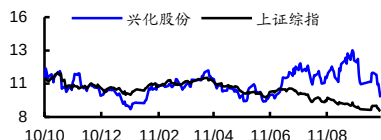


证券研究报告—动态报告
基础化工
化学制品
兴化股份(002109)
推荐
3 季报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	358.4/358.4
总市值 (百万元)	3,433.5/3,433.5
沪深 300/深圳成指	2,317.28/9,697.21
12 个月最高/最低 (元)	13.38/8.62

相关研究报告:

《兴华股份-002109-合成氨瓶颈突破在即, 迎来经营和业绩拐点》——2011-8-17

《兴化股份-002109-内生性增长迎来景气提升》——2011-7-25

证券分析师: 吴琳琳

电话: 0755-82130615

E-mail: 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

电话: 010-66025272

E-mail: 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

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120013

独立性声明:

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。

季报点评

原料瓶颈突破在即, 公司内生性增长强劲

●前 3 季度业绩同比增长 95%, EPS0.37 元

前 3 季度, 公司实现收入 9.84 亿元, 同比增长 37.91%; 实现净利润 1.31 亿元, 同比增长 94.13%; EPS0.37 元。第 3 季度单季度, 公司实现收入 3.74 亿元, 同比增长 58.46%; 实现净利润 0.57 亿元, 同比增长 300.93%; EPS0.16 元。公司收入和利润大幅提升主要归功于公司主导产品硝酸铵价格持续上涨。

●硝酸铵价格支撑有底线, 公司气头成本优势凸显

硝酸铵行业景气高位, 市场对价格回落的担忧直接反应在了对公司明年的估值上。我们认为硝酸铵行业上游原材料煤炭价格大幅回落的可能性很小, 有行业原材料成本的支撑; 再加上行业新增产能有限, 供需面良好作为保障, 12 年, 硝酸铵产品均价有望维持在 2300 元/吨以上。天然气是清洁能源, 其应用定位于居民生活用燃料, 价格波动关系国计民生, 其价格上涨势必滞后且弱于煤价上涨。在煤炭价格上涨的背景下, 兴化股份气头成本优势得以凸显。

●集团合成氨月底投产, 原料瓶颈突破在即

集团 30 万吨合成氨项目 10 月底投产, 届时, 集团将拥有总氨醇 60 万吨的生产能力。如果集团合成气优先保证公司硝酸铵生产, 4 季度, 公司硝酸铵产能利用率有望从 75%提升至 100%; 集团煤化工采用先进的德士古煤造气技术, 可以采用廉价的烟煤作为原料, 具有很强的成本优势。在供需双赢的合作基础上, 集团合成氨价格有望低于市场到厂价, 有助于公司降低原料成本, 提升产品盈利能力。集团合成氨供给之后产生大量关联交易, 值得关注。

●风险提示

经济增长低于预期导致硝酸铵下游炸药行业需求增速放缓。

●给予“推荐”评级

假设硝酸 11、12 年含税均价为 2264 元/吨和 2300 元/吨, 预计公司 2011、2012 年业绩分别为 0.58 元和 0.84 元, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

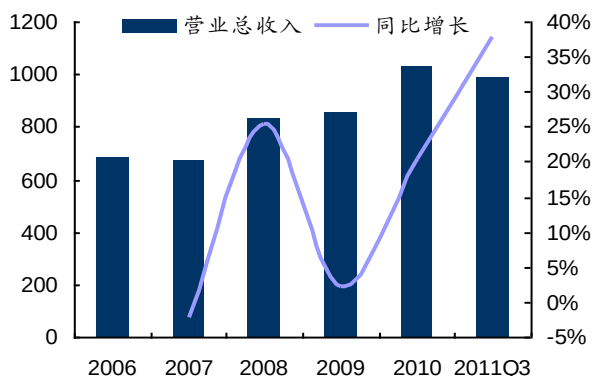
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	854.38	1,028.82	1,520.05	1,860.82	2,288.81
(+/-%)	2.25%	20.42%	47.75%	22.42%	23.00%
净利润(百万元)	90.49	95.72	206.72	299.28	363.26
(+/-%)	-45.52%	5.78%	115.96%	44.77%	21.38%
每股收益 (元)	0.25	0.27	0.58	0.84	1.01
EBIT Margin	14.60%	12.19%	16.94%	19.79%	19.30%
净资产收益率 (ROE)	8.92%	8.83%	17.26%	21.97%	23.26%
市盈率 (PE)	37.94	35.87	19.83	13.70	11.29
EV/EBITDA	21.00	19.33	13.12	9.97	8.66
市净率 (PB)	3.39	3.17	3.42	3.01	2.62

量价齐升，公司前3季度业绩同比大幅增长95%

前3季度，公司实现收入9.84亿元，同比增长37.91%；实现净利润1.31亿元，同比增长94.13%；EPS0.37元。第3季度单季度，公司实现收入3.74亿元，同比增长58.46%；实现净利润0.57亿元，同比增长300.93%；EPS0.16元。

图1：公司主营业务收入及同比增长率

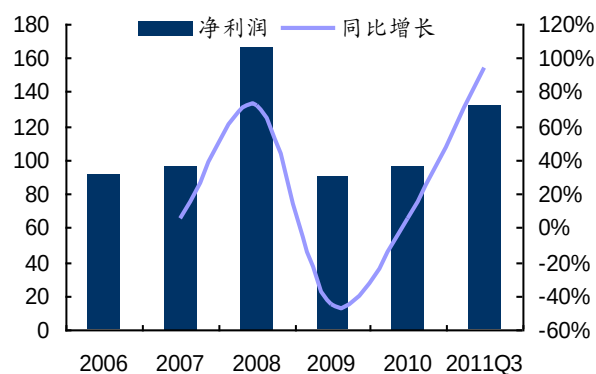
单位：百万元，%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司净利润及增长率

单位：百万元，%

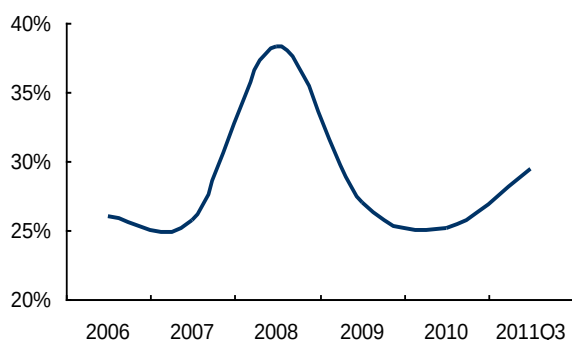


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

前3季度，公司综合毛利率高达29.41%，比去年同期高出4.6个百分点，公司费用率控制得当，期间费用率减少0.56个百分点至12.78%，但伴随着销售收入的大幅增加，期间费用同比大幅上涨32.07%，其中增长幅度最大的是销售费用，同比增长49.19%。

图3：公司产品综合毛利率

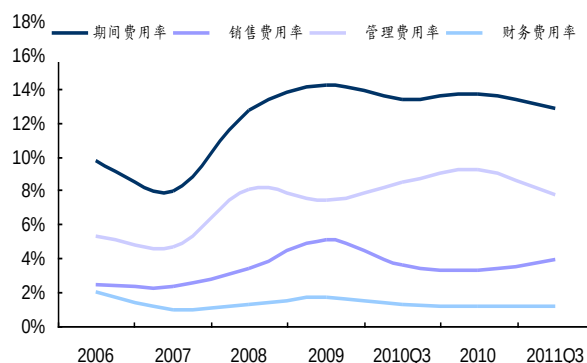
单位：%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司历年各项费用率

单位：%

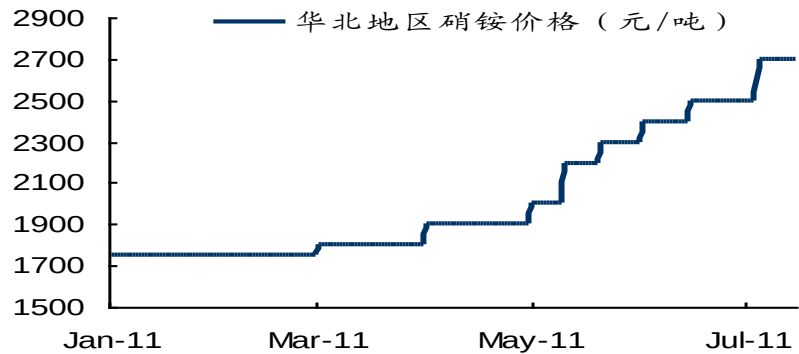


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司收入和利润大幅提升，主要归功于公司主导产品硝酸铵价格的持续增长。10年，公司普通硝酸铵均价为1629元/吨（不含税），多孔硝酸铵均价为1817元/吨（不含税）。11年，在行业成本不断抬升，供需面良好的支撑下，普通硝酸铵产品价格持续上涨，从年初的1700元/吨上涨至2800元/吨，涨幅达到64.71%。普通硝酸铵当前价格维持在2393元/吨（不含税），比10年均价高出700元/吨。

图 5: 硝酸产品价格走势

单位: 元/吨



数据来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

硝酸价格支撑有底线, 气头成本优势凸显

今年 2 季度以来, 硝酸价格持续上涨, 特别是 3 季度行业景气超市场预期。2 季度, 硝酸价格上涨 700 元/吨至 2600 元/吨, 涨幅达 36.84%, 进入 3 季度, 硝酸产品价格上涨速度略微放缓, 从 2600 元/吨上涨至 2800 元/吨, 上涨幅度为 7.69%。

到目前的节点, 硝酸行业景气高位, 市场对价格回落的担忧直接反应在了公司明年的估值上。我们认为硝酸行业上游原材料煤炭价格大幅回落的可能性很小, 有行业原材料成本的支撑; 再加上行业新增产能有限, 供需面良好作为保障, 12 年, 硝酸产品均价有望维持在 2300 元/吨以上。

从煤炭和天然气这两种资源品定位来看, 煤炭主要用于工业、电力等领域, 在国家大力提倡节能减排的大背景下, 煤炭价格已经实现了市场化, 而天然气这种清洁能源, 其应用领域定位于居民生活燃料, 价格波动关系国计民生, 其价格上涨势必滞后且弱于煤价上涨。在这种背景下, 兴化股份的气头成本优势得以凸显。

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	39935	0.88	0.055
联合化工	17	22298	0.76	0.048

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

原料瓶颈突破在即, 公司内生性增长强劲

1、集团合成氨项目即将投产, 公司产能利用率将进一步提升。

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 10 月底投产, 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酸生产, 公司硝酸产能利用率可进一步提升近 100%。

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, 实际上还有硝酸和硝基复合肥的产能, 自给原料支撑开工

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。

硝铵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，公司将优先保证硝铵的生产，预计硝酸和硝基复合肥产量维持，硝铵增长为26.32%增幅。

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，不仅可以节省公司液氨的运输费用，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，在财务上有助于集团降低生产成本，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3100元/吨左右。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1734万元，增厚业绩0.048元。

维持“推荐”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吨羧基铁粉的生产能力。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。

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%，集团合成氨的供给既能保证公司开工率提高，也能替代原有外购高价合成氨以降低成本。2012年，我们预计硝铵的均价比2011年均价仅上涨1.59%至2300元/吨。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。

综合上述谨慎假设，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。

核心判断的主要风险

1、经济增长低于预期导致硝铵下游炸药行业需求增速放缓。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	370	507	700	932	营业收入	1029	1520	1861	2289
应收款项	85	125	153	188	营业成本	771	1097	1303	1618
存货净额	44	63	76	96	营业税金及附加	5	7	9	11
其他流动资产	51	76	93	114	销售费用	33	48	56	64
流动资产合计	550	771	1022	1330	管理费用	95	110	125	154
固定资产	993	946	894	838	财务费用	12	14	16	13
无形资产及其他	40	40	39	38	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	4	4	4	4	资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
长期股权投资	1	1	1	1	其他收入	0	0	0	0
资产合计	1588	1761	1959	2211	营业利润	111	243	353	428
短期借款及交易性金融负债	295	300	300	300	营业外净收支	2	2	2	2
应付款项	69	110	133	167	利润总额	113	245	354	430
其他流动负债	45	58	69	87	所得税费用	17	38	55	67
流动负债合计	409	469	502	554	少数股东权益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	75	75	75	75	归属于母公司净利润	96	207	299	363
其他长期负债	20	20	20	20					
长期负债合计	95	95	95	95	现金流量表 (百万元)				
负债合计	504	564	597	649		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	96	207	299	363
股东权益	1084	1198	1362	1562	资产减值准备	2	(0)	(0)	(0)
资产负债表 (百万元)	1588	1761	1959	2211	折旧摊销	69	98	103	107
					公允价值变动	2	0	0	0
					财务费用	12	14	16	13
					营运资本变动	1	(30)	(24)	(25)
					其他	(2)	0	0	0
					经营活动现金流	167	275	378	445
					资本开支	(206)	(50)	(50)	(50)
					其他投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(206)	(50)	(50)	(50)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(40)	0	0	0
					支付股利、利息	(47)	(93)	(135)	(163)
					其它融资现金流	190	5	0	0
					融资活动现金流	16	(88)	(135)	(163)
					现金净变动	(23)	137	193	232
					货币资金的期初余额	393	370	507	700
					货币资金的期末余额	370	507	700	932
					企业自由现金流	(30)	236	340	405
					权益自由现金流	119	229	327	394

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.27	0.58	0.84	1.01
每股红利	0.13	0.26	0.38	0.46
每股净资产	3.02	3.34	3.80	4.36
ROIC	8%	15%	22%	27%
ROE	9%	17%	22%	23%
毛利率	25%	28%	30%	29%
EBIT Margin	12%	17%	20%	19%
EBITDA Margin	19%	23%	25%	24%
收入增长	20%	48%	22%	23%
净利润增长	6%	116%	45%	21%
资产负债率	32%	32%	30%	29%
息率	1.1%	2.3%	3.3%	4.0%
P/E	42.8	19.8	13.7	11.3
P/B	3.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	23.7	13.1	10.0	8.7

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

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 颢	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432			区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
电力设备与新能源		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
杨敬梅	021-60933160	传媒		有色金属	
张 弢	010-88005311	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		刘 明	010-88005319	龙 飞	
谢达成	021-60933161	非银行金融		通信	
		邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304	钟 潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741
		孙 伟	010- 66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn