

业绩低于预期，期待下半年好转

谨慎推荐（维持）

柳化股份（600423）09 年中报点评

投资要点：

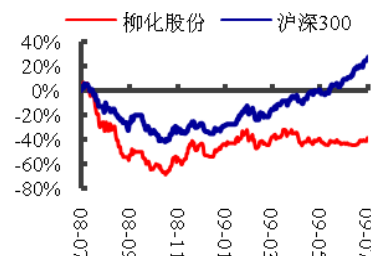
2009 年 7 月 22 日

- 业绩低于预期。**2009年上半年，公司实现营业收入6.69亿元，同比下降16.71%；实现归属母公司所有者的净利润亏损943万元，同比下降110.52%；基本每股收益-0.04元，同比下降110.53%。不过在09年第二季度公司业绩开始回升，并扭亏为盈。在第二季度实现营业收入3.73亿元，同比下降18.4%，环比增长26.2%；实现归属母公司的净利润316万元，同比下降95.1%，环比大幅增长125.1%。
- 毛利率下降是业绩低于预期的主要原因。**上半年公司化工类产品的硝酸铵、硝酸、纯碱、甲醇、甲醛等产品市场低迷，价格大幅度下降。导致09年上半年综合毛利率只有11.94%，远低于去年同期的26.21%。随着在第一季度库存原材料的消化，公司在09年第二季度综合毛利率为14.1%，相对于第一季度的综合毛利率9.2%有所提升，但低于我们原来的预期20%以上。
- 下半年业绩有望继续好转。**目前国内尿素市场价格又跌到低谷1600元/吨左右，这是国内煤企尿素的行业成本线，已经跌无可跌。随着硝酸下游造纸等产量恢复增长，硝酸下游民爆产品需求增长兑现，硝酸和硝酸铵需求仍有改善空间。我们认为公司下半年业绩有望继续好转。
- 盈利修复弹性大，维持“谨慎推荐”投资评级。**由于上半年业绩低于预期，我们下调2009、2010年EPS预测至0.25元、0.55元，目前的股价对应2009年和2010年的PE分别为40.68倍和18.71倍。虽然短期公司估值水平比较高，但公司基于壳牌煤气化装置的30万吨尿素、40万吨硝酸铵和24万吨硝酸产能，盈利能力有望逐渐修复，盈利弹性大。我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级

刘卓平、李隆海
电话：0769-22119462
邮箱：LLH@dgzq.com.cn

主要数据	2009 年 7 月 21 日
收盘价(元)	10.30
总股本(万股)	26623
流通 A 股股本(万股)	26623
12 月最高价(元)	18.74
12 月最低价(元)	5.30

股价走势



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1,223.64	1,682.06	1,724.11	1,956.87
同比%	15.83	37.46	2.50	13.50
归属母公司净利润(百万元)	136.49	90.91	67.40	146.60
同比%	13.09	-27.26	-25.86	117.49
毛利率%	23.26	23.50	16.00	20.00
ROE%	10.57%	6.69%	4.92%	10.29%
每股收益(元)	0.51	0.34	0.25	0.55
每股净资产(元)	4.85	5.11	5.15	5.35
市盈率(倍)	20.09	30.16	40.68	18.71
市净率(倍)	2.12	2.02	2.00	1.93

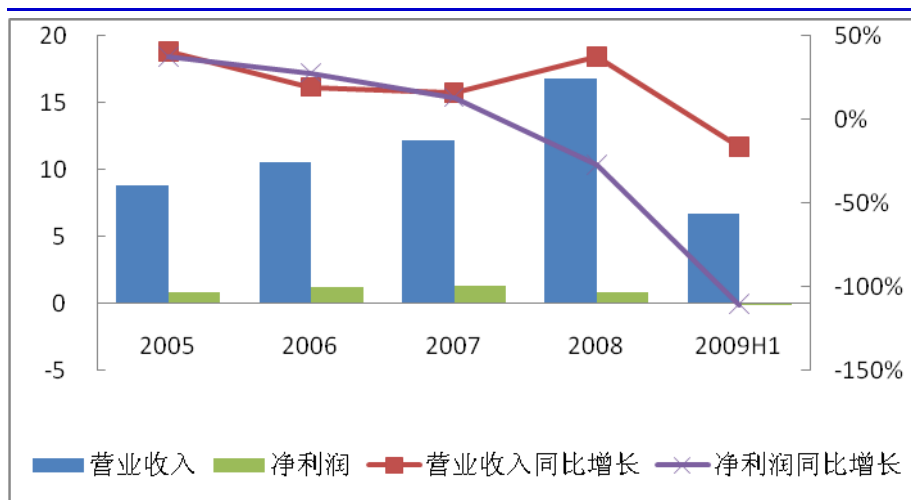
相关报告

1. 业绩低于预期

2009年上半年，公司实现营业收入6.69亿元，同比下降16.71%；实现营业利润-0.20亿元，同比下降119.93%；实现归属母公司所有者的净利润亏损943万元，同比下降110.52%；归属母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润亏损1749.5万元，同比下降119.61%；基本每股收益-0.04元，同比下降110.53%，低于预期。

从季度数据来看，公司在09年第一季度延续了08年第四季度的亏损，不过在09年第二季度公司业绩开始回升，并扭亏为盈。在第二季度实现营业收入3.73亿元，同比下降18.4%，环比增长26.2%；实现归属母公司的净利润316万元，同比下降95.1%，环比大幅增长125.1%。

图1：公司营业收入和净利润（单位：亿元）



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

2. 毛利率下降是业绩低于预期的主要原因

上半年公司化工类产品的硝酸铵、硝酸、纯碱、甲醇、甲醛等产品市场低迷，价格大幅度下降。例如，主导产品硝酸铵销售均价同比下降16.93%，硝酸销售均价同比下降26.06%；有机产品甲醇销售均价下降1411元/吨，下降幅度达到45.74%，甲醛销售均价同比下降37.71%；纯碱产品价格同比下降45.92%等。这些导致09年上半年综合毛利率只有11.94%，远低于去年同期的26.21%。

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。随着在第一季度库存原材料的消化，公司在09年第二季度综合毛利率为14.1%，相对于第一季度的综合毛利率9.2%有所提升，但低于我们原来的预期20%以上。公司公告也表示，尽管公司在报告期内，采取了加强内部管理，实行内部挖潜，推行节能降耗，实行经济运行等降耗、降成本措施，但成本下降空间毕竟有限，因此本报告期公司主营业务盈利能力下降。

图 2：尿素产品价格走势（元/吨）

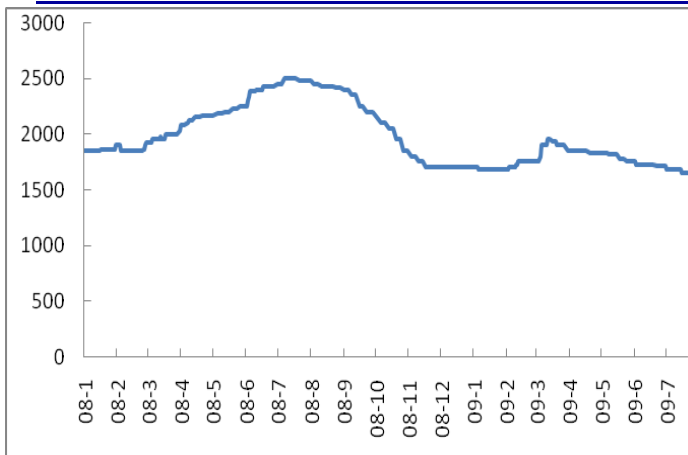
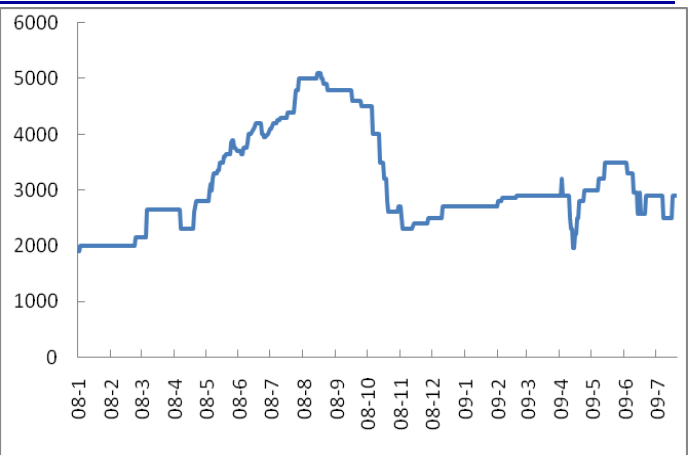


图 3：硝酸产品价格走势（元/吨）

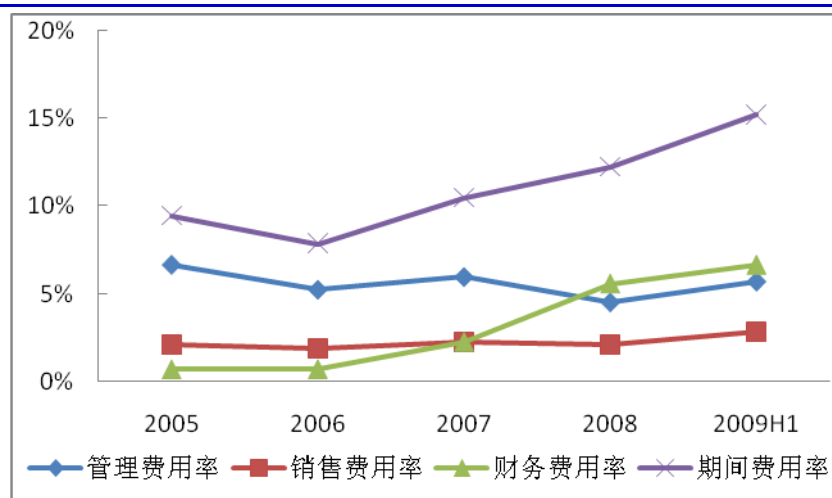


资料来源：东莞证券研发中心、化工在线

3.财务费用小幅增长，期间费用率攀升

公司09年上半年期间费用率为15.21%，相对07年的期间费用率13.11%，有所攀升，这除了营业收入下降之外，主要由于公司的财务费用增长12.07%，财务费用增长主要由于公司再建项目较多，公司贷款增加所致。由于营业收入下降，09年上半年管理费用率和销售费用率相对去年同期都有所提升，不过绝对数都出现了下降。

图4：公司三项费用率



资料来源：东莞证券研发中心、公司公告

公司09年上半年经营活动产生的现金流净额为1.32亿元，同比增长77倍，远好于利润水平，主要是公司加大采用银行承兑汇票结算力度，使应付票据增加所致。另一方面也说明公司产品销售顺畅。

4.下半年业绩有望继续好转

目前国内尿素市场价格又跌到低谷 1600 元/吨左右，这是国内煤企尿素的行业成本线，已经跌无可跌。并且经国务院关税税则委员会第四次全体会议审议通过，并经国务院批准，自 2009 年 7 月 1 日起，对部分产品的出口关税（包括暂定关税和特别关税）进行调整。尿素淡季延长一个月，尿素出口淡季由 1 月、7-8 月、11 月 16 日-12 月 31 日，调整到 1 月、7 月 1 日-9 月 15 日、11 月 1 日-12 月 31 日。出口淡季关税的延长有利于消化国内的尿素过剩产能，为国内尿素行业回暖创造了积极条件。

随着硝酸下游造纸等产量恢复增长，硝酸下游民爆产品需求增长兑现，硝酸和硝酸铵需求仍有改善空间。我们认为公司下半年公司业绩有望继续好转。

5.盈利修复弹性大，维持“谨慎推荐”投资评级

由于上半年业绩低于预期，我们下调 2009、2010 年 EPS 预测至 0.25 元、0.55 元，目前的股价对应 2009 年和 2010 年的 PE 分别为 40.68 倍和 18.71 倍。虽然短期公司估值水平比较高，但公司基于壳牌煤气化装置的 30 万吨尿素、40 万吨硝酸铵和 24 万吨硝酸产能，盈利能力有望逐渐修复，盈利弹性大。我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

表 2：公司主要财务数据：（单位：百万元）

科目	季度数据					
	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09
营业收入	345.7	457.3	459.3	355.7	295.7	373.2
同比增长	18.3%	63.4%	54.6%	15.6%	-14.5%	-18.4%
环比增长	-2.4%	32.3%	0.4%	-22.6%	-16.9%	26.2%
毛利率	25.3%	26.9%	20.7%	7.3%	9.2%	14.1%
销售费用	9.6	12.8	6.7	6.1	6.7	12.2
销售费用率	2.8%	2.8%	1.5%	1.7%	2.3%	3.3%
管理费用	28.5	14.6	27.2	5.9	21.2	16.9
管理费用率	8.2%	3.2%	5.9%	1.6%	7.2%	4.5%
财务费用	16.6	23.2	22.9	31.5	21.9	22.9
财务费用率	4.81%	5.08%	4.99%	8.86%	7.39%	6.12%
期间费用率	15.8%	11.1%	12.4%	12.2%	16.8%	13.9%
营业利润	29.6	69.5	36.5	-32.5	-23.6	3.8
营业利润率	8.6%	15.2%	7.9%	-9.1%	-8.0%	1.0%
营业外收入	0.3	3.4	4.1	0.8	11.1	0.7
营业外支出	0.0	0.3	0.1	0.3	0.0	0.0
利润总额	29.9	72.6	40.5	-32.1	-12.4	4.5
所得税	4.5	8.0	7.2	-0.2	0.1	0.2
实际税率	15.1%	11.0%	17.7%	0.6%	-0.9%	4.6%
净利润	25.4	64.7	33.3	-31.9	-12.6	4.3
少数股东损益	0.0	0.4	1.0	-0.8	0.0	1.2
归属母公司所有者的净利润	25.4	64.2	32.4	-31.1	-12.6	3.2
同比增长	17.7%	77.1%	-11.4%	-201.5%	-149.6%	-95.1%
环比增长	-39.8%	153.3%	-49.6%	-196.0%	59.5%	125.1%
每股收益（元）	0.10	0.24	0.12	-0.12	-0.05	0.01

资料来源：公司公告、东莞证券研发中心

表 3：公司盈利预测

科目（百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	1223.64	1682.06	1724.11	1956.87
营业总成本	1074.84	1515.01	1663.77	1798.36
营业成本	939.05	1286.71	1448.26	1565.49
营业税金及附加	7.15	13.94	10.34	13.70
销售费用	27.37	35.18	36.21	43.05
管理费用	72.82	76.15	68.96	78.27
财务费用	27.99	94.32	100.00	97.84
资产减值损失	0.47	8.70	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	148.80	103.07	60.34	158.51
加：营业外收入	9.46	8.67	15.00	15.00
减：营业外支出	0.01	0.77	0.00	0.00
利润总额	158.26	110.97	75.34	173.51
减：所得税	21.71	19.45	7.53	26.03
净利润	136.55	91.52	67.81	147.48
减：少数股东损益	0.06	0.61	0.41	0.88
归母公司所有者的净利润	136.49	90.91	67.40	146.60
基本每股收益（元）	0.51	0.34	0.25	0.55
市盈率（倍）	20.09	30.16	40.68	18.71

资料来源：WIND 资讯、东莞证券研发中心

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119462
传真：（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn