

量价齐增 2010 年将实现高增长

报告要点

◆ 募投项目 2009 年底投产 硝酸铵总产能将达到 85 万吨/年

募投项目投产后,公司硝酸铵、浓硝酸产能将分别达到 85 万吨/年和 10 万吨/年。其中,硝酸铵产能居国内首位,并将占据 20%左右的市场份额。

◆ 公司硝酸铵产品具有技术优势、质量优势和地域优势

公司硝酸铵产品采用当今世界上最先进的法国 K-T 技术路线,可以根据市场情况灵活调节普通硝酸铵和多孔硝酸铵的产量;其生产的多孔硝酸铵不但运输半径更大,而且在经过赤道时晶格不发生变化,可以出口到澳大利亚等国;公司地处陕西,面向西部和西北市场,这些地域未来仍需要大量基建投资,硝酸铵需求量大,公司产能也将能够逐步释放。

◆ CDM 项目可贡献净利润 3500 万元,折合每股收益 0.10 元

公司的 CDM 项目已经在联合国注册成功,2012 年 12 月 31 日前所有减排量都出售给日本三菱,预计每年可贡献净利润 3500 万元左右。

◆ 预计 2010 年每股收益 0.60 元,目标价 18.00 元,首次评级为“推荐”

我们预计,2009-2010 年,公司每股收益分别为 0.26 元、0.60 元和 0.72 元。我们按照 2010 年业绩 30 倍市盈率估值,目标价 18.00 元,首次评级为“推荐”。

◆ 股价上涨催化剂:募投项目投产,公司产品价格上涨,集团资产注入

◆ 公司业绩最大风险:天然气价格上涨

当前股价: 10.80

材料行业评级

公司基本数据 2009.11.16

总股本(万股)	35840
流通 A 股/B 股(万股)	20180/0
资产负债率	29.61%
每股净资产(元)	2.65
市盈率(当前)	23.30
市净率(当前)	4.07
12 个月内最高/最低价	13.20/5.59

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

 PE
PB
EV/EBITDA

 PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

 分析师:
李兴

 联系人:
冯先涛
(8621) 68751310
fengxt@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	836	950	1282	1544
增长率(%)	25%	14%	35%	20%
归属母公司所有者净利润(百万元)	166.1	91.6	214.6	259.6
增长率(%)	72%	-45%	134%	21%
每股收益(元)	0.463	0.256	0.599	0.724
净资产收益率(%)	17.6%	8.8%	17.1%	17.1%
每股经营现金流(元)	0.53	0.56	0.79	0.97
现金分红收益率(%)	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

正文目录

以硝酸铵为主业 背靠集团“大树”	4
硝酸铵收入比重一直在 60%以上	4
背靠延长石油（集团）“大树” 将来好“乘凉”	5
硝酸铵：未来依然是公司收入和利润的最主要贡献者	6
硝酸铵行业：季节性特征明显，政策限制新增产能	6
兴化股份：硝酸铵产品两大优势	7
未来 2 年收入和利润增长主要来自于硝酸铵销量增加和结构调整	8
浓硝酸：面向西北，产能逐步释放无悬念	9
主要用于化学和冶金工业	9
未来供给稳定 区域分布不均	9
兴化股份：面向西北，新增产能将逐步释放	10
硝基复合肥：未来仍有巨大需求空间	11
硝基复合肥前景广阔	11
兴福肥业采用高塔料浆造粒技术，面向陕西及附近广阔市场	11
CDM 项目已注册成功 每年可贡献每股收益 0.10 元	12
集团资产未来有可能注入上市公司	12
盈利预测与估值	13
关键假设	13
首次评级为“买入”	13

图表目录

图 1: 公司产品合成路线	4
图 2: 公司营业收入（万元）以及增长率	4
图 3: 硝酸铵占据公司收入半壁江山	4
图 4: 公司净利润（万元）以及综合毛利率	5
图 5: 公司主营产品毛利率变化	5
图 6: 公司及实际控制人股权结构图	5
图 7: 公司硝酸铵出厂价（元/吨，含税）	8
图 8: 硝酸铵收入（万元）和增长率	8
图 9: 我国浓硝酸消费构成	9
图 10: 公司浓硝酸出厂价（元/吨）	9
图 11: 公司复合肥收入和毛利（万元）	11
图 12: 长三角地区轻质纯碱价格走势（元/吨）	12
图 13: 长三角地区甲醇价格走势	12
表 1: 公司主要产品产能统计（募投项目投产后）	4
表 2: 硝酸铵需求淡旺季	6
表 3: 国内前 10 大硝酸铵厂商统计（万吨）	7
表 4: K-T 技术硝酸铵物料定额消耗	8
表 5: 2008 年我国主要省份浓硝酸产能和产量统计（万吨）	9
表 6: 2008 年我国主要浓硝酸企业产量（万吨）及开工率	10
表 7: 未来有望注入的资产	12
表 8: 关键假设	13
表 9: 其他业务收入和成本假设	13
公司财务报表及指标预测	15

以硝酸铵为主业 背靠集团“大树”

硝酸铵收入比重一直在 60%以上

兴化股份是国内产能最大的硝酸铵生产企业。公司目前拥有硝酸铵产能 40 万吨；2009 年底，公司 25 万吨硝酸铵的募投项目也将投产；全资子公司兴福肥业 30 万吨的硝基复合肥也可转换生产 20 万吨硝酸铵。因此，2010 年，公司硝酸铵总产能可达 85 万吨，国内市场份额将达到 20% 左右。

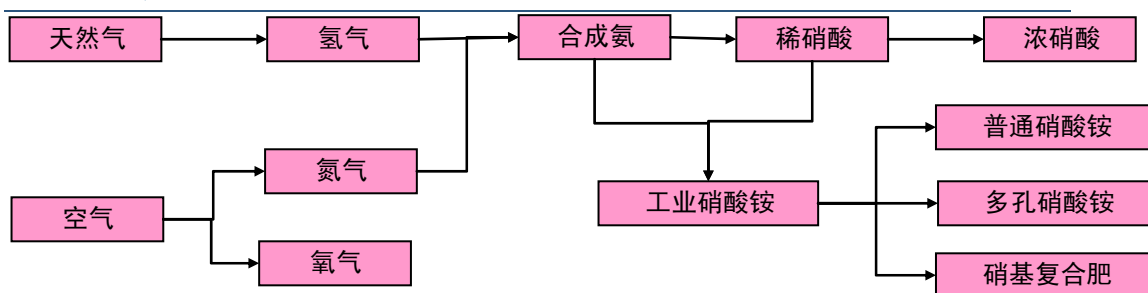
表 1: 公司主要产品产能统计（募投项目投产后）

单位: 万吨	产能	备注
合成氨	23	以天然气为原料
多孔硝酸铵	18+25=43	2009 年底投产的 25 万吨硝酸铵项目既可以生产普通硝酸铵，也可以生产多孔硝酸铵。
普通硝酸铵	22+25=47	
浓硝酸	10	2009 年底，6 万吨浓硝酸项目投产后产能
硝基复合肥	30	可以转换生产 20 万吨硝酸铵

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司以天然气为基本原料生产合成氨，其最终产品除了硝酸铵之外，还包括浓硝酸、硝基复合肥（为全资子公司兴福肥业产品）以及炭基铁粉（用于军工）等。

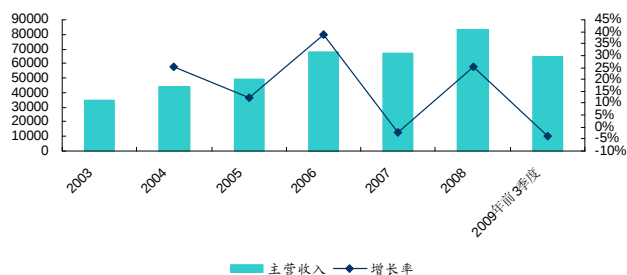
图 1: 公司产品合成路线



资料来源：公司公告，长江证券研究部

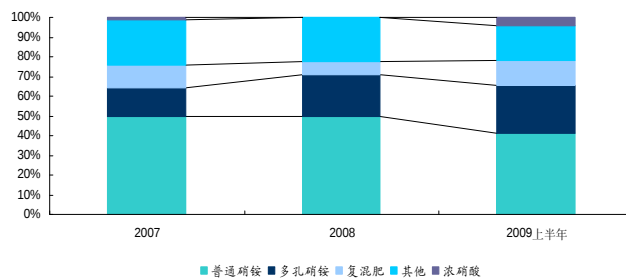
2003 年至今，硝酸铵一直是公司营业收入的主要来源，其收入比重一直在 60% 以上。

图 2: 公司营业收入（万元）以及增长率



资料来源：长江证券研究部

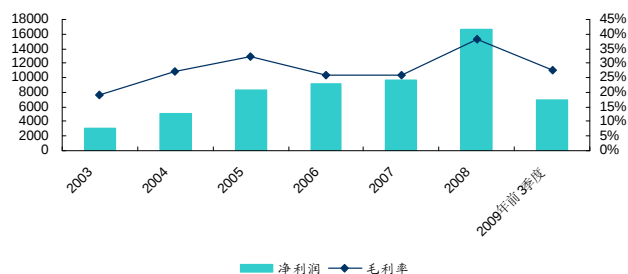
图 3: 硝铵占据公司收入半壁江山



资料来源：wind

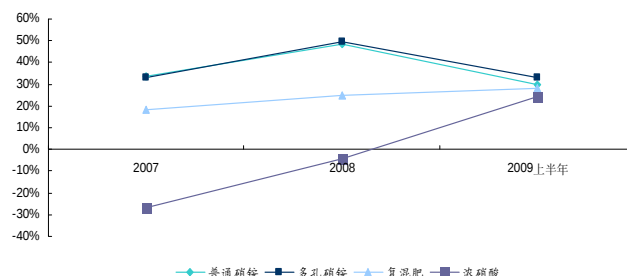
2004 年至今，公司综合产品毛利率也一直稳定在 25% 以上，并曾在 2008 年达到 38.23%。分产品来看（以 2009 年上半年为例），硝酸铵产品毛利率最高（30% 左右），硝基复合肥和浓硝酸的毛利率分别为 27.86% 和 24.40%。

图 4：公司净利润（万元）以及综合毛利率



资料来源：wind

图 5：公司主营产品毛利率变化

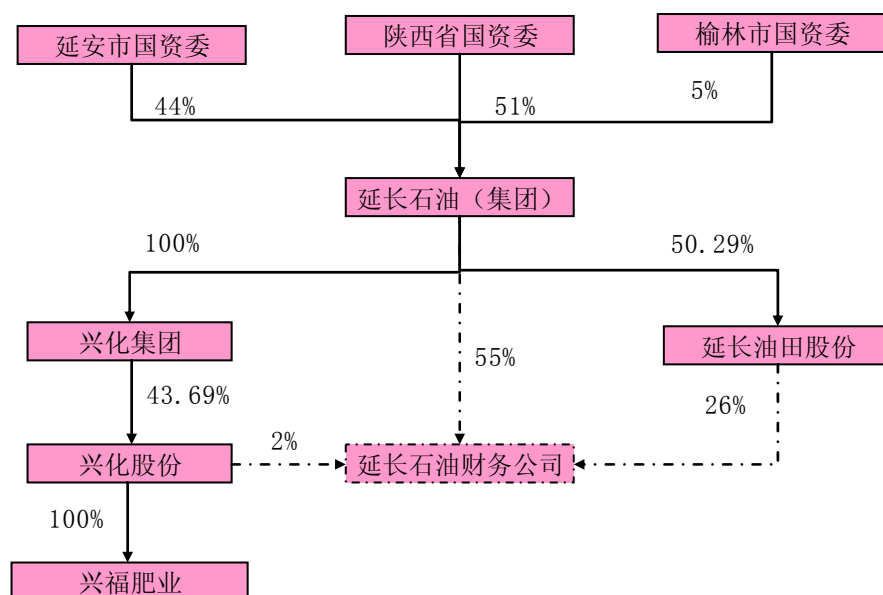


资料来源：wind

背靠延长石油（集团）“大树”将来好“乘凉”

目前，兴化股份是延长石油（集团）实际控制的唯一一家基础化工类上市公司，公司未来发展有望得到实际控制人的鼎力支持。延长石油（集团）是我国拥有石油、天然气勘探开发资质的四家企业之一。我们认为，为了借助资本市场，同时避免同业竞争和关联交易，兴化股份将是延长石油和其全资拥有的兴化集团发展基础化工的最佳平台。

图 6：公司及实际控制人股权结构图



资料来源：Wind，长江证券研究部

硝酸铵：未来依然是公司收入和利润的最主要贡献者

硝酸铵行业：季节性特征明显，政策限制新增产能

主要用于民爆产品，季节性特征明显

国内硝酸铵主要用于民爆产品（比重在 75% 左右），部分用于生产硝基复合肥。受民爆产品季节性因素影响，硝酸铵也呈现明显的季节性特征。

表 2：硝酸铵需求淡旺季

月份	淡/旺季	原因
1-3 月	淡季	受春节放假影响，部分工厂矿山停产、大型基建项目停工，炸药需求量下降，出于安全考虑，炸药生产企业一般也安排放假，影响了硝酸铵的需求；春运期间运输困难也对硝酸铵的销售产生一定影响。
4-6 月	旺季	各种大型基建项目开工、民爆产品需求量上升；春耕开始，化肥需求量上升，对硝酸铵的需求量上升。
7-9 月	淡季	空气湿度大，不利于民爆产品的生产，民爆产品生产企业通常减产或停产。
10-12 月	旺季	民爆产品进入销售旺季，带动硝酸铵产品需求增加。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

政策限制：将硝酸铵纳入民用爆炸物品管理，不允许进口

2002 年，国务院发布《关于进一步加强民用爆炸物品安全管理的通知》（即 52 号文），将硝酸铵列入《民用爆炸物品品名表》，其销售、购买和使用纳入民用爆炸物品管理；禁止将硝酸铵作为化肥销售；暂停进口硝酸铵；不再批准设立新的硝酸铵化肥生产厂（点）。

我们认为，在 52 号文的规范下，硝酸铵的产能实际上受到了严格限制；而只出不进的政策将外来的硝酸铵“拒之于国门之外”，为国内硝酸铵企业产能释放和未来发展提供了良好机遇。

从工业炸药、硝基复合肥和出口来看，硝酸铵产量未必过剩

未来 2 年，硝酸铵总产能有望稳定在 440 万吨左右。目前，国内硝酸铵总产能在 370 万吨左右，另有 70 万吨左右将于 2009 年底投产，即 2010 年，硝酸铵总产能在 440 万吨左右；根据我们目前了解到的信息，硝酸铵行业未来 2 年都没有新进入者，目前的硝酸铵厂商也没有产能扩大计划。因此，我们预计，未来 2 年，国内硝酸铵总产能有望稳定在 440 万吨左右。

在硝酸铵产能稳定的前提假设下，我们从工业炸药、硝基复合肥和出口 3 个方面来分析硝酸铵的需求：

- （1）工业炸药。从需求来看，我们预计，2010 年，工业炸药的需求量在 400 万吨左右。按照每吨工业炸药需要 0.85 吨硝酸铵计算，民爆行业对硝铵的需求量在 340 万吨左右。
- （2）复合肥。很多企业生产的硝酸铵自用来生产复合肥，他们根据市场情况调节硝酸铵和复合肥的产量。因此，这些硝酸铵产能并不能转化成产量在市场上供应。
- （3）出口。国内硝酸铵主要出口到澳大利亚、印尼和马来西亚等国，出口量在 20 万吨左右（主要为多孔硝酸铵）。

因此，我们认为，从市场上的实际供给量来看，硝酸铵产量未必过剩。

表 3：国内前 10 大硝酸铵厂商统计（万吨）

公司	硝酸铵产能	在建产能	合成氨规模	产品类型	原料	用途
兴化股份	45	25	23	硝酸铵、多孔硝酸铵	天然气	主要是民爆
柳化股份	28	8	60	硝酸铵	煤炭	主要是化肥
太化集团	26	—	30	硝酸铵	煤炭	化肥、民爆
云南解化	26	25	25	硝酸铵	褐煤	化肥、民爆
川化集团	24	—	50	硝酸铵	天然气	主要是化肥
山西天脊化工	20	—	60	多孔硝酸铵	煤炭	民爆
南化氮肥厂	15	—	50	硝酸铵	重油/煤炭	主要是化肥
泸天化	11	—	100	硝酸铵	天然气	主要是化肥
云天化	11	—	50	硝酸铵	天然气	主要是化肥
联合化工	7	11	13	硝酸铵	煤炭	化肥、民爆

资料来源：公司公告，长江证券研究部

兴化股份：硝酸铵产品两大优势

硝酸铵运输半径决定地域优势

由于其特有的危险爆炸性，硝酸铵一直受到国家公安和安全部门的严格管制，如何安全运输是一大问题。受此影响，硝酸铵的销售半径一般不超过 500 公里。这意味着某些硝酸铵厂商在某些区域可以取得相对垄断地位。

目前的硝酸铵企业也基本上呈现这种区域垄断的特征。譬如，云南解化及柳化股份的硝酸铵产品主要集中在西南及华南地区；南化氮肥厂的硝酸铵产品主要供应华东地区；天脊煤化工与太化集团的硝酸铵主要供应中原及华北地区（与兴化股份销售区域部分重叠）。而兴化股份产品集中在陕西、青海和甘肃等西部和西北地区，这些地区基建未来仍需大量投资，对硝酸铵的需求量大，区位优势非常明显。

K-T 技术决定产品质量优势

兴化股份硝酸铵采用当今最先进的法国 K-T 技术（国内另一家采用 K-T 技术的硝酸铵企业是山西天脊集团），既可以生产普通硝酸铵，也可以生产多孔硝酸铵。按中和压力不同，硝酸铵生产技术主要分为常压法和加压法，按最终产品形态可分为结晶法和塔式造粒法。加压中和法和塔式造粒法为国际先进技术。兴化股份二期硝酸铵装置即采用了国际先进的法国 K-T 公司的加压中和技术，现有硝酸铵装置均采用塔式造粒技术。

公司技术优势最终转化为产品质量优势。由于采用法国 K-T 的涂层剂，不但可以长距离运输，解决硝酸铵运输半径小的问题，而且在经过赤道时晶格不发生变化，因此可以出口到澳大利亚；而国内其他厂家生产的硝酸铵在经过赤道时候会发生粘连，爆炸性能大大减弱。

表 4: K-T 技术硝酸铵物料定额消耗

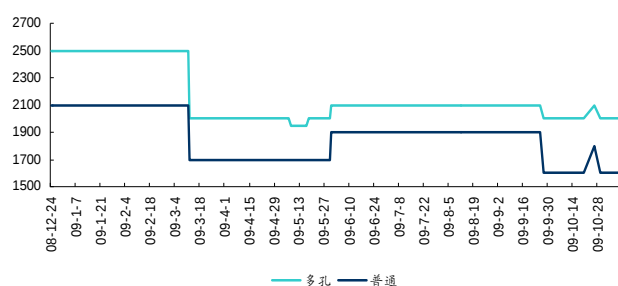
物料	消耗 (吨/吨)
硝酸 (折 100%)	0.8
合成氨(折 100 %)	0.22
蒸汽	0.31
电	45 度
循环水	48

资料来源: 长江证券研究部

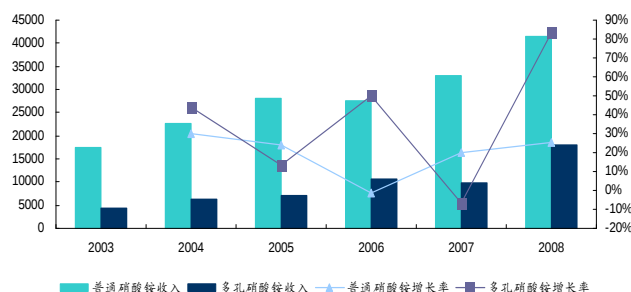
未来 2 年收入和利润增长主要来自于硝酸铵销量增加和结构调整

我们预计, 未来两年, 硝酸铵销量增加将带动公司收入增长。根据公司制定的“四五六”计划, 2009 年-2011 年, 公司硝酸铵销量将达到 41 万吨、50 万吨和 60 万吨以上。实际上, 为了保证实现销售目标, 公司 2009 年就已经加大了对东北、北方和西部市场的销售力度, 在这些地区设立销售点或者设立销售公司, 为销量增长已经铺好了销售网络。

硝酸铵产品结构调整也将是公司收入和利润增长的重要推动力。公司的硝酸铵产品包括普通硝酸铵和多孔硝酸铵, 后者单吨毛利更高。此前, 多孔硝酸铵由于价格较高而市场销售不旺, 但其安全性和威力大等优点现在正逐渐得到市场认可。实际上, 在 2009 年 1 季度, 兴化股份多孔硝酸铵的产量和销量都已经有了显著提高。我们预计, 多孔硝酸铵未来的市场份额将会逐步提高, 而兴化股份的优势也将逐步显现。

图 7: 公司硝酸出厂价 (元/吨, 含税)


资料来源: 百川资讯

图 8: 硝酸铵收入 (万元) 和增长率


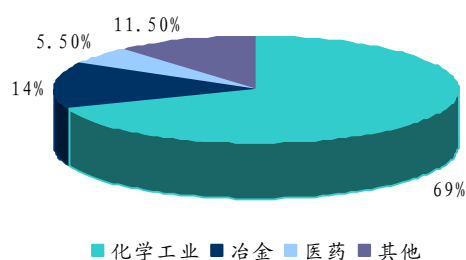
资料来源: wind

浓硝酸：面向西北，产能逐步释放无悬念

主要用于化学和冶金工业

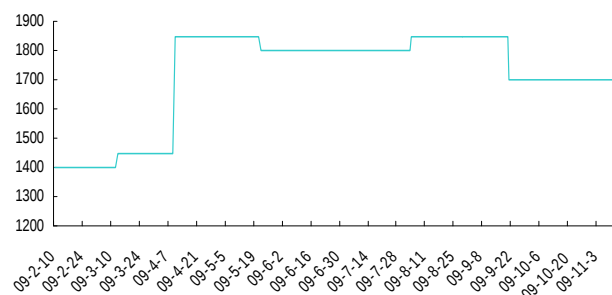
浓硝酸通常是指 98% 以上的硝酸溶液（稀硝酸通常指 60% 以下的硝酸溶液），主要用于化学工业和冶金，二者占到了浓硝酸消费量的 80% 以上。

图 9：我国浓硝酸消费构成



资料来源：长江证券研究所

图 10：公司浓硝酸出厂价（元/吨）



资料来源：百川资讯

未来供给稳定 区域分布不均

我国浓硝酸产能扩张的高速增长期已过。随着国内部分新建、扩建项目的投产和一些落后装置的逐渐淘汰，我国浓硝酸产能甚至由上升转为下降。中国化工信息网的统计数据显示，2005-2008 年，国内浓硝酸产能分别为 180 万吨、230 万吨、260 万吨和 250 万吨。其中，2005 和 2006 年是浓硝酸产能释放的主要时期。2008 年以后，国内浓硝酸总产能有望稳定在 250 万吨/年左右。

国内浓硝酸企业分布很不均匀。分省份来看，浓硝酸生产主要分布在安徽、山东、河南、江苏和广西等地，上述 5 省产能比重超过 70%。

表 5：2008 年我国主要省份浓硝酸产能和产量统计（万吨）

主要区域	2008 年产能	产量	
		2007	2008
安徽	65	61.19	56.81
山东	55	39.07	25.86
河南	20	15.45	21.7
江苏	25	22.63	23.33
广西	15	16.46	9.98
其他省份	70	40.7	46.08
全国	250	195.5	183.76

资料来源：中国化工信息

表 6：2008 年我国主要浓硝酸企业产量（万吨）及开工率

企业名称	产能	实际产量	开工率
安徽淮化集团有限公司	50	34.7	69.40%
安徽华泰化工有限公司	18	16.82	93.44%
中石油兰州石化公司	15	11.8	78.67%
山东华阳迪尔化工有限公司	16	11.69	73.06%
中石化南京化学工业有限公司	20	11.32	56.60%
河南新乡永昌化工有限公司	15	11	73.33%
山东联合化工有限公司	17	10.3	60.59%
广西柳州化工股份有限公司	20	10	50.00%
山东海化集团硝酸厂	10	3.61	36.10%
江苏戴梦特化工有限公司	10	11.52	115.20%

资料来源：中国化工信息

兴化股份：面向西北，新增产能将逐步释放

公司浓硝酸生产采用国内技术成熟的硝镁法，原有产能 4 万吨，2009 年底新项目投产后，公司浓硝酸产能将达到 10 万吨。

在浓硝酸的销售方面，公司占据了地利优势。与硝酸铵类似，具有强腐蚀性的浓硝酸必须采用特殊的运输方式，其销售半径在 500km 左右。公司浓硝酸的重点销售区域为西北地区，在陕西、宁夏、甘肃、青海、新疆西北五省，而在公司浓硝酸的销售半径内，并没有其他浓硝酸生产厂家；西部地区矿藏资源丰富，冶金时需要大量浓硝酸。目前，西北地区对浓硝酸的需求量为 20 万吨左右。因此，我们预计，未来公司 10 万吨浓硝酸的产能将能够逐步完全释放。

硝基复合肥：未来仍有巨大需求空间

硝基复合肥前景广阔

从肥料行业来看，我国肥料复合化率有待提高。目前，世界肥料的复合化率在 50%左右，发达国家更是在 80%以上，而截至 2007 年，我国肥料复合化的程度仅 15%~20%。我国农业部要求 2010 年我国肥料的复合化率达到 50%左右，显然，距离目标的实现，我国仍有相当长的一段路要走。

硝基复合肥是一种适合我国国情的化肥，存在巨大的发展空间。作为复合肥的一种，硝基复合肥中的硝态氮可施用于烟草、玉米、蔬菜等各种经济作物，尤其适用于碱性土壤环境以及喀斯特地貌地区。硝基复合肥在我国存在大面积的适用区域：我国北方广大地区普遍干旱少雨，西北地区多碱性土壤，西南地区多喀斯特地貌，在这些地区都可以广泛使用硝基复合肥。

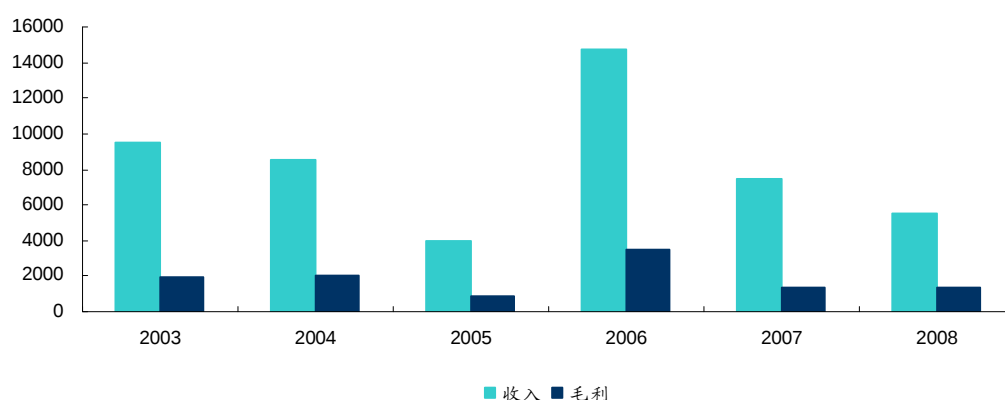
兴福肥业采用高塔料浆造粒技术，面向陕西及附近广阔市场

兴化股份的全资子公司兴福肥业拥有 30 万吨/年硝基复合肥的生产能力（该装置可以根据市场需要转换生产硝酸铵）。与国内大部分企业采用转鼓造粒法不同，兴福肥业采用国际上先进的高塔料浆造粒技术，其生产的硝基复合肥颗粒均匀，化学反应充分，养分元素结合牢固。

兴福肥业的硝基复合肥还具有成本优势。兴福肥业与兴化股份仅一街之隔，可以采用兴化股份生产的硝酸铵溶液直接生产硝基复合肥，与一般复合肥生产企业外购成品硝酸铵作为原材料相比，不需要经过硝酸铵造粒、包装、运输、流通、粉碎、熔浆等环节，具备一定的成本优势。

公司地处陕西，硝基复合肥重点销售区域为陕西及其周边地区。陕西省为全世界最大的苹果种植基地，目前正在大面积推广苹果等经济作物种植面积，预计 2010 年陕西省苹果种植面积将达到 800 万亩。硝基复合肥可以提高苹果的着色能力，是最适用于苹果树的肥料。如果按照每亩苹果需硝基复合肥 80kg（折纯）来算，硝基复合肥需求量将高达 640 万吨（折纯）。因此，未来公司硝基复合肥市场需求空间广阔。

图 11：公司复合肥收入和毛利（万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

CDM 项目已注册成功 每年可贡献每股收益 0.10 元

公司申请的 CDM 项目早在 2009 年 4 月份就已经在联合国正式注册成功。根据公司与日本三菱签订的协议，公司 CDM 装置经核证的 2012 年 12 月 31 日前的所有的减排量都将按照 13.1 美元/吨 CO₂ 的价格出售给三菱。公司预计该项目的减排量为 57.5 万吨/年 CO₂（折合减排量的具体数据以测试结果并经 DOE 认证后的数据为准）。根据国家规定，公司该项目收入的 30% 上交国家，70% 归入企业，并且前 3 年免交企业所得税。据此估算，该项目每年能够为公司贡献 3500 万元左右的净利润，折合每股收益 0.10 元。

集团资产未来有可能注入上市公司

目前，公司大股东兴化集团和实际控制人延长石油（集团）仍有部分化工资产。其中，兴化集团的 12 万吨联碱所需的合成氨从兴化股份购买，价格按照成本加成法；延长石油（集团）在建的 4 个 30 万吨项目与兴化股份的募投项目紧紧相邻，其生产的合成氨可以解决兴化股份新建 25 万吨硝酸铵所需的合成氨问题。

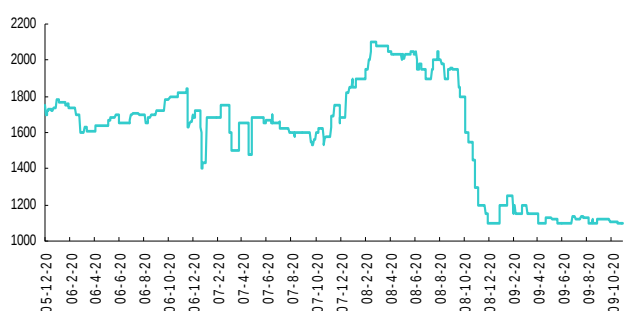
表 7：未来有望注入的资产

集团	化工资产	备注
兴化集团	12 万吨联碱	从兴化股份购买合成氨
延长石油（集团）	4 个 30 万吨项目	30 万吨合成氨，30 万吨甲醇，30 万吨联碱，2010 年竣工投产。

资料来源：长江证券研究部

我们认为，如果该资产不注入兴化股份，那么集团与上市公司之间的关联交易将会增加，而集团已经承诺将会逐步减少与上市公司的关联交易。因此，我们合理预计，该项目将来很有可能注入上市公司。

图 12：长三角地区轻质纯碱价格走势（元/吨）



资料来源：化工在线

图 13：长三角地区甲醇价格走势



资料来源：化工在线

盈利预测与估值

关键假设

产销量假设：我们认为，在募投项目投产后，2010 年，公司普通硝酸铵和多孔硝酸铵产销量都将增加，我们假设 2010 年普通硝酸铵和多孔硝酸铵销量分别为 33 和 20 万吨；

价格假设：我们假设 2010 年普通硝酸铵和多孔硝酸铵不含税均价 1564 元/吨和 1821 元/吨；

CDM 净利润假设：我们假设未来 3 年 CDM 项目净利润稳定在 3500 万元；

所得税率假设：未来 3 年，公司都执行 15% 的所得税率。

其他假设我们列于表 8 和表 9。

表 8：关键假设

	2009E	2010E	2011E
产销量假设（万吨）			
普通硝酸铵	28	33	35
多孔硝酸铵	15	20	27
硝基复合肥	4	6	8
浓硝酸	4	6	8
价格假设（元/吨，不含税）			
普通硝酸铵	1496	1564	1581
多孔硝酸铵	1667	1821	1838
硝基复合肥	1500	1550	1550
浓硝酸	1581	1624	1624
成本假设（元/吨）			
普通硝酸铵	1050	1080	1100
多孔硝酸铵	1120	1150	1170
硝基复合肥	1318	1366	1366
浓硝酸	1200	1200	1200
毛利率			
普通硝酸铵	29.80%	30.95%	30.43%
多孔硝酸铵	32.80%	36.83%	36.33%
硝基复合肥	12.13%	11.88%	11.88%
浓硝酸	24.11%	26.11%	26.11%

资料来源：长江证券研究部

表 9：其他业务收入和成本假设

单位：万元	2009E	2010E	2011E
其他业务收入	20136	22150	24365
其他业务成本	18727	20378	22172
毛利率	7.00%	8.00%	9.00%

资料来源：长江证券研究部

首次评级为“买入”

在上述假设的基础上，我们估计，公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.28 元、0.58 元和 0.70

元。

我们认为，作为国内市场份额最大的硝酸铵生产企业，公司对下游民爆行业具有一定的议价能力，并且存在资产注入预期，因此，我们给与公司 2010 年 30 倍市盈率，目标价 17.40 元。公司目前股价 10.80 元，距离目标价尚有 60%左右的上涨空间，因此给与“买入”评级。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	836	950	1282	1544
营业成本	516	720	932	1115
毛利	319	230	350	429
% 营业收入	38.2%	24.2%	27.3%	27.8%
营业税金及附加	7	8	10	12
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	7	8	10	12
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	67	71	77	93
% 营业收入	8.0%	7.5%	6.0%	6.0%
财务费用	11	14	17	17
% 营业收入	1.3%	1.5%	1.3%	1.1%
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	203	109	210	264
% 营业收入	24.2%	11.4%	16.4%	17.1%
营业外收支	-6	0	35	35
利润总额	197	109	245	299
% 营业收入	23.6%	11.4%	19.1%	19.4%
所得税费用	30	17	30	39
净利润	167	92	215	260
归属于母公司所有者的净利润	166.1	91.6	214.6	259.6
少数股东损益	1	0	0	0
EPS（元/股）	0.46	0.26	0.60	0.72
现金流量表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流净额	191	202	284	349
取得投资收益	0	0	0	0
收回现金				
长期股权投资	1	0	0	0
无形资产投资	37	0	0	0
固定资产投资	0	-200	-140	-98
其他	-93	0	0	0
投资活动现金流净额	-55	-200	-140	-98
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-38	46	6	-44
筹资成本	-11	-14	-17	-17
其他	-24	0	0	0
筹资活动现金流净额	-73	32	-11	-61
现金净流量	63	34	133	190

资料来源：长江证券研究所

资产负债表（百万元）				
	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	346	380	513	703
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	30	38	51	62
存货	86	50	65	78
预付账款	132	180	233	279
其他流动资产	39	41	48	53
流动资产合计	633	689	910	1175
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	664	676	685	683
无形资产	37	35	33	32
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	4	4	4	4
其他非流动资产	10	128	180	194
资产总计	1350	1533	1813	2088
短期贷款	167	133	83	0
应付款项	37	50	65	78
预收账款	12	31	57	88
应付职工薪酬	6	9	12	14
应交税费	29	38	51	62
其他流动负债	70	71	74	76
流动负债合计	322	333	343	318
长期借款	55	135	191	230
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	23	23	23	23
负债合计	400	491	557	572
归属于母公司	950	1042	1256	1516
所有者权益				
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	950	1042	1256	1516
负债及股东权益	1350	1533	1813	2088
基本指标				
	2008A	2009E	2010E	2011E
EPS	0.463	0.256	0.599	0.724
BVPS	2.65	2.91	3.51	4.23
PE	23.30	42.23	18.04	14.91
PEG	1.48	2.68	1.14	0.94
PB	4.07	3.72	3.08	2.55
EV/EBITDA	17.56	19.22	11.81	9.21
ROE	17.6%	8.8%	17.1%	17.1%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。