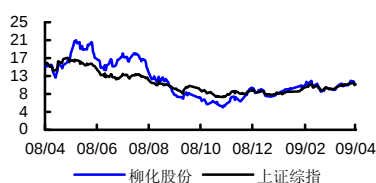


动态报告
基础化工
化学制品
柳化股份(600423)
推荐
2008 年年报点评

(维持评级)

2009 年 4 月 10 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	11.14
总股本/流通 A 股(百万股)	266/266
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	2,966/2,966
上证综指/深圳成指	2,379.88/9,030.31
12 个月最高/最低 (元)	21.20/5.32

财务数据

净资产值(百万元)	1,359
每股净资产(元)	5.11
市净率	2.18
资产负债率	60.21%
息率	

相关研究报告:

业务发展稳健, 谨慎乐观看待收购 081205

公司业绩进入持续上升通道 080729

分析师: 邱伟

电话: 0755-82133263

E-mail: qiuwei@guosen.com.cn

分析师: 陆震

电话: 0755-82130532

E-mail: luzhen@guosen.com.cn

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。

财报点评

业绩触底, 逐步回升

● 08 年净利润大幅下降

08 年实现销售收入 16.18 亿元, 同比增长 37.46%; 主营业务毛利率 21.24%, 同比下降 2.92 个百分点; 归属于上市公司股东的净利润 9091 万元, 同比下降 27.26%。

08 年实现基本每股收益 0.34 元, 低于我们原先 0.56 元预期, 主要原因在于公司 4Q08 各项业务下滑程度超出我们之前预期。

08 年公司全面摊薄净资产收益率 6.69%, 同比下降 3.08 个百分点。

其中 4Q08 实现销售收入 3.56 亿元, 同比增长 0.39%, 环比下降 22.55%; 4Q08 净利润-3187 万元。

非经常性损益中的最大一项政府补助 205 万元。

● 三重因素形成尿素、硝酸铵利润双双下滑

尽管 08 年尿素销售收入增长 63.89% 至 3.80 亿元, 硝酸铵销售收入增长 11.13% 至 3.96 亿元, 但尿素与硝酸铵毛利率分别下滑 8.68、7.75 个百分点至 6.89%、29.37%, **主要原因在于原材料煤炭成本大幅上升:**

08 年煤炭价格涨幅较大, 以山西优混为例, 其含税车板价从 08 年初 500 元/吨上涨至 2008 年年中最高点时的 955 元/吨, 08 年均价 699 元/吨, 同比增长 57.65%。**08 年 6-7 月, 公司高价采购了一批煤炭, 采购价格 1300-1400 元/吨, 而这部分高价库存煤直到 09 年年初才完全消化。**

而根据国信化工产品跟踪系统的反馈, 2008 年长三角地区浓硝酸均价 3248 元/吨, 同比增长 54.67%, 2008 年硝酸铵均价 2570 元/吨, 同比增长 40.31%, **但是 4Q08 硝酸、硝酸铵销量与价格降幅均超出我们预期, 其中均价分别环比下跌 40.05%、22.11%。**4Q08 广东地区出口电子产品的企业纷纷停产, 引起公司浓硝酸价格与销量大幅下降。

08 年公司合成氨实际产量在 40 万吨左右, **也低于我们之前 43-44 万吨的预期。**

公司当前型煤含税到厂价 700 元/吨, 粉煤含税到厂价 530 元/吨, 当前氮肥价格 2000 元/吨, 硝酸铵价格 1850 元/吨, 浓硝酸价格 1800 元/吨。同时, 我们也注意到公司当前甲醇装置处于停产状态。

● 公司未来业绩增长主要由下游需求与油价共同决定

尽管当前原油价格突破 50 美元，并且依然有振荡向上的可能，煤化工产品可能会同时受益于原油价格上升以及煤炭价格下降的趋势。但是，如果油价跌破 40 美元，煤化工产品仍然有进一步下跌的可能；如果未来一至两年内，油价下跌较快，而煤价下跌较慢，煤化工产品利润空间仍然可能会被进一步压缩。

而公司的硝酸铵下游需求主要取决于炸药行业的增长情况，其先导性指标在于采矿以及基建等领域的需求变化，而浓硝酸的下游需求则主要取决于广东地区电子企业的开工率水平以及持续性情况。

● 财务费用率推动三项费用率小幅上升

公司销售费用率、管理费用率、财务费用率合计 12.71%，同比上升 2.24 个百分点，主要由销售费用率推动：销售费用率由去年同期 2.24% 下降至 2.17%；管理费用率由去年同期 5.95% 下降至 4.71%；而财务费用由上年同期 2.29% 上升到 5.83%，系本期长短期贷款上升增加利息支出，以及部分在建工程完工转固后相应项目借款利息停止资本化所致。

公司经营活动产生的现金流量净额 5111 万元，虽然与 3Q08 时的-776 万元相比大幅度增加，但同比依然下降 3126 万元，主要原因在于受金融危机和化肥产品冬储影响，四季度产品销售不畅，库存商品增加，导致经营性现金流出增加。

本期公司计提存货跌价准备 611 万元：全部为 2008 年末公司对库存硫酸钾等商品计提的跌价准备。

● 维持公司“推荐”评级

我们分别下调 2009-2010EPS0.70、0.89 元至 0.41、0.56 元，下调的主要原因在于 1Q09 微利，预计 2Q09 业绩将会明显好转，维持“推荐”评级。

预计公司 09 年总氨产量 49.2 万吨，10 年总氨产量 54.7 万吨。贵州新益矿业煤炭产量 09 年 10 万吨，10 年 25-30 万吨。

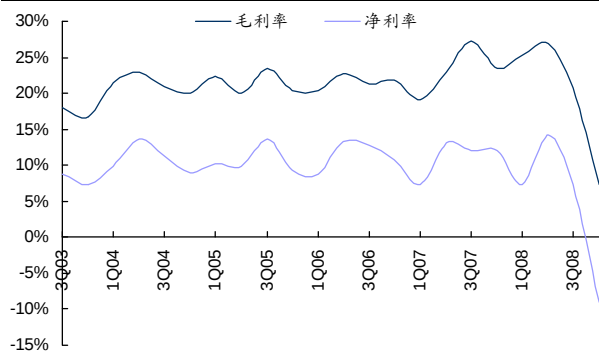
表 1：经营指标比较

	2007 年				2008 年				2007 年	2008 年
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	全年
毛利率 (%)	19.17	22.99	27.34	23.42	25.29	26.90	20.70	7.25	23.26	20.48
EPS (元/股)	0.08	0.14	0.13	0.16	0.10	0.24	0.13	-0.12	0.51	0.34
营业费用率 (%)	2.92	1.03	2.91	2.07	2.76	2.80	1.47	1.71	2.24	2.17
管理费用率 (%)	5.69	4.46	7.76	5.83	8.24	3.18	5.93	1.65	5.95	4.71
财务费用率 (%)	1.22	1.67	3.27	2.83	4.81	5.08	4.99	8.86	2.29	5.83

资料来源：国信证券经济研究所

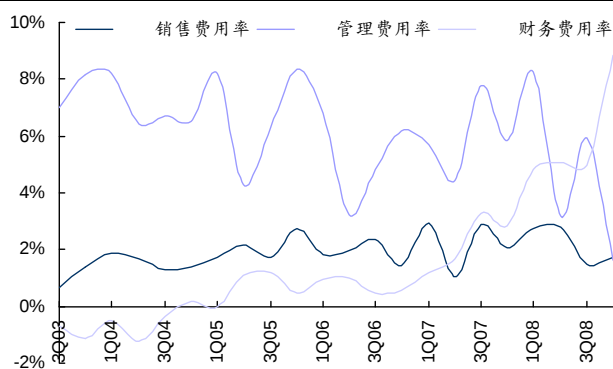
注：所有 EPS 计算均以最新总股本作为基准

图 1: 毛利率与净利率按季度变化情况



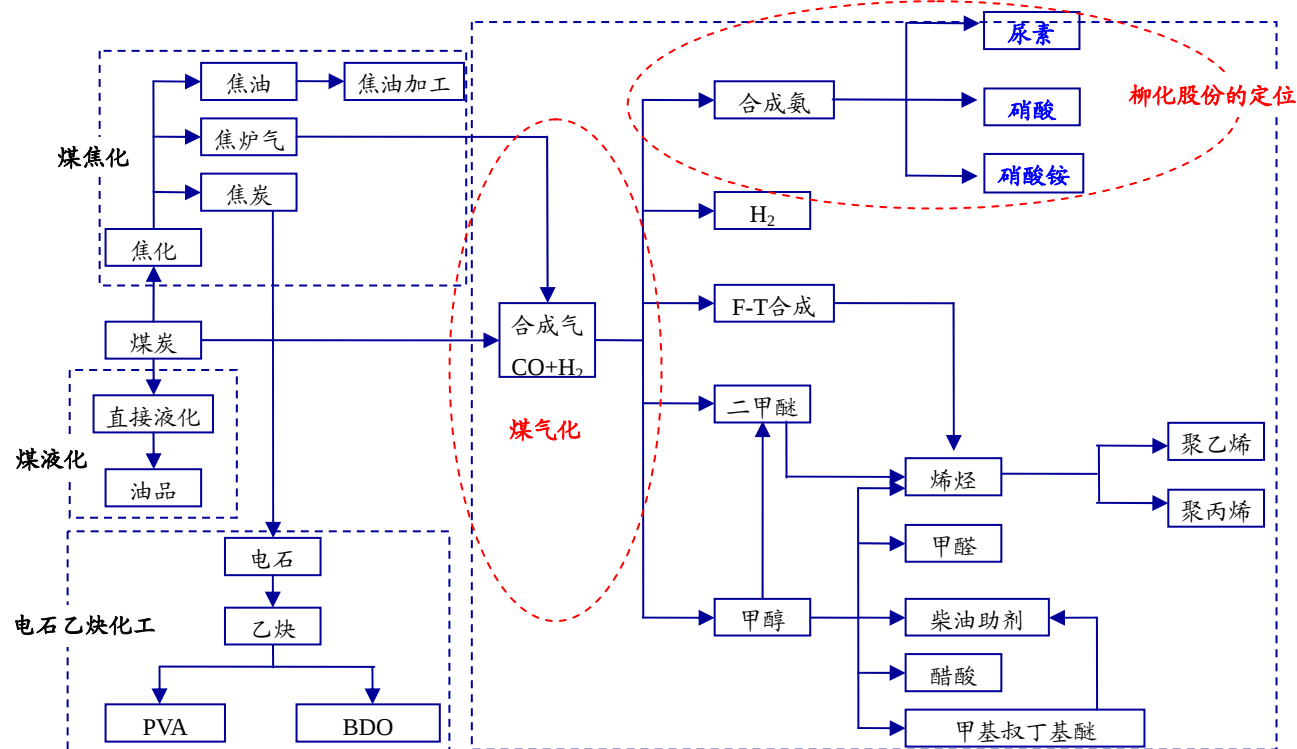
资料来源: 国信证券经济研究所

图 2: 三项费用率按季度变化情况



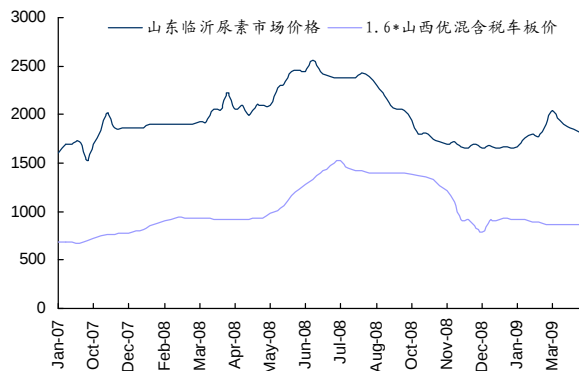
资料来源: 国信证券经济研究所

图 3: 煤化工产业链及柳化股份的定位



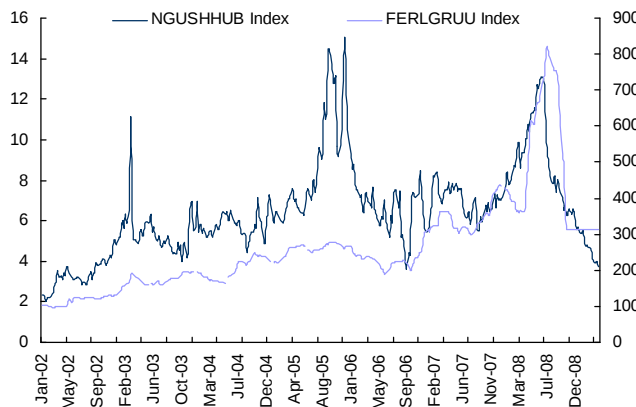
资料来源: 国信证券经济研究所

图 4: 07.01-09.04 尿素、煤的价格变化 元/吨



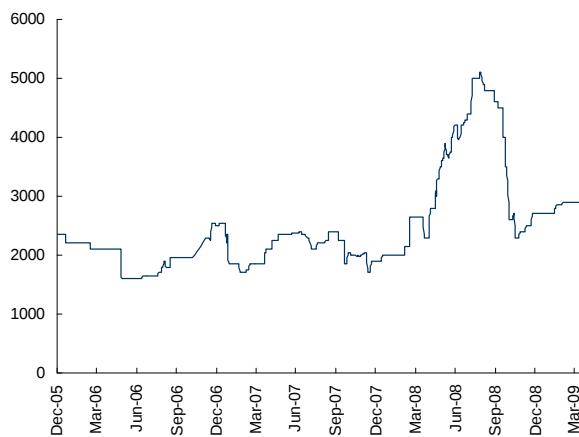
资料来源: 国信证券经济研究所

图 5: 02.01-09.04 国际尿素和天然气价格指数变化



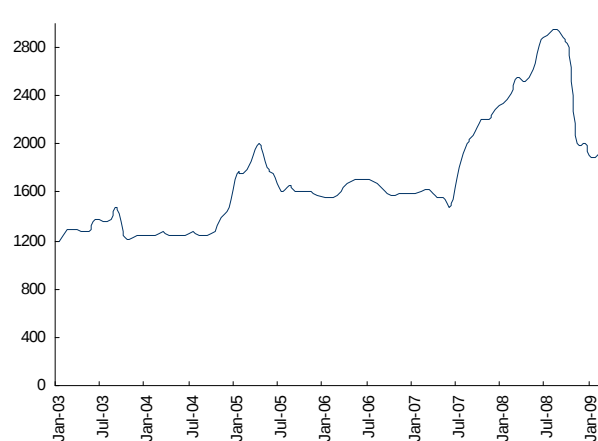
资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 05.12-09.04 浓硝酸 (98%) 价格走势 元/吨



资料来源: 国信证券经济研究所

图 7: 03.01-09.02 硝酸铵 (一级) 价格走势 元/吨



资料来源: 国信证券经济研究所

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

免责声明

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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄飙	0755-82133476	陈林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈煊	010-82254212	区瑞明	0755-82130678	凌晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-68866237
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠	010-82254205	谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	陈财茂	021-68866236
				廖绪发	021-68866237
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张如	021-68866233	李然		邱波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨涛	0755-82133339	戴军	021-68864585	林晓明	
国信证券经济研究所机构销售部					
华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		