

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学制品

兴化股份 (002109)
推荐

2011年7月25日

兴化股份—内生性增长迎来景气提升

证券分析师:	吴琳琳	0755-82130615	wulinl@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120067
证券分析师:	刘旭明	010-66025272	liuxum@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070001
证券分析师:	张栋梁	0755-82130532	zhangdl@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120013

事项:

硝铵产品价格自4月份以来出现大幅上涨,普通硝铵产品价格从4月份的1900元/吨上涨至7月份的2500元/吨,价格上涨幅度达到31.58%,当前市场最高报价已经达到2800元/吨。

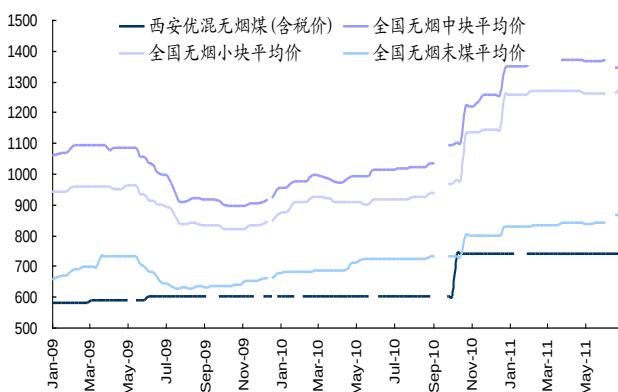
评论:

■ 硝铵涨价原因: 煤价上涨是长期驱动力、尿素价格大涨是短期刺激因素、下游需求是保障

今年以来,国内煤炭价格持续走高,其中主要用于合成氨生产的无烟煤块煤,1-7月份,全国平均价格涨幅在8%-12%之间,价格达到1400元/吨。国内煤炭价格居高不下,合成氨成本得到支撑,目前市场上合成氨的价格高达3300元/吨,因使用原料不同,成本在1700-2900元/吨。上游原料价格持续上涨成为支撑合成氨及下游硝铵产品价格上涨的重要驱动因素。

图1: 国内无烟煤价格走势

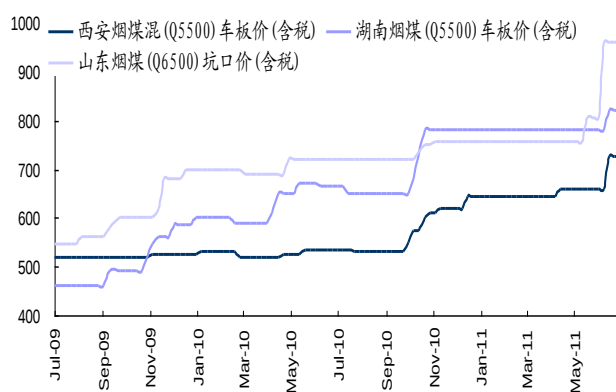
单位: 元/吨



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 国内烟煤价格

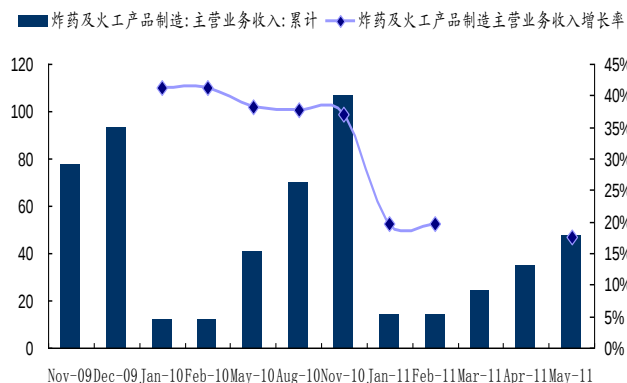
单位: 元/吨



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

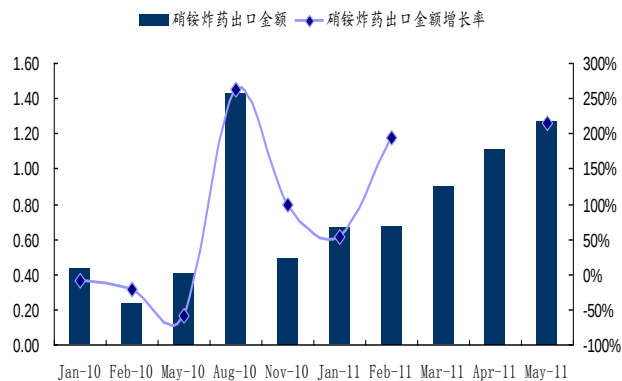
在国内能源需求及基础设施建设的带动下,国内下游炸药行业需求向好,2季度进入生产旺季,对硝铵需求大大增加,目前,硝铵需求仍处于供不应求的局面。

图 3: 国内炸药及火工产品制造收入及增长率 单位: 十亿元



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

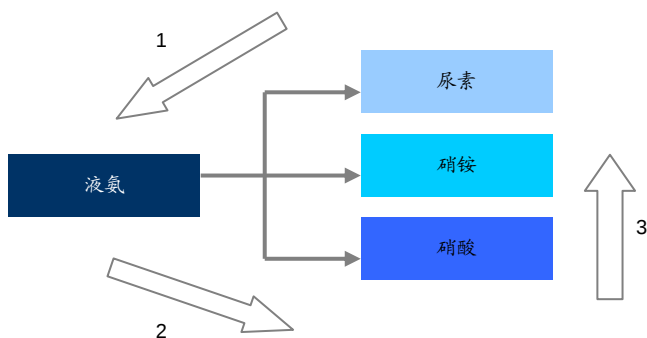
图 4: 硝铵炸药出口金额及增长率 单位: 百万美元



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

由于尿素、硝铵和硝酸三种产品都是由合成氨反应制得，三者之间生产和价格是具有联动性的。由于去年出口较多，开工受到多种因素限制，年初淡季库存较低，在 4 月下旬农民开始集中施肥，尿素价格出现大幅上涨，从 1900 元/吨，上涨至 2300 元/吨，导致合成氨供应紧张，分流了联产硝铵的产能，导致供应紧张，价格出现上涨。

图 5: 产业链上的联动产品



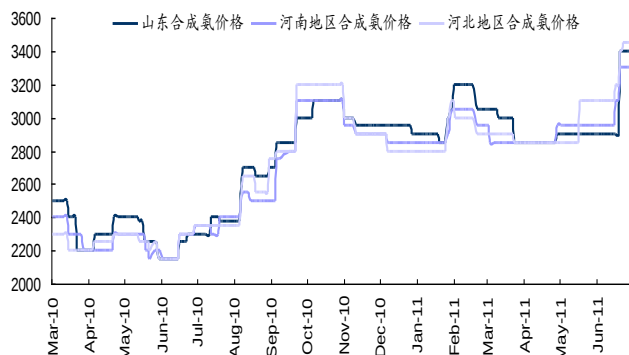
数据来源: 氮肥行业协会, 国信证券经济研究所整理

普通硝铵产品价格从年初的 1700 元/吨上涨至 2500 元/吨，涨幅达到 47.06%。4 月份以后，随着炸药生产开工率的提高，硝铵价格出现了加速上涨的势态，价格从 1900 元/吨上涨至 2500 元/吨，价格涨幅达到 31.58%。当前，市场最高报价已经达到 2800 元/吨。

随着国内施肥旺季的结束，供应恢复、出口受阻，尿素价格有望回调，预计硝铵价格会略有回调，但是在下游旺盛需求的带动下，我们认为 3 季度价格有望维持在 2400 元/吨，4 季度有望回落至 2200-2400 元/吨。

图 6: 国内合成氨价格

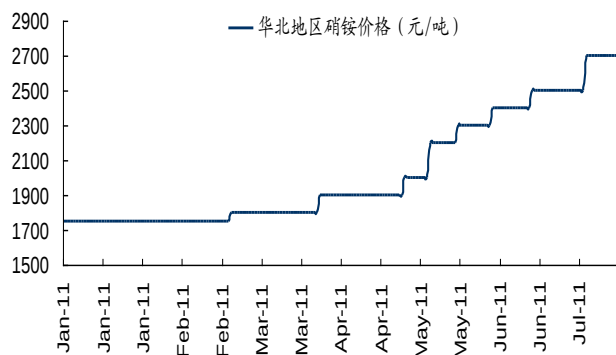
单位: 元/吨



资料来源: 百川资讯网, 国信证券经济研究所整理

图 7: 国内华北地区硝铵散装价格

单位: 元/吨



资料来源: 百川资讯网, 国信证券经济研究所整理

■ 近两年, 国内工业硝铵新增产能有限, 开工率提高有助于提升行业景气

2010 年, 硝铵总产能为 600 万吨, 其中工业硝铵生产能力 350 万吨, 产量为 270 万吨, 产能利用率达到 77.14%。

由于经历了 09、10 年的行业低谷, 导致 11、12 年硝铵新增产能有限。根据行业内统计, 11 年下半年有 20-30 万吨的产能投放市场, 但是新产能投产一般需要半年时间才能达到正常的运行和合格的产品质量, 因此下半年新增产能对市场影响有限。

经过大量资料检索, 根据行业内各个硝铵企业的规划统计, 未来 2-3 年内, 规划新增硝铵产能在 147 万吨, 新的产能建设规划基本上是 11 年制定, 如果按照计划实施, 新增产能至少要在 2-3 年后投放市场。

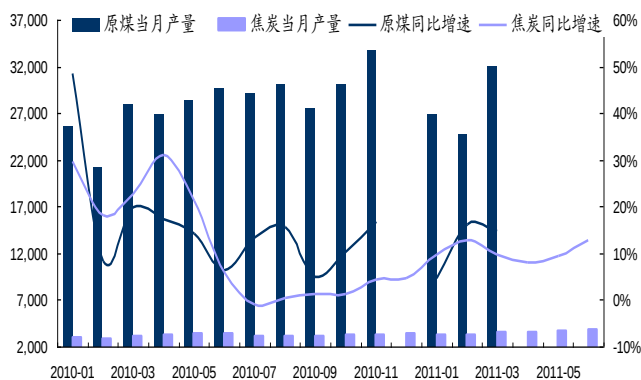
■ 资源品价格上涨、能源需求爆炸以及水利等基础设施建设加速, 将保证工业硝铵年需求增长在 10%以上

硝铵行业周期与经济周期呈正向联动关系。当国民经济呈现快速发展势头时, 基础设施建设投资力度加大、能源需求上升, 对硝铵的需求上升, 反之, 当国民经济停顿不前, 基建投资萎缩、需求下降, 硝铵的需求下降。近年来, 国民经济持续高速增长, 硝铵的市场需求也以年均不低于 10% 的速度快速增长。

能源需求提升以及西部基础设施建设加速将拉动国内炸药原料工业硝铵需求的持续增长。一方面: 经济向好背景下, 资源、能源需求爆炸所带来的资源品价格上涨将是长期趋势, 在下游行业处于景气向上周期中, 国内煤炭、有色、铁矿石等矿产开采力度将持续增大, 从而带动硝铵的需求; 另一方面, 国内农田水利投资加大, 西部基础设施建设加速、交通水电建设稳步发展都将有利于国内硝铵需求的提升。

图 8: 国内煤炭单月产量

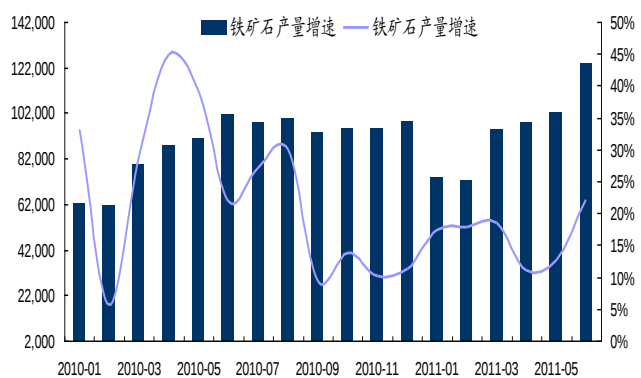
单位: 万吨



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 国内铁矿石单月产量

单位: 万吨



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

■ 行业景气度有望提升, 成本支撑价格高位

近两年, 硝酸新增产能供给有限, 行业开工率将进一步提高, 有利于提升行业的景气度; 成本支撑, 价格有望维持高位。按照今明两年硝酸行业需求 10% 的复合增长率计算, 2011、2012 年工业硝酸的需求将达到 297 万吨和 327 万吨。谨慎的估计 12 年国内工业硝酸产能增长达到 410 万吨, 产能增长 17.14%, 需求增长 10%, 表观行业开工率将由 77.14% 提高到 79.76%, 行业景气度有望进一步提升。我们预计明年硝酸平均价格有望维持在 2300 元/吨。

■ 兴化股份业绩弹性最大, 气头优势凸显, 是行业景气的最大受益者

在三个硝酸上市公司中, 兴化股份是每股硝酸产能及业绩弹性最大的企业, 公司每千股对应 2.23 吨产能, 远高于柳化股份的每千股 0.88 吨和联合化工每千股的 0.76 吨产能; 硝酸价格每上涨 100 元(含税), 兴化股份业绩提升 0.104 元, 而柳化股份和联合化工分别为 0.055 元和 0.048 元。在行业景气上升的周期中, 兴化股份受益最为明显。

在煤炭价格上涨的背景下, 气头成本优势凸显, 公司作为最大的气头合成氨企业, 短期受益最大。

表 1: 上市硝酸三公司每股对于产能, 及产品涨价业绩弹性

公司	产能(万吨)	总股本(万股)	每千股对应产能(吨/千股)	产品每上涨 100 元, 对应业绩增厚
兴化股份	80	35840	2.23	0.104
柳化股份	35	39934.75	0.88	0.055
联合化工	17	22298.4	0.76	0.048

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 前段合成氨瓶颈突破在即, 产销规模提升伴随成本下降助推公司明年业绩大幅增长

与市场分析不同, 除了受益于行业景气度提升, 公司自身内生性增长强劲, 这才是我们看好公司的最核心的理由。

1、集团合成氨项目投产, 公司产能利用率将进一步提升。

公司现有硝酸产能达到 80 万吨, 合成氨产能仅 23 万吨, 假设全部生产硝酸只能支撑 63.3% 的开工率, 实际上还没有硝酸和硝基复合肥的产能, 实际开工率更低。由于周边合成氨企业较少, 只能少量外购缓解合成氨不足的问题, 公司 10 年年报规划 11 年公司产量 55-60 万吨, 为完成该计划仍需要外购合成氨 3-4 万吨。

硝酸的盈利相对于硝酸盈利更高, 我们预计集团合成氨供给之后, 公司将优先保证硝酸的生产, 预计硝酸和硝基复合肥产量维持, 硝酸增长为 26.32% 增幅。

集团公司延长石油在建的 30 万吨合成氨、30 万吨甲醇、30 万吨纯碱、32.4 万吨氯化铵预计 9 月份试车，液氨可以通过管道输送给股份公司。集团煤化工项目采用德士古煤造气技术，可以采用廉价的烟煤作为原料，具有很强的成本优势。如果集团合成气优先供给硝铵生产，公司硝铵产能利用率可进一步提升近 100%。

2、集团供给合成氨，成本进一步降低

集团将液氨通过管道直接输送给股份公司，不仅可以节省液氨的运输费用，保障原料供给，同时还有助于帮助集团的合成氨装置满负荷生产，在财务上有助于降低生产成本，因此，我们预计集团供给股份公司的液氨价格将低于市场价格。目前，公司需要外购 3-4 万吨合成，合成氨价格当前在 3300 元/吨。我们暂且假设集团供给上市公司的液氨价格为 2500 元-2600 元/吨。替代原来外购 4 万吨合成氨，将降低成本 2735 万元，增加净利润 2313 万元，增厚业绩 0.065 元。

■ 给予“推荐”的投资评级

公司是国内工业硝铵产能最大的企业，目前，拥有 80 万吨硝铵、60 万吨稀硝酸、10 万吨浓硝酸、30 万吨硝基复合肥以及 500 吨羟基铁粉的生产能力。公司拥有完整的产业链布局，并采用国际首个最先进的 K-T 生产工艺，及控制系统，技术优势明显。公司地处西部区域，原料采购和靠近下游消费市场，区域优势明显。

结合前面的分析，预计公司下半年业绩将大幅好于上半年：1、集团 30 万吨合成氨项目建成后，液氨可以通过管道直接供给股份公司，原料瓶颈突破，原料成本有望降低；2、2 季度，普通硝铵产品价格逐步从 1900 元上涨至 2500 元，平均价格在 2150 元/吨，预计三季度硝铵价格可以维持在 2400 元/吨，3 季度硝铵价格比二季度提高 450 元/吨；四季度如果硝铵产品略有波动，我们认为 2200-2400 元/吨的价格是合理的，4 季度比 1 季度价格高出 400 元/吨-600 元/吨；3、根据公司公告，受限气影响，公司硝铵产品产量受到影响，如果四季度集团合成气能够供应给上市公司，公司硝铵产品产量有可能放大。预计 2011 年，公司业绩能够达到 0.61 元，上述盈利假设基于集团供给合成氨 1.5 万吨，如果今年集团项目不能如期投产，集团供给为 0，根据我们的模型预计公司 11 年业绩为 0.58 元。

综合考虑集团的合成氨生产情况和硝铵的市场情况，我们谨慎预测公司明年的硝铵生量达到 70 万吨，同比增长 22.81%，集团合成氨既能带来公司开工率提高，也能替代原有外购高价合成氨降低成本。而 2012 年的平均价格我们预计比 2011 年价格仅上涨 1.59%。此外，公司 10 年年报中提到，11 年公司将实施 8 万吨硝酸钠/亚硝酸钠项目来调整产品结构，如果明年能技改完成，也将产生部分新增效益。预计公司 12 年业绩为 0.84 元，上述业绩假设基于集团供给合成氨 10.62 万吨，如果集团供给合成氨低于这一数字为 5 万吨，根据我们的模型预计公司 12 年业绩为 0.76 元。

2011 年，公司既享受行业景气，又享受规模提升；2012 年，公司的增长主要来自于内生性增长，集团合成氨供给之后产生大量的关联交易，如何解决，值得关注。可以给予公司 12 年 18 倍 PE，维持“推荐”的投资评级。

图 10: 国内亚硝酸钠产品价格



数据来源：氮肥行业协会，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。