

评级：强烈推荐

化工原材料

公司点评报告

第一创业研究所

王皓宇 S1080209110061

联系人：张伟保

电话：0755-82485029

邮件：zhangweibao@fcsc.cn

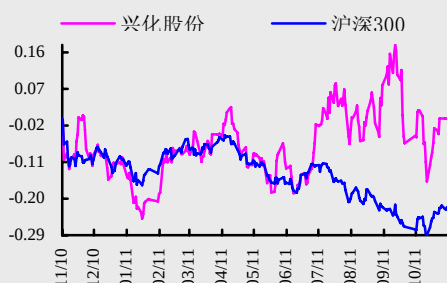
交易数据

52 周内股价区间 (元)	8.51-14.1
总市值 (百万元)	3,433.47
流通股本 (百万股)	358.40
流通股比率 (%)	100.0%

资产负债表摘要(09/10)

股东权益(百万元)	1,083.86
每股净资产	3.02
市净率	3.17
资产负债率	31.8%

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

2011-07-18-《硝酸铵行情渐起，公司彰显龙头地位》-深度报告

2011-08-17-《公司业绩稳步增长，三季度值得期待》-点评报告

2011-10-24-《三季度业绩大幅增长，四季度依然看好硝酸铵》-点评报告

2011-11-10-《非公开增发解决原料供应瓶颈》-点评报告

兴化股份 (002109)

——非公开增发解决原料供应瓶颈

事件：兴化股份发布非公开发行 A 股股票预案，公告称拟非公开发行不超过 1.35 亿股股票，发行价格不低于 9.75 元/股，此次发行对象包括公司实际控制人陕西延长石油（集团）有限责任公司、符合中国证监会规定的证券投资基金管理公司、证券公司、信托公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者以及其他机构投资者、自然人等，其中上市公司实际控制人延长集团认购 20%。

募集资金主要用于：（1）一期硝酸铵迁改工程；（2）年产 2x27 万吨硝酸工程；（3）年产 13 万吨合成氨扩改工程；（4）年产 500 吨羰基铁粉装置迁、扩建工程；（5）购买兴化集团三大车间资产项目。

点评

- **募投项目将解决公司硝酸铵原料供应瓶颈。**公司本次募集资金主要用于合成氨和硝酸铵的扩建，以及硝酸铵的改迁。这主要是因为公司受制于原料合成氨供应不足，硝酸铵开工率仅能达到 75%，不能够充分享受行业景气带来的利好，该募投项目投产后将解决公司硝酸铵原料供应瓶颈，并完全替代外购合成氨，实现 100% 开工率。上述三个项目投产之后，预计将来能为公司带来 12.38 亿元营业收入增长，实现净利润 1.53 亿元，增厚 EPS0.31 元。
- **收购集团资产避免了关联交易，消除了市场对公司利润转移的担忧。**公司拟使用本次发行募集资金中的 4,800 万元向公司控股股东兴化集团购买其所拥有的水汽车间、电力车间、仪表车间的资产。2010 年度、2009 年度该等关联交易涉及的金额分别为 9,909.06 万元和 6,633.04 万元，占当年度营业成本的比例分别为 12.86% 和 10.64%。公司收购三大车间资产后将大幅减少公司与兴化集团的关联交易，进一步增加上市公司独立性，同时也消除了市场对上市公司通过关联交易向集团利润输送的担忧。
- **羰基铁粉项目对公司贡献较小。**羰基铁粉被广泛应用于航天、航空、国防、化工、原子能、电工、电子、磁性材料、屏蔽材料、微波通讯、无线电通讯、导航、定位、雷达、卫星地面接收站等领域，市场需求空间广阔。公司目前的羰基铁粉产能仅



为 200 吨/年，已不能满足日益增大的市场需求，此次扩建 500 吨将体现出公司的规模优势，降低生产成本。预计项目投产后。可实现年销售收入 4,500 万元，年均税后净利润 700 万元，增厚 EPS0.014 元，对公司业绩贡献相对较小。

- **维持“强烈推荐”评级。**我们继续维持之前的盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.56 元、0.75 元、和 0.98 元，按照增发 1.35 亿之后摊薄为 0.40 元、0.54 元和 0.71 元，按照最新股价 9.58 元，摊薄前对应的 PE 分别为 18 倍、13 倍和 10 倍。由于进入四季度以来大多化工产品价格出现大幅下跌，市场担心硝酸铵价格也会大幅回调，导致前期出现非理性下跌，且跌幅较大。目前硝酸铵价格仍维持在高位，逐渐消除市场的担心。我们认为公司目前估值远低于同类型公司柳化股份的 40 倍和联合化工的 25 倍估值，且估值相对较低，继续维持“强烈推荐”评级。

表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	85,438	102,882	145,695	189,404	238,649
同比 (%)	2.3%	20.4%	41.6%	30.0%	26.0%
营业毛利	23,074	25,820	43,719	56,426	70,673
同比 (%)	-27.8%	11.9%	69.3%	29.1%	25.2%
归属母公司净利润	9,049	9,572	19,972	26,988	35,159
同比 (%)	-45.5%	5.8%	108.6%	35.1%	30.3%
总股本 (万股)	35,840.0	35,840.0	35,840.0	35,840.0	35,840.0
每股收益 (元)	0.25	0.27	0.56	0.75	0.98
ROE	8.9%	8.8%	15.9%	17.7%	18.7%
P/E (倍)	37.9	35.9	17.2	12.7	9.8

数据来源：公司公告、第一创业研究所

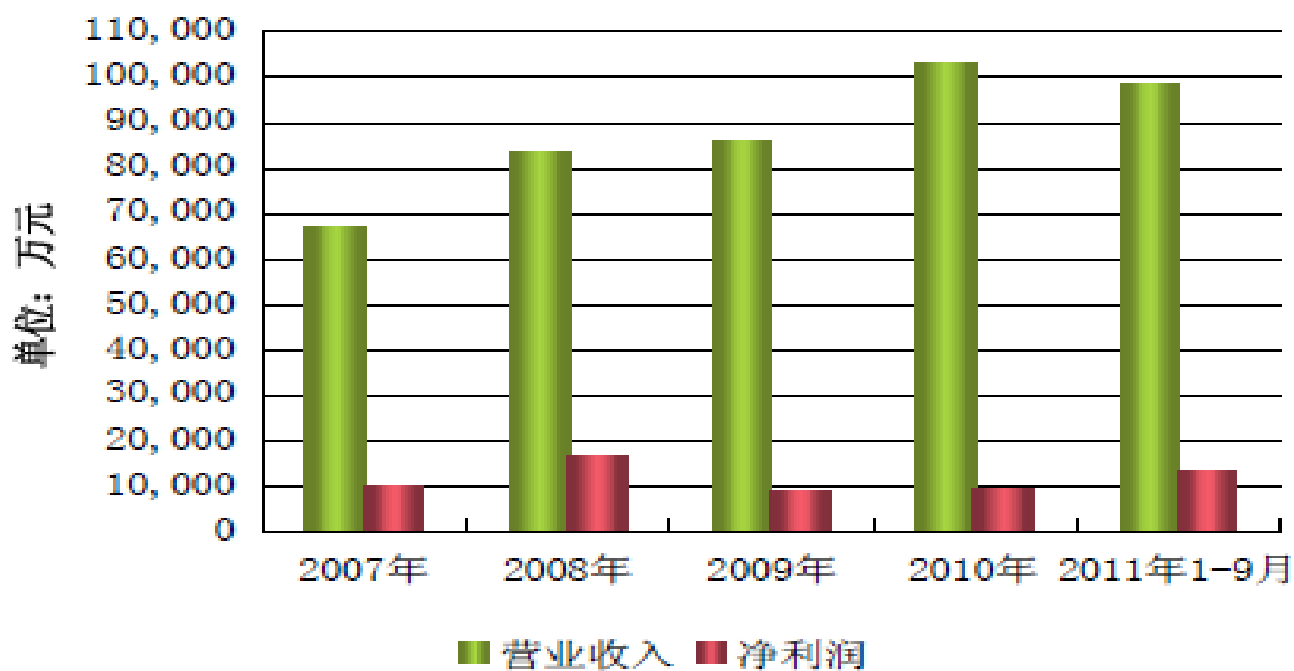
图一，公司 2007 年-2011 年 9 月份硝酸铵产量（单位：元/吨）





数据来源：公司公告、第一创业研究所

图二，公司 2007 年-2011 年 9 月份营业收入和净利润情况（单位：万元）



数据来源：公司公告、第一创业研究所



兴化股份盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	549.9	796.9	1,221.7	1,727.7	一、营业收入	1,028.8	1,457.0	1,894.0	2,386.5
货币资金	369.7	334.6	608.6	959.6	减: 营业成本	770.6	1,019.8	1,329.8	1,679.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	4.8	11.6	15.4	19.3
应收款项	84.1	201.8	275.4	349.0	销售费用	33.2	63.0	98.9	124.6
预付款项	24.9	66.0	96.5	125.2	管理费用	95.0	115.4	132.7	150.0
存货	44.2	153.3	200.1	252.8	财务费用	12.2	12.8	3.9	3.4
其他流动资产	26.9	41.1	41.1	41.1	资产减值损失	1.7	1.1	1.7	1.7
非流动资产	1,038.2	970.8	881.3	791.8	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	0.6	0.6	0.6	0.6	投资收益	0.0	0.0	0.2	0.2
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.2	0.2
固定资产	941.0	889.3	798.6	707.9	二、营业利润	111.1	233.3	311.8	407.8
在建工程	52.4	37.4	38.6	39.8	加: 营业外收入	4.6	5.9	6.1	6.2
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	2.6	3.3	0.4	0.4
无形及递延性资产	40.3	39.6	39.6	39.6	三、利润总额	113.2	235.9	317.5	413.6
其它非流动资产	4.0	3.9	3.9	3.9	减: 所得税费用	17.5	36.2	47.6	62.0
资产总计	1,588.1	1,767.7	2,103.1	2,519.6	四、净利润	95.7	199.7	269.9	351.6
流动负债	409.0	435.9	501.4	566.3	归属母公司净利润	95.7	199.7	269.9	351.6
短期借款	295.0	200.0	200.0	200.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	68.9	100.1	130.4	165.7	五、总股本(百万股)	358.4	358.4	358.4	358.4
预收帐款	27.2	85.5	124.3	159.7	EPS (元)	0.27	0.56	0.75	0.98
其它流动负债	18.0	50.3	46.6	40.8					
非流动负债	95.2	74.1	74.1	74.1	主要财务比率				
长期借款	75.0	55.0	55.0	55.0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
专项及预计负债	4.5	4.5	4.5	4.5	成长能力				
其它非流动负债	15.7	14.6	14.6	14.6	营业收入	20.4%	41.6%	30.0%	26.0%
负债合计	504.3	510.0	575.5	640.4	营业毛利	11.9%	69.3%	29.1%	25.2%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	主业盈利	4.9%	97.6%	28.4%	30.1%
股本	358.4	358.4	358.4	358.4	母公司净利	5.8%	108.6%	35.1%	30.3%
资本公积与其它	302.2	321.2	321.2	321.2	获利能力				
留存收益	423.3	578.1	847.9	1,199.5	毛利率	25.1%	30.0%	29.8%	29.6%
股东权益合计	1,083.9	1,257.7	1,527.6	1,879.2	主业盈利/收入	12.2%	17.0%	16.7%	17.3%
负债和股东权益	1,588.1	1,767.7	2,103.1	2,519.6	ROS	9.3%	13.7%	14.2%	14.7%
					ROE	8.8%	15.9%	17.7%	18.7%
					ROIC	6.6%	13.2%	15.1%	16.4%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元					资产负债率	31.8%	28.9%	27.4%	25.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	利息保障倍数	7.8	15.6	70.0	101.9
经营活动现金流	103.1	154.4	278.8	355.5	速动比率	1.17	1.38	1.96	2.53
净利润	95.7	199.7	269.9	351.6	经营现金净额/当期债务	0.35	0.77	1.39	1.78
折旧摊销	71.0	80.9	92.4	92.4	营运能力				
财务费用	14.9	12.8	3.9	3.4	总资产周转率	0.65	0.82	0.90	0.95
投资损失	0.0	0.0	-0.2	-0.2	应收款天数	29.43	49.86	52.35	52.64
营运资金变动	-77.7	-164.5	-86.8	-91.5	存货天数	20.66	54.13	54.18	54.18
其它变动	-0.7	25.5	-0.3	-0.3	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-128.0	-27.3	-1.0	-1.0	主业盈利/股本	0.35	0.69	0.89	1.15
资本支出	-128.0	-27.4	-1.2	-1.2	每股经营现金流	0.29	0.43	0.78	0.99
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	3.02	3.51	4.26	5.24
其它变动	0.0	0.0	0.2	0.2	估值比率				
筹资活动现金流	-2.1	-161.9	-3.9	-3.4	P/E	35.87	17.19	12.72	9.77
债务融资	45.0	-115.0	0.0	0.0	P/B	3.17	2.73	2.25	1.83
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	3.34	2.36	1.81	1.44
其它变动	-47.1	-46.9	-3.9	-3.4	EV/EBITDA	17.55	10.46	7.76	5.64
汇率变动影响	-0.1	-0.2	0.0	0.0					
现金净增加额	-27.1	-35.1	273.9	351.1					

数据来源: 公司公告、第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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，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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120