

氮肥



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

柳化股份 (600423)

高价原料拖累业绩，
09 年有望恢复增长

推荐 (维持)

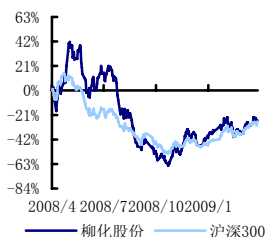
市场数据

报告日期	2009-4-12
收盘价(元)	11.14
52周最高/最低(元)	21.20/5.32
总股本(百万股)	266.23
流通股本(百万股)	266.23
总市值(百万元)	2965.82
流通市值(百万元)	2965.82
每股净资产(元)	5.11

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	1618	1670	1949	2244	752
同比增长(%)	37.5%	3.2%	16.7%	15.1%	-6.4%
净利润(百万元)	91	126	161	202	54
同比增长(%)	-27.3%	38.6%	27.8%	25.2%	-39.5%
毛利率(%)	20.5%	21.7%	21.9%	22.0%	21.5%
净利率(%)	5.6%	7.5%	8.3%	9.0%	7.2%
每股收益(元)	0.34	0.47	0.60	0.76	0.20
每股经营现金流(元)	0.19	1.50	1.63	1.89	0.61

股价走势



投资要点

事件:

柳化股份公布年报, 2008 年实现营业总收入 16.18 亿元, 同比增长 37.46%; 利润总额 1.11 亿元, 同比下降 23.24%; 归属于上市公司股东的净利润 9091 万元, 同比下降 27.26%, 按 2.6623 亿股的总股本计, 实现每股收益 0.34 元。

点评:

- 第 4 季度景气逆转导致全年业绩下滑。2008 年 8 月份之前, 柳化股份所处的化肥和煤化工行业处于高度景气时期, 在此背景下, 公司的经营效益良好, 08 年前 3 季度营业收入同比增长 45%, 净利润同比增长 29%。

但是由于 9 月份起行业景气随宏观经济逆转, 需求萎缩, 产品价格急剧下滑, 公司第 4 季度虽然由于产能扩大保证了收入同比基本持平, 但综合毛利率由 07 年同期的 23.42% 大幅下滑至 7.25%, 单季度净亏损 3106 万元。因此, 第 4 季度行业景气的逆转是公司全年业绩下滑的主要原因。

- 毛利率同比下降, 因原材料成本较高。从全年经营数据看, 柳化股份的综合毛利率由 07 年的 23.26% 下降为 08 年的 20.48%, 主要产品中, 硝酸铵毛利率由上年的 37.12% 下降为 29.37%, 尿素毛利率由 15.57% 下降为 6.89%。我们分析, 公司毛利率同比下降较多的主要原因是 08 年原料煤炭的价格经历了大起大落, 而公司在煤炭价格高位时的库存相对较大, 导致原料成本较高。

相关报告

- **财务费用增长较多，存货增加影响现金流。**2008 年内，柳化股份的销售费用和管理费用控制较好，销售费用率和管理费用率分别为 2.17% 和 4.71%，分别比 07 年同期下降 0.07% 和 1.24%。

但是由于 2007 年末有 13.24 亿元的在建工程转入固定资产（包括壳牌煤气化装置、循环流化床锅炉等），占 07 年末资产总额的 48%，相应项目借款利息停止资本化，同时公司 08 年长短期借款增加，导致全年财务费用同比增长 237% 至 9432 万元，财务费用率由 07 年的 2.29% 大幅增加至 5.83%。财务费用的增长也成为净利润下滑的一个重要影响因素。

08 年柳化股份的经营性现金净流量为 0.51 亿元，低于净利润数据，主要原因因为由于 4 季度需求下降，公司存货由 07 年底的 1.50 亿元增加为 3.19 亿元，此外应收账款也由 07 年底的 0.19 亿元增加为 0.71 亿元。由此反映出行业景气下滑对公司当期经营产生较大负面影响。

- **预计 09 年重回增长轨道。**由于国内外经济从 08 年 4 季度起减速明显，化工产业链的上下游企业在 08 年 4 季度都经历了严峻的去库存化考验，需求萎缩，产品价格大幅下跌。进入 2009 年，由于下游各领域需求的趋稳，化肥和化工产品的价格先后触底，并有所回升。

对于柳化股份而言，08 年下半年高价原材料库存的负面影响已经随着原料的逐步消化和存货跌价准备的计提而基本消化，因此我们估计 08 年 4 季度是柳化股份的经营低谷。随着下游需求趋稳、壳牌煤气化装置进一步发挥效益、以及大颗粒尿素和 CDM 项目的投产，预计 09 年公司的经营将重回增长轨道。

- **维持“推荐”评级。**结合公司年报所反映的经营现状和前景，我们调整公司 09、10 年 EPS 预测至 0.47、0.60 元。柳化股份是具有煤气化技术优势和区位优势化肥和煤化工企业，建设中的贵州新益矿业将为公司的煤炭原料供给提供相应的保障，我们维持对公司的“推荐”评级。

图 1 柳化股份各项业务历年收入情况

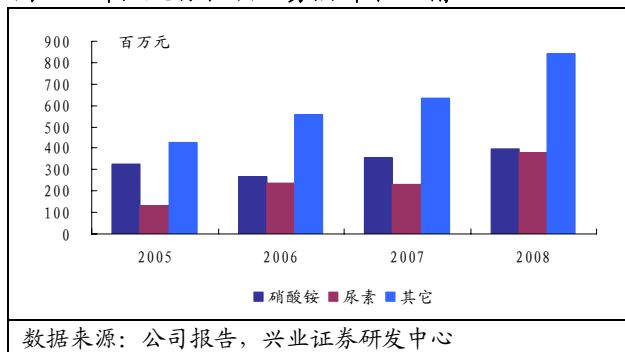


图 2 柳化股份各项业务历年毛利情况

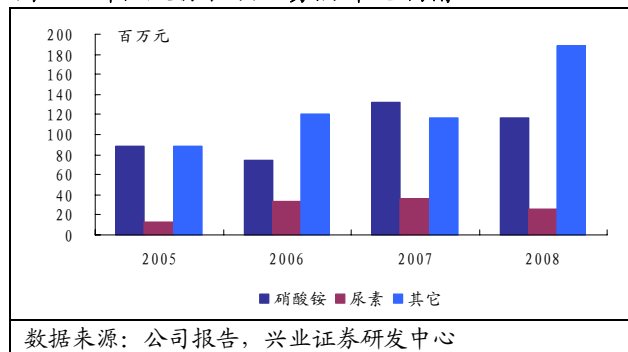


图3 柳化股份各项业务历年毛利率变化

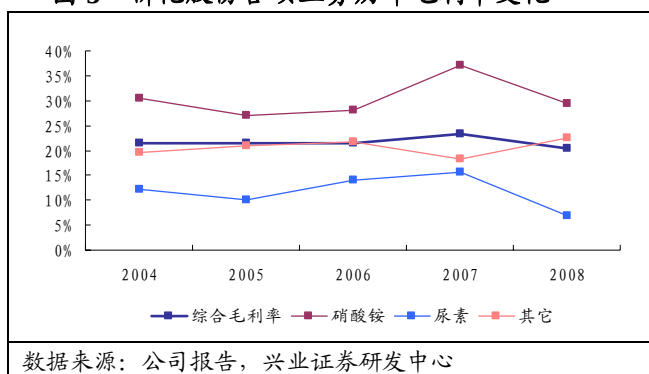
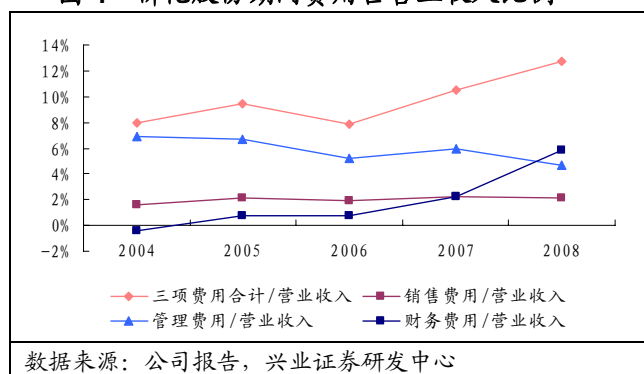


图4 柳化股份期间费用占营业收入比例



附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	674	658	689	735
货币资金	149	150	150	150
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	66	74	81	93
其他应收款	2	2	3	3
存货	328	299	303	313
非流动资产	2776	2943	3054	3150
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1700	2133	2393	2557
在建工程	763	482	341	270
油气资产	0	0	0	0
无形资产	130	130	130	130
资产总计	3450	3601	3743	3886
流动负债	828	1054	1261	1434
短期借款	368	611	785	896
应付票据	50	50	58	66
应付账款	178	173	198	227
其他	232	221	220	244
非流动负债	1249	1047	844	642
长期借款	1221	1021	821	621
其他	29	26	23	21
负债合计	2077	2101	2105	2076
股本	266	266	266	266
资本公积	639	639	639	639
未分配利润	381	494	614	763
少数股东权益	14	15	17	19
股东权益合计	1373	1500	1638	1810
负债及权益合计	3450	3601	3743	3886

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	91	126	161	202
折旧和摊销	149	141	172	196
资产减值准备	5	-4	1	1
无形资产摊销	13	12	11	10
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	94	103	101	96
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	1	1	2	2
营运资金的变动	226	-50	11	-10
经营活动产生现金流量	120	400	433	504
投资活动产生现金流量	-423	-292	-291	-290
融资活动产生现金流量	400	-107	-142	-214
现金净变动	98	1	0	0
现金的期初余额	197	149	150	150
现金的期末余额	295	150	150	150

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1618	1670	1949	2244
营业成本	1287	1307	1522	1749
营业税金及附加	14	14	17	19
销售费用	35	36	42	48
管理费用	76	78	92	105
财务费用	94	103	101	96
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	103	131	175	226
营业外收入	9	25	25	25
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	111	155	199	250
所得税	19	28	36	46
净利润	92	127	163	204
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	91	126	161	202
EPS (元)	0.34	0.47	0.60	0.76

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	37.5%	3.2%	16.7%	15.1%
营业利润增长率	-23.7%	27.2%	33.7%	28.8%
净利润增长率	-27.3%	38.6%	27.8%	25.2%
盈利能力(%)				
毛利率	20.5%	21.7%	21.9%	22.0%
净利率	5.6%	7.5%	8.3%	9.0%
ROE	6.7%	8.5%	9.9%	11.3%

偿债能力(%)

资产负债率	60.2%	58.3%	56.2%	53.4%
流动比率	0.81	0.62	0.55	0.51
速动比率	0.41	0.34	0.31	0.29

营运能力(次)

资产周转率	0.51	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	24.00	22.05	23.22	23.79

每股资料 (元)

每股收益	0.34	0.47	0.60	0.76
每股经营现金	0.19	1.50	1.63	1.89
每股净资产	5.11	5.58	6.09	6.73

估值比率 (倍)

PE	32.62	23.53	18.42	14.71
PB	2.18	2.00	1.83	1.66

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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。