

化工行业

评级: 增持

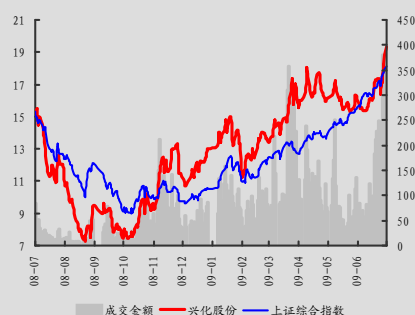
化工行业研究员

祖广平

010-88086830-693

zugp@rxzq.com.cn

002109 与上证指数走势对比



近期相关报告一览:

- 1、《民爆: 最先受益于基建投资的化工类板块》, 2008/11/19;
- 2、《江南化工 (002226): 盈利渐入佳境》, 2008/12/4。

兴化股份 (002109): 业绩进入上升阶段

■ 基建投资力度加大, 硝酸铵需求上升。

◆ **基建投资力度不断加大。**在政策扶持下, 09 年来我国固定资产投资增速不断提高, 6 月份全国城镇固定资产投资比去年同期增长 33.6%, 为近几年增速最高点。

◆ **硝酸铵行业需求将随下游而复苏。**国内硝酸铵主要用于生产工业炸药、硝基复合肥。08 年我国民爆行业对硝铵需求量为 290 万吨, 按每年增速 10% 计算, 2010 年我国工业炸药生产对硝酸铵的需求量将上升至 350 万吨左右; 目前我国用于生产硝基复合肥的硝酸铵约 100 万吨, 尚难以满足硝基复合肥生产需求。

◆ **硝酸铵供给: 产能扩张缓慢。**2008 年国内硝酸铵产能 350 多万吨, 生产企业在 20 家左右, 受政策限制, 硝酸铵产能扩张缓慢, 预计 09-10 年陆续有 70 多万吨硝铵产能投产, 09 年底国内硝铵产能可达 410 万吨/年, 其中 320 万吨用于民用炸药, 其余用于硝基复合肥等; 行业将在较长时期处于供略小于求的状态。

■ 兴化股份 (002109): 业绩进入上升阶段。

◆ **原料价格低位徘徊, 产品价格触底反弹。**公司生产所需原料主要为天然气, 来源于陕天然气公司, 目前国内天然气价格仍然保持相对低位, 有利于公司保持较低成本。在下游产品价格维持高位、需求旺盛的情况下, 硝铵产品价格必然上涨。今年 5 月份国内硝铵价格已经达到 3000 元/吨, 比年初上涨 25%。

◆ **产品销量大幅提高。**由于民爆行业复苏, 以及农业中复合肥用量上升, 今年 3 月份起, 公司产品销售量大幅提高, 市场需求明显增加。

◆ **CDM 项目带来新的业绩增长点。**公司的 CDM 项目于 2009 年 4 月 30 日在联合国正式注册成功, 预计每年公司 CDM 项目收入将有 3585 万元, 可增厚每股收益 0.10 元; 预计今年将有 CDM 收入 1790 万元。

■ 业绩预测: 今明两年 EPS 分别为 0.50 元、0.68 元。

未来两年公司业绩增长主要动力在于产能扩张: 目前公司在建 25 万吨硝酸铵/6 万吨浓硝酸项目, 下半年建成投产后, 硝铵总产能可达 55 万吨。另外, 产品价格回升、CDM 项目推进都成为公司业绩回升的动力。预计公司今明两年 EPS 分别为 0.50 元、0.68 元, 按 7 月 27 日收盘价 11.99 元计算, 相应动态 PE 分别为 24 倍, 17.6 倍, 在民爆行业上市公司中属于偏低水平, 给予“增持”评级。

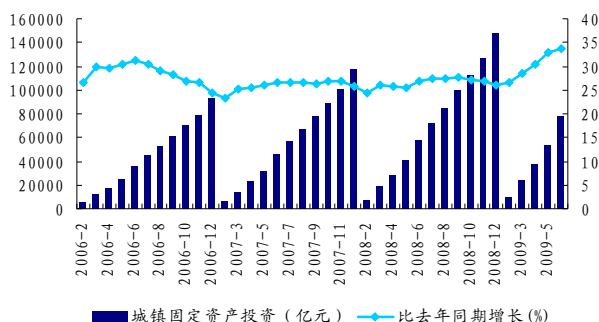
1、基建投资力度加大，硝酸铵需求上升。

1.1、基建投资力度不断加大。

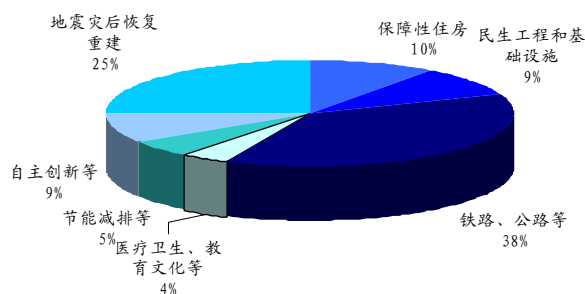
08 年底国家确立了一系列促进经济平稳增长的措施。主要包括加快保障性“安居工程”的建设，加快铁路、公路和机场等重大基础设施的建设，加大金融业对经济增长的支持力度等。

本轮基础建设投资的具体领域有：保障性安居工程，加大对廉租住房建设支持力度；农村基础设施建设，加大农村沼气饮水安全工程和农村公路建设力度，完善农村电网，加快重大水利工程建设，加强大型灌区节水改造；铁路、公司和机场等重大基础设施建设；灾后重建，加快震后灾区各项重建工作；医教文卫、生态环境、增值税转型等各项措施。

图表 1 我国城镇固定资产投资情况



图表 2 国家四万亿资金投向



数据来源：天相系统

数据来源：日信证券

在政策扶持下，09 年来我国固定资产投资增速不断提高，6 月份全国城镇固定资产投资比去年同期增长 33.6%，为近几年增速最高点。

1.2、硝酸铵行业：随下游而复苏。

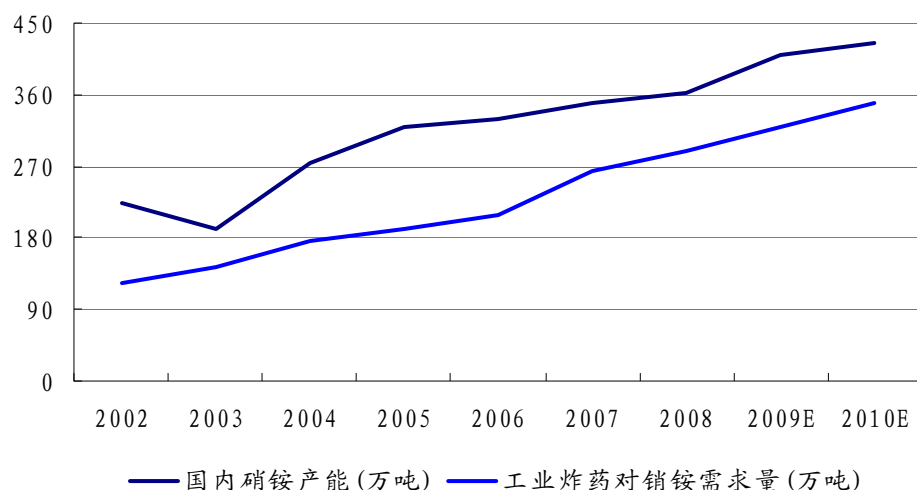
民爆器材广泛应用于矿山开采及能源建设、建筑、交通建设、农林水利建设、地震勘探及国防建设等领域，民爆行业与基础工业、基础设施建设等行业的关联性较强，与固定资产投资规模密切相关。

08 年 11 月 19 日，我们的报告《民爆：最先受益于基建投资的化工类板块》中已经指出了民爆行业存在的投资机会。在 09 年中期业绩预告中，几家民爆上市公司业绩均有大幅提升。根据基建-民爆制品（炸药）-民爆原料（硝酸铵）-合成氨这样一条产业链，下游的复苏已经开始传导至民爆原料，即硝酸铵这一环节。

随着化工、冶金、建材等行业的复苏，作为冶金、建材、煤矿上游产品的炸药，其需求量将明显增大。08 年我国民爆行业对硝酸铵需求量为 290 万吨，按照国内工程建设对炸药需求量每年增速 10% 计算，预计到 2010 年，我国工业炸药的需求量预计将达到 400 万吨左右，届时工业炸药生产对硝酸铵的需求量也将上升至 350 万吨左右。

硝铵的另一重要用途是硝基复合肥。硝基复合肥具有肥效迅速、可溶性好的优点，主要适用于烟草、玉米、瓜果、蔬菜、林木等经济作物，效果优于尿素。目前我国每年用于生产硝基复合肥的硝酸铵约 100 万吨。根据农业部的要求，我国 2010 年我国肥料的复合化率将达到 50% 左右，但受原料硝酸铵供给不足的影响，我国硝基复合肥行业的产能一直不能有效扩张，目前基础肥料复合化程度仅 15%~20%，产量与需求之间存在巨大缺口。

图表 3 我国硝酸铵供需状况



数据来源：日信证券

1.3、硝酸铵供给：产能扩张缓慢。

供给方面，硝铵行业产能扩张受到政策限制：国务院 52 号文件规定不再批准设立新的硝酸铵化肥生产厂、暂停进口硝酸铵等，使得国内硝酸铵企业具有极高的行业壁垒，再加之部分落后产能的逐步淘汰，硝酸铵集中度不断提高，目前硝酸铵行业前五名厂商占全部硝铵产量约 37%，前十名占 50% 左右。

2008 年国内硝酸铵产能 350 多万吨，生产企业在 20 家左右，受政策限制，硝酸铵产能扩张缓慢，预计 09-10 年陆续有 70 多万吨硝铵产能投产，09 年底国内硝酸铵产能可达 410 万吨/年，其中 320 万吨用于民用炸药，其余用于硝基复合肥等；行业将在较长时期处于供略小于求的状态。

图表 4 国内部分硝酸铵生产企业产能统计 (20 万吨以上)

	产能	下游行业
兴化股份	30	民爆、复合肥
柳化股份	28	复合肥
太化集团	26	复合肥、民爆
云南解化	26	复合肥
川化集团	24	复合肥
天脊化工	20	民爆行业
总计	154	

数据来源：日信证券

2、兴化股份（002109）：业绩进入上升阶段。

2.1、原料价格低位徘徊，产品价格触底反弹。

公司生产所需原料主要为天然气，来源于陕天然气公司，目前国内天然气价格仍然保持相对低位，同时国内无烟煤价格、国际天然气价格低位徘徊，有利于公司保持较低成本。

图表 5 纽约商交所天然气价格走势（美元/mmbtu）



图表 6 山西阳城地区无烟煤坑口不含税价格走势

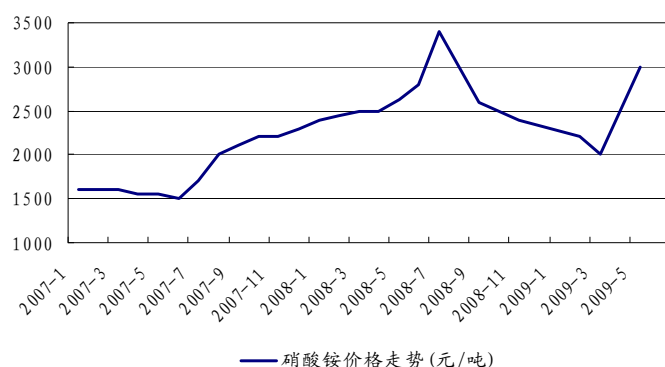


数据来源：化工在线

数据来源：煤炭资源网

民爆产品执行国家指导价，其价格调整具有一定的滞后性：08 年上半年，由于原料材涨价等原因，发改委几次上调民爆产品出厂价格，目前产品价格仍保持高位。同时在基建投资的拉动下，民爆产品需求量大幅提升。在下游产品价格维持高位、需求旺盛的情况下，硝铵产品价格必然上涨。今年 5 月份国内硝铵价格已经达到 3000 元/吨，比年初上涨 25%。在国际上，硝铵 FOB 波罗的海价格从 08 年年底的 130 美元/吨上涨至 7 月份的将近 150 美元/吨，对国内硝铵价格也有支撑作用。

图表 7 国内硝酸铵价格走势（元/吨）



数据来源：日信证券

2.2、产品销量大幅提高。

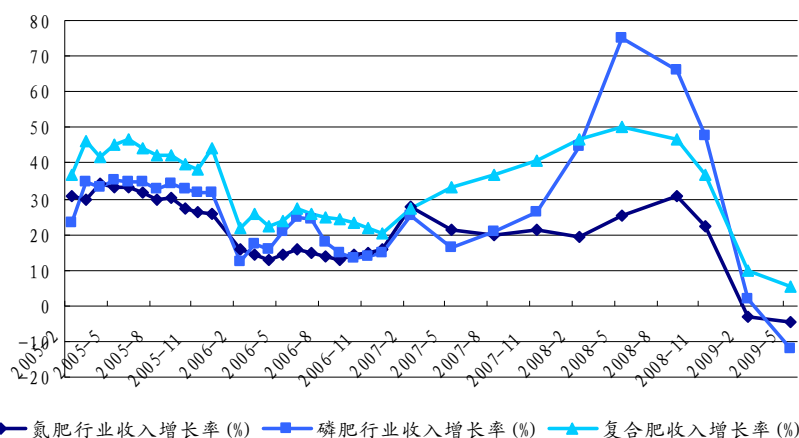
根据公司一季报信息，今年 3 月份起，公司产品销售量大幅提高，市场需求明显增加。

硝铵产品销量的提高主要有两个来源：国家四万亿投资的带动以及硝基复合肥的需求增长。基

建投资必然加大对炸药的需求，生产炸药 90%以上的原材料都来自于硝酸铵，由此硝酸铵行业需求受到拉动。

复合肥对硝酸铵需求巨增。从中国化肥网得到的数据，今年前 5 个月，氮肥、磷肥和复合肥行业的净利率分别为 2.98%、-1.62%、3.19%，复合肥盈利状况良好；行业库存方面，氮磷钾肥库存压力加大，其中 5 月份，氮肥、磷肥、钾肥库存同比增加 49.21%、53.2%和 206%，而复混肥销售良好，库存同比增幅-0.66%。由于硝基复合肥在经济作物上有着其它肥种不可比拟的优势，预计未来其需求将有快速增长。两个最主要下游需求的不断增长将给硝酸铵带来广阔市场，也保证了公司业绩快速增长。

图表 8 氮肥、磷肥及复合肥行业收入增长情况



数据来源：天相系统

2.3、CDM项目带来新的业绩增长点。

今年 5 月 5 日公司公告称，公司的 CDM 项目于 2009 年 4 月 30 日在联合国正式注册成功。根据此前公司和三菱商事株式会社签订的 CDM 项目协议，三菱购买所有 2012 年 12 月 31 日为止的经核证减排量，单价为 13.1 美元/吨 CO₂；预计公司出售的气体减排量为 57.5 万吨/年二氧化碳（折合）。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。另外根据国家有关规定，该减排量收入在第一至第三年将免收企业所得税。

按 6.8 的汇率，根据以上数据简单计算，每年公司 CDM 项目收入将有 3585 万元，可增厚每股收益 0.10 元；预计今年将有 CDM 收入 1790 万元。

3、业绩预测：今明两年EPS分别为 0.50 元、0.68 元。

未来两年公司业绩增长主要动力在于产能增长：目前公司在建 25 万吨硝酸铵/6 万吨浓硝酸项目，预计将于今年下半年建成投产。另外，产品价格的回升、CDM项目的推进都成为公司业绩回升的动力。业绩预测假设见下页图表 9。预计公司今明两年EPS分别为 0.50 元、0.68 元，按 7 月 27 日收盘价 11.99 元计算，相应动态PE分别为 24 倍，17.6 倍，在民爆行业上市公司中属于偏低水平（见图表 11），给予“增持”评级。

图表 9 业绩预测假设

		2008 年报	2009E	2010E
销量 (万吨)	普通硝酸铵	20.93	31.00	35.00
	多孔硝酸铵	8.15	6.00	10.00
毛利率 (%)	普通硝酸铵	49.63	35.00	35.00
	多孔硝酸铵	21.56	35.00	35.00

数据来源：日信证券，公司公告

图表 10 利润表预测

万元	2007 年报	2008 年报	2009E	2010E
一、营业总收入	66710.68	83554.66	109175.00	143850.00
营业收入	66710.68	83554.66	109175.00	143850.00
二、营业总成本	55443.36	63303.54	88298.70	115831.99
营业成本	49525.82	51612.47	70833.75	92820.00
营业税金及附加	509.27	702.89	610.47	804.36
销售费用	1549.68	2830.48	4761.45	6273.73
管理费用	3134.19	6682.03	9452.02	12454.07
财务费用	635.93	1088.64	2606.12	3433.85
资产减值损失	88.47	387.04	34.90	45.98
三、其他经营收益				
公允价值变动、投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	11267.32	20251.13	20876.30	28018.01
加：营业外收入	39.85	201.22	50.00	50.00
减：营业外支出	22.93	757.58	10.00	10.00
五、利润总额	11284.25	19694.77	20916.30	28058.01
减：所得税	1742.49	2967.47	2868.94	3668.70
六、净利润	9541.76	16727.31	18047.35	24389.31
减：少数股东损益	(126.10)	118.33	120.00	120.00
归属于母公司所有者的净利润	9667.86	16608.97	17927.35	24269.31
七、基本每股收益(元)	0.62	0.46	0.50	0.68

数据来源：公司公告，日信证券

图表 11 同行业上市公司估值情况

代码	简称	价格 (7/27)	每股收益			市盈率 PE		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
002226	江南化工	29.58	0.57	0.88	1.12	51.7	33.7	26.5
002096	南岭民爆	16.41	0.39	0.48	0.53	42.5	34.2	31.1
002109	兴化股份	11.99	0.46	0.50	0.68	26.3	24.0	17.6
600985	雷鸣科化	17.04	0.40	0.62	0.81	42.9	27.4	21.1
002217	联合化工	10.82	0.63	0.62	0.76	17.3	17.5	14.2
002037	久联发展	13.57	0.35	0.65	0.79	38.7	20.8	17.2

数据来源：日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。