

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学制品

兴化股份（002109）

推荐

非公开发行事件点评

（维持评级）

2011 年 11 月 10 日

非公开发行确保内生性增长持续强劲

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：

兴化股份董事会公告通过了《陕西兴化化学股份有限公司非公开发行股票方案的议案》，拟以不低于 9.75 元的价格发行不超过 1.35 亿股 A 股（含本数），募集 13.16 亿元用于建设 1、一期硝酸铵迁改工程；2、年产 2*27 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。本次非公开发行对象为不超过十家特定对象，其中，延长集团承诺现金认购本次发行股份总数的 20%。

评论：

■ 集团合成氨投产，预计硝酸铵扩建基于整体发展考虑

集团大化工项目，包括 30 万吨合成氨、30 万吨甲醇、30 万吨纯碱和 30 万吨氯化铵已经基本建成，如果集团明年合成氨开工率在 70% 计算，合成氨可以富裕 10 万吨左右缓解股份公司原料供应瓶颈。而公司在此刻拟扩建 13 万吨合成氨产能我们认为是基于集团整体发展战略考虑。

根据陕西延长石油（集团）有限责任公司公开资料披露，集团“十二五”的具体目标是，构建以有机化工产品为主，无机化工产品为辅，上下游配套的产业链，形成大规模的合成氨、硝酸、联碱、甲醇装置及后加工系列产品装置，并建成大型聚碳酸酯、双酚 A、碳酸二甲酯、甲醇制丙烯、尼龙 66 树脂、聚甲醛等石油化工生产装置，成为以煤化工为主体、比较有优势的大型化工企业。

按照兴化股份现有硝酸铵和浓硝酸产能，如果全部达满，至少存在 17 万吨的合成氨缺口；而根据集团“十二五”发展规划，集团后续将新建众多煤化工产品，明年富裕的合成氨产能未来有可能被部分消耗。我们预计公司在此时计划扩建 13 万吨合成氨产能也是基于集团整体发展战略考虑，谋求自身可持续性发展的必要手段。

表1: 公司、集团产能及产量预测

单位: 万吨

兴化股份产能	2011 年	2012 年	2013 年	集团产能	2011 年	2012 年	2013 年
合成氨	23	23	35	合成氨	30	30	30
稀硝酸	60	60	94	甲醇	30	30	30
硝酸铵	80	80	85	氯化铵	30	30	30
浓硝酸	10	10	10	纯碱	30	30	30
				其他产品	0	0	若干
合成氨缺口	-16	-16	-6	合成氨富裕		15	<15
兴化股份产量	2011E	2012E	2013E				
合成氨	23	23	28				
稀硝酸							
硝酸铵	60	70	80				
浓硝酸	6	6	6				
合成氨缺口	-6	-10	-10				

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

注: 合成氨缺口按照消耗比例计算而得, 集团化工项目 11 年 11 月份建成, 负荷提升尚需, 所列产能均按照设计产能

■ 集团参与非公开发行提振市场信心

本次非公开发行对象为不超过十家特定对象, 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、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、自然人等特定对象, 其中, 延长集团承诺认购本次发行股份总数的 20%。

我们认为:

- 1、实际控制人延长集团参与兴化股份非公开增发显示了实际控制人对公司未来持续发展的信心, 同时 9.75 元的价格将构成公司股价的心理支撑位, 对提振市场信心构成利好。
- 2、公司本次非公开发行募集资金项目有利于突破前段原料瓶颈, 提高资产质量、降低关联交易、增强公司持续盈利能力。

■ 募集资金项目确保内生性增长持续强劲

公司非公开发行募集资金拟用于 5 个项目: 1、一期硝酸铵迁改工程; 2、年产 2*27 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。

我们认为此次非公开募集资金项目将利于公司缓解原料供应瓶颈、优化产品结构、提升产品规模、实现利润最大化, 有助于确保公司在未来 2-3 年内内生性增长持续强劲; 与此同时, 此次拟建项目基本上是在原有项目上的迁改和扩建, 以最少的投入获得最大的经济效益, 符合股东和投资者的利益。以合成氨为例, 如果新建 13 万吨的合成氨项目, 投资至少在 10 亿元以上, 公司在原天然气制氨系统进行挖潜扩能, 投资成本比新建降低一半。

表2: 公司非公开发行股票募集资金拟用于以下项目

序号	项目名称	项目投资总额	备注
1	一期硝酸铵迁改工程	18161	
2	年产 13 万吨合成氨扩改工程	47000	投资成本比新建降低一半
3	年产 2*27 万吨硝酸工程	52000	
4	年产 500 吨羰基铁粉装置迁、扩建工程	6000	
5	购买兴化集团三大车间资产项目	4800	
合计	合计	127961	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理及预测

● 合成氨扩改及硝酸工程有利于缓解原料供应瓶颈，实现利润最大化

公司目前的硝酸铵产能为 80 万吨，浓硝酸产能 10 万吨；而前段合成氨产能仅 23 万吨左右，稀硝酸产能 60 万吨，存在合成氨产能缺口 16 万吨。本次拟投资的年产 13 万吨合成氨扩改工程、年产 2*27 万吨硝酸工程将有利于缓解公司的原料瓶颈，最大限度发挥主导产品硝铵的产能，实现利润最大化。

据我们测算，内部生产成本要比外购成本低千元/吨，如 13 万吨合成氨建成后，将降低 1.3 亿元的原料成本，增厚 EPS 为 0.26 元（摊薄后）。

● 一期硝铵迁改工程有利于优化产品结构，提升产品竞争力

公司一期硝酸铵迁改工程的实施，将使原有的生产工业硝铵的生产装置具备多孔硝铵的生产能力，在优化产品结构，提升产品竞争力和盈利能力的同时使硝铵生产能力提升 5 万吨。

● 收购集团资产，减少关联交易

2010 年，集团水汽、电力、仪表三大车间为股份公司提供 9909.06 万元的商品服务，公司拟以 4800 万元的价格收购该项资产，不仅有利于减少关联交易，提高独立性，同时也符合股东利益。

● 羰基铁粉扩建工程有利于保持公司在军工领域的领先地位

羰基铁粉是制造磁介质、磁芯和其他软磁元件的理想材料和微波吸收材料的主要原料，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，市场需求广阔。公司的羰基铁粉技术国内领先，本次对原有装置的迁、扩建有利于扩大规模优势、提高产品质量、保持公司在军工产品领域的市场地位。

我们预计公司上述项目建设周期在 1 年半至 2 年，项目投资最早在 13 年下半年产生效益。项目全部投产后预计将产生 1.6 亿元净利润，增厚 EPS0.33 元（摊薄后）。

表3：公司拟建项目收益

序号	项目名称	预计建设周期	收入（万元）	净利润（万元）	产品不含税价（元/吨）	备注
1	一期硝酸铵迁改工程	18 个月	34599	2843	2306.6	价格预估中性
2	年产 13 万吨合成氨扩改工程	18-20 个月	32500	5200	2500	内部结算价格
3	年产 2*27 万吨硝酸工程	18 个月	56700	7300	1050	内部结算价格
4	年产 500 吨羰基铁粉装置迁、扩建工程	18 个月	4500	700	90000	
5	购买兴化集团三大车间资产项目					
合计	合计					

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 硝酸铵价格超预期，煤炭成本支撑硝酸铵价格高位，上调 12 年硝铵均价至 2400 元/吨。

从 11 月份市场情况来看，硝铵价格坚挺超出我们此前预期，目前公司普通硝铵价格维持在 2800 元/吨以上，对于明年硝铵价格的判断，我们认为无烟煤等资源品成本将支撑硝铵维持在高位。

从无烟煤市场供应情况来看，晋煤、阳煤等大型无烟煤供应基地均在扩大自身尿素产能，结果将造成尿素供给增大，而市场上流通的无烟煤被分流，原料供给紧张，成本推动造成硝铵价格维持高位。预计 2012 年 2 季度消费旺季，硝铵行业景气度有望维持。我们上调 12、13 年普通硝铵平均价格 100 元至 2400 元/吨。

■ 维持“推荐”投资评级

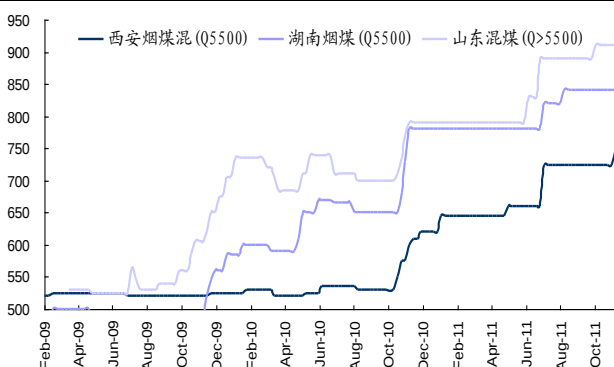
假设公司 13 万吨合成氨扩建工程于 13 年中期建成，贡献 6 万吨自给量，硝酸产量预期不变，上调 12、13 年硝酸产品价格 100 元/吨（含税），对应公司 12、13 年 EPS 分别上调 0.07 元和 0.24 元，至 0.91 元和 1.25 元（摊薄前）。

假设公司非公开发行采取最高的股本增发方案，发行 1.35 亿股，总股本增加至 4.93 亿股，对应 12、13 年摊薄后 EPS 分别为 0.66 元和 0.91 元。该方案仍需股东大会和证监会审议通过，如果进展顺利，预计方案将在 12 年得以实施，维持 11 年 EPS:0.58 元的盈利预测。

公司非公开发行项目建设期需要一年半时间，效益从 13 年开始显现，短期增发摊薄业绩，长期利于公司内生性增长持续强劲。由于公司非公开发行股本尚不确定，按照 2012 年摊薄前 EPS0.91 元，给予 15 倍估值，给予公司 13.65 元的目标价，维持“推荐”的投资评级。

图 1：国内烟煤价格

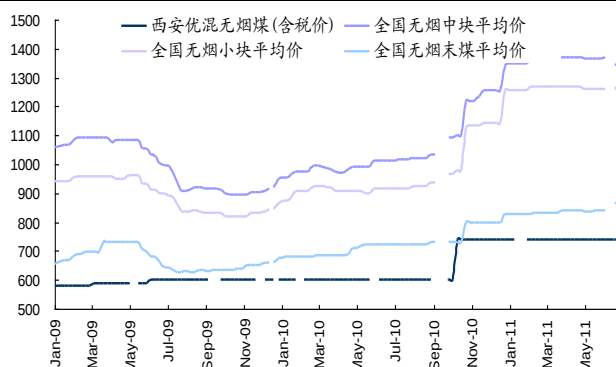
单位：元/吨



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：国内无烟煤价格

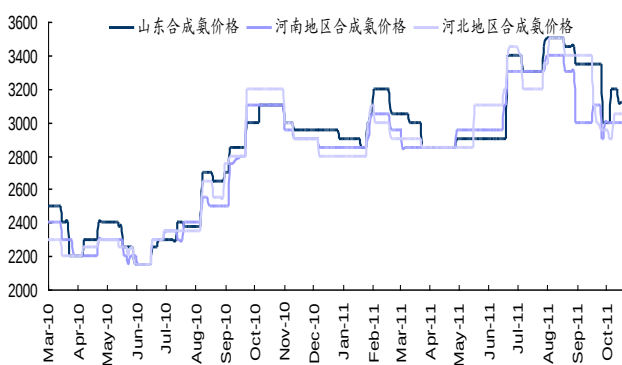
单位：元/吨



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 3：国内合成氨价格

单位：元/吨



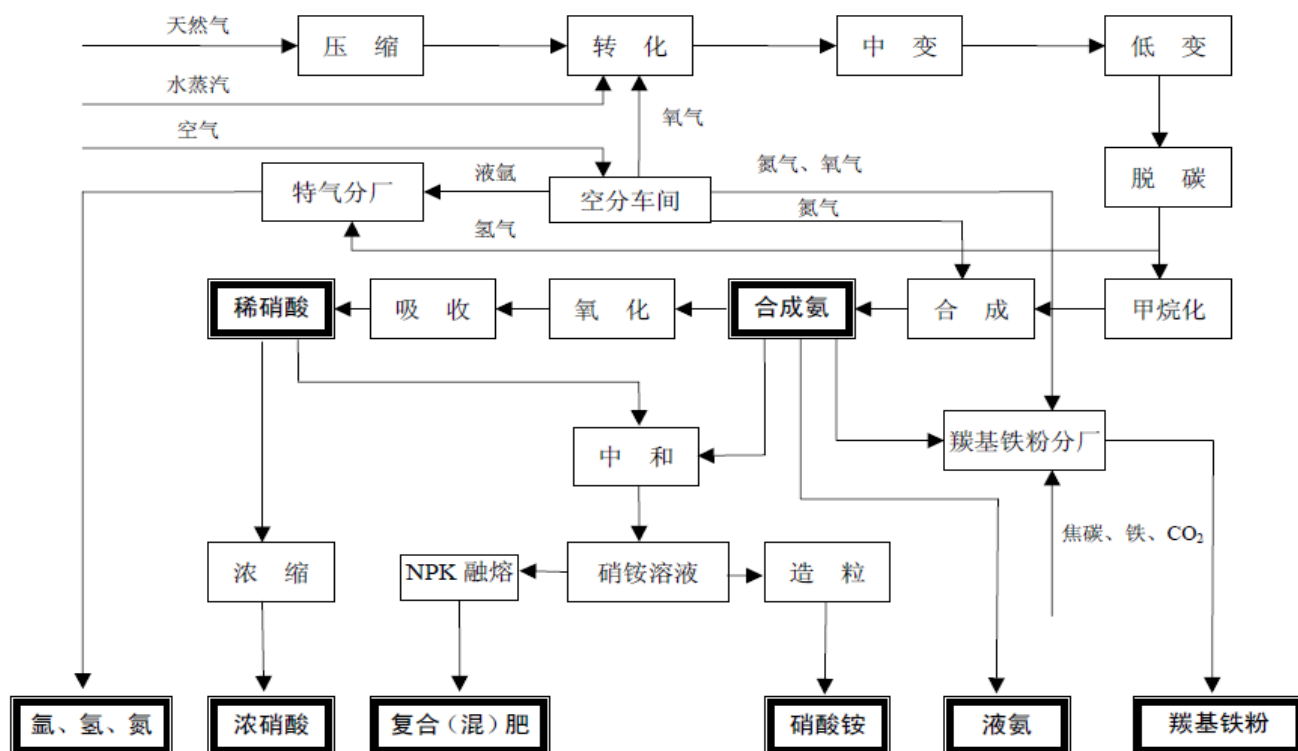
资料来源：百川资讯网，国信证券经济研究所整理

图 4：国内华北地区硝酸散装价格

单位：元/吨



资料来源：百川资讯网，国信证券经济研究所整理



数据来源：公司招股说明书，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。