公司的 CDM 项目在联合国注册成功。

公司于 2009 年 4 月 30 日接到联合国 CDM 项目执行理事会电子邮件通知, 公司申请的 CDM 项目于 2009 年 4 月 30 日在联合国正式注册成功。预计公司向日本三菱商事株式会社转让硝酸装置产生的氧化亚氮温室气体减排量为 57.5 万吨/年二氧化碳 (折合), 公司将与有关方密切合作, 早日取得正式减排量, 增加公司效益。

点评:

- **正式实施后, 公司有望每年确认收益约 3580 万元。**公司和三菱商事株式会社于 2007 年 3 月 30 日签订了硝酸装置氧化亚氮 CDM 项目—《经核证减排量购买协议》。公司同意出售且三菱同意购买所有 2012 年 12 月 31 日为止的经核证减排量。经核证减排量的单价为 13.1 美元/吨 CO2。根据国家《清洁发展机制项目运行管理暂行办法》规定, 公司该项目收入的 30% 上交国家, 70% 归入企业。目前已经正式注册成功, 并将很快正式实施。减排前 1 至 3 年将免交所得税, 公司有望每年确认收益约 3580 万元。我们预计 09 年可能产生 1800 万元的净收益。
- **公司昨日召开会议计划对硝酸铵进行逐步提价。**目前普通硝酸铵价格已经提高至 1950 元左右, 多孔硝酸价格提高至 2150 元/吨左右。专家仍然认为炸药企业完全能够承受 2300 元/吨的硝酸铵价格, 硝酸铵价格仍在上涨途中。
- **在产品价格上涨的过程中, 公司部分库存折损计提将会冲回, 有望贡献部分利润。**
- **公司资产注入确定。**大股东延长集团将注入资产, 包括 30 万吨合成氨, 30 万吨甲醇, 30 万吨联碱, 注入时间将会选择对于煤化工业务利好的时期。
- **给予强烈推荐评级。**鉴于 09 年 CDM 项目有望为公司贡献 1800 万元的净收益。我们再次提高公司 09、10 年的 EPS 分别至 0.59 元、0.78 元。目前民爆板块 (不包括兴化) 市盈率 (整体) 为 45, 氮肥板块的目前市盈率 (整体) 为 24, 考虑到公司的稳定收益和较高行业门槛, 10 年还将有 32% 左右的大幅增长, 故可给予公司 09 年 25 倍的市盈率, 6-12 个月目标价为 14.75 元, 给予“强烈推荐”评级。

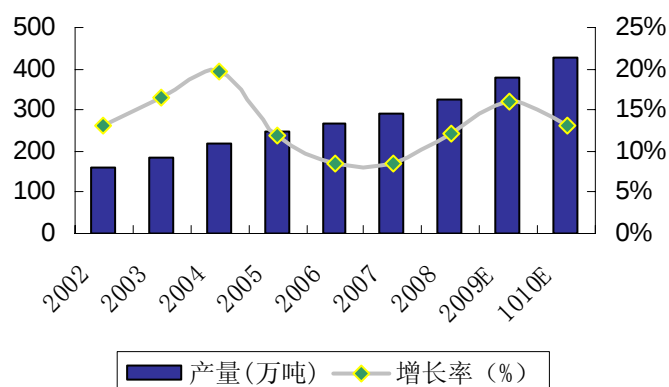
主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	667	836	1416	2025
同比(%)	-2%	25%	69%	43%
归属母公司净利润(百万元)	97	166	212	281
同比(%)	6%	72%	27%	33%
毛利率(%)	25.8%	38.2%	28.0%	26.0%
ROE(%)	11.8%	17.5%	18.8%	20.3%
每股收益(元)	0.25	0.46	0.59	0.78
P/E	30.69	21.56	16.92	12.76
P/B	3.63	3.77	3.18	2.59
EV/EBITDA	17	14	11	9

资料来源: 中投证券研究所

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。目前国内有硝酸铵生产厂商 30 多家，产能约 370 万吨。预计 09 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。

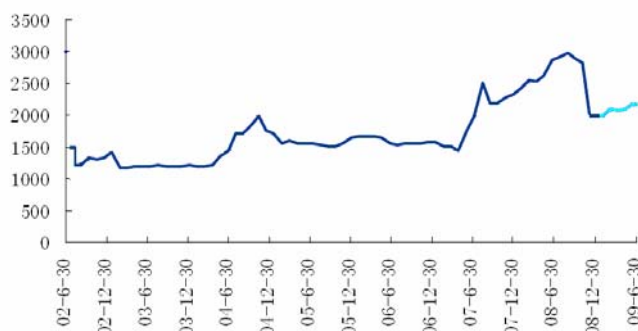
图 1：我国炸药产量增长预测（万吨）



资料来源：石油化工协会，中投证券

预计硝酸铵价格将会在消费旺季到来时迅速冲高趋稳，有望维持在 2300 元左右，因此 09 年硝酸铵的均价有望维持在 2180 元左右。

图 2：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

盈利预测：

我们盈利预测的假设前提如下：

- (1) 假设公司 09 年和 10 年分别实现普通硝酸铵销量 32 万吨和 43 万吨；
- (2) 假设公司 09 年和 10 年分别实现多孔硝酸铵销量 10 万吨和 15 万吨；
- (3) 假设公司 09 年和 10 年分别实现硝基复合肥销量 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	2008	2009E	2010E
普通硝酸铵	33086.61	41468	69760	90300
毛利率	33.50%	48.69%	31.20%	28.57%
多孔硝酸铵	9840.14	18018.09	25000	36000
毛利率	33.12%	49.68%	36.81%	34.08%
硝基复合肥	7431.91	5510.25	26000	52000
毛利率	18.02%	25.01%	25.00%	23.00%
浓硝酸	1184.06	252.62		
毛利率	-26.81%	-4.51%		
其他产品	9807.19	13931.17	16020.85	18423.97
毛利率	16.21%	9.27%	11.00%	11.00%
其他业务	5360.77	4374.87	4812.357	5774.828
毛利率	20.00%	3.25%	10.00%	10.00%
合计	66710.68	83,555.00	141,593.20	202,498.80
毛利率	25.8%	38.2%	28.05%	25.99%

资料来源: 中投证券研究所

鉴于 09 年 CDM 项目有望为公司贡献 1800 万元的净收益, 10 年有望贡献 3580 元的净收益。我们再次提高公司 09、10 年的 EPS 分别至 0.60 元、0.80 元。目前民爆板块 (不包括兴化股份) 市盈率 (整体) 为 45, 氮肥板块的目前市盈率 (整体) 为 24, 考虑到公司的稳定收益, 10 年还将有 32% 左右的大幅增长, 故可给予公司 09 年 25 倍的市盈率, 6-12 个月目标价为 15 元, 给予 “强烈推荐” 评级

表 3: 盈利预测

主要财务指标	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	667	836	1416	2025
同比 (%)	-2%	25%	69%	43%
归属母公司净利润	97	166	212	281
同比 (%)	6%	72%	27%	33%
毛利率 (%)	25.8%	38.2%	28.0%	26.0%
ROE (%)	11.8%	17.5%	18.8%	20.3%
每股收益 (元) (摊薄)	0.25	0.46	0.59	0.78
P/E	30.69	21.56	16.92	12.76
P/B	3.63	3.77	3.18	2.59
EV/EBITDA	17	14	11	9

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					单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
流动资产	694	633	688	859	营业收入	667	836	1416	2025	营业收入	667	836	1416	2025	营业收入	667	836	1416	2025
现金	448	346	346	346	营业成本	495	516	1019	1499	营业成本	495	516	1019	1499	营业成本	495	516	1019	1499
应收账款	31	30	45	71	营业税金及附加	5	7	11	16	营业税金及附加	5	7	11	16	营业税金及附加	5	7	11	16
其它应收款	1	1	3	3	营业费用	15	28	39	57	营业费用	15	28	39	57	营业费用	15	28	39	57
预付账款	129	132	144	246	管理费用	31	67	89	129	管理费用	31	67	89	129	管理费用	31	67	89	129
存货	39	86	123	158	财务费用	6	11	17	17	财务费用	6	11	17	17	财务费用	6	11	17	17
其他	48	39	28	35	资产减值损失	1	4	4	4	资产减值损失	1	4	4	4	资产减值损失	1	4	4	4
非流动资产	588	716	880	1031	公允价值变动收益	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	7	6	投资净收益	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	526	664	766	880	营业利润	113	203	237	303	营业利润	113	203	237	303	营业利润	113	203	237	303
无形资产	39	37	41	47	营业外收入	0	2	18	36	营业外收入	0	2	18	36	营业外收入	0	2	18	36
其他	22	15	65	98	营业外支出	0	8	4	6	营业外支出	0	8	4	6	营业外支出	0	8	4	6
资产总计	1282	1350	1568	1890	利润总额	113	197	251	333	利润总额	113	197	251	333	利润总额	113	197	251	333
流动负债	286	322	459	599	所得税	17	30	38	50	所得税	17	30	38	50	所得税	17	30	38	50
短期借款	150	167	267	358	净利润	95	167	213	283	净利润	95	167	213	283	净利润	95	167	213	283
应付账款	29	37	53	83	少数股东损益	-1	1	2	2	少数股东损益	-1	1	2	2	少数股东损益	-1	1	2	2
其他	107	118	139	159	归属母公司净利润	97	166	212	281	归属母公司净利润	97	166	212	281	归属母公司净利润	97	166	212	281
非流动负债	160	78	-19	-97	EBITDA	150	259	307	385	EBITDA	150	259	307	385	EBITDA	150	259	307	385
长期借款	135	55	-25	-105	EPS (元) (摊薄)	0.25	0.46	0.59	0.78	EPS (元) (摊薄)	0.25	0.46	0.59	0.78	EPS (元) (摊薄)	0.25	0.46	0.59	0.78
其他	25	23	6	8	主要财务比率					主要财务比率					主要财务比率				
负债合计	445	400	440	503	会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E
少数股东权益	19	0	2	4	成长能力					成长能力					成长能力				
股本	160	358	358	358	营业收入	-2.3%	25.2%	69.5%	43.0%	营业收入	-2.3%	25.2%	69.5%	43.0%	营业收入	-2.3%	25.2%	69.5%	43.0%
资本公积	397	197	197	197	营业利润	5.5%	79.7%	17.0%	27.8%	营业利润	5.5%	79.7%	17.0%	27.8%	营业利润	5.5%	79.7%	17.0%	27.8%
留存收益	261	395	571	828	归属于母公司净利润	5.7%	71.8%	27.4%	32.6%	归属于母公司净利润	5.7%	71.8%	27.4%	32.6%	归属于母公司净利润	5.7%	71.8%	27.4%	32.6%
归属母公司股东权益	818	950	1126	1384	获利能力					获利能力					获利能力				
负债和股东权益	1282	1350	1568	1890	毛利率	25.8%	38.2%	28.0%	26.0%	毛利率	25.8%	38.2%	28.0%	26.0%	毛利率	25.8%	38.2%	28.0%	26.0%
现金流量表					净利率	14.5%	17.5%	19.9%	14.9%	净利率	14.5%	17.5%	19.9%	14.9%	净利率	14.5%	17.5%	19.9%	14.9%
单位: 百万元					ROE	11.8%	17.5%	18.8%	20.3%	ROE	11.8%	17.5%	18.8%	20.3%	ROE	11.8%	17.5%	18.8%	20.3%
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	ROIC	14.6%	20.4%	20.2%	20.2%	ROIC	14.6%	20.4%	20.2%	20.2%	ROIC	14.6%	20.4%	20.2%	20.2%
经营活动现金流	122	191	259	241	偿债能力					偿债能力					偿债能力				
净利润	95	167	213	283	资产负债率	34.7%	29.6%	28.1%	26.6%	资产负债率	34.7%	29.6%	28.1%	26.6%	资产负债率	34.7%	29.6%	28.1%	26.6%
折旧摊销	31	45	53	65	净负债比率	68.50%	71.05%	65.80%	60.79%	净负债比率	68.50%	71.05%	65.80%	60.79%	净负债比率	68.50%	71.05%	65.80%	60.79%
财务费用	6	11	17	17	流动比率	2.43	1.97	1.50	1.43	流动比率	2.43	1.97	1.50	1.43	流动比率	2.43	1.97	1.50	1.43
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.29	1.70	1.23	1.17	速动比率	2.29	1.70	1.23	1.17	速动比率	2.29	1.70	1.23	1.17
营运资金变动	-13	-45	-15	-131	营运能力					营运能力					营运能力				
其它	2	12	-10	7	总资产周转率	0.66	0.63	0.97	1.17	总资产周转率	0.66	0.63	0.97	1.17	总资产周转率	0.66	0.63	0.97	1.17
投资活动现金流	-466	-55	-212	-217	应收账款周转率	23	24	33	31	应收账款周转率	23	24	33	31	应收账款周转率	23	24	33	31
资本支出	202	203	210	210	应付账款周转率	21.75	15.69	22.59	22.06	应付账款周转率	21.75	15.69	22.59	22.06	应付账款周转率	21.75	15.69	22.59	22.06
长期投资	0	-22	3	-1	每股指标 (元)					每股指标 (元)					每股指标 (元)				
其他	-265	126	1	-7	每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.46	0.59	0.78	每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.46	0.59	0.78	每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.46	0.59	0.78
筹资活动现金流	394	-73	-47	-24	每股经营现金流 (最	0.31	0.53	0.72	0.67	每股经营现金流 (最	0.31	0.53	0.72	0.67	每股经营现金流 (最	0.31	0.53	0.72	0.67
短期借款	50	17	100	91	每股净资产 (最新摊	2.09	2.65	3.14	3.86	每股净资产 (最新摊	2.09	2.65	3.14	3.86	每股净资产 (最新摊	2.09	2.65	3.14	3.86
长期借款	-13	-80	-80	-80	估值比率					估值比率					估值比率				
普通股增加	40	198	0	0	P/E	30.69	21.56	16.92	12.76	P/E	30.69	21.56	16.92	12.76	P/E	30.69	21.56	16.92	12.76
资本公积增加	373	-200	0	0	P/B	3.63	3.77	3.18	2.59	P/B	3.63	3.77	3.18	2.59	P/B	3.63	3.77	3.18	2.59
其他	-56	-8	-67	-35	EV/EBITDA	17	14	11	9	EV/EBITDA	17	14	11	9	EV/EBITDA	17	14	11	9
现金净增加额	49	63	0	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