

湘财证券研究所

基础化工研究小组

张啸伟

Tel: 021-68634518-8221

E-Mail:

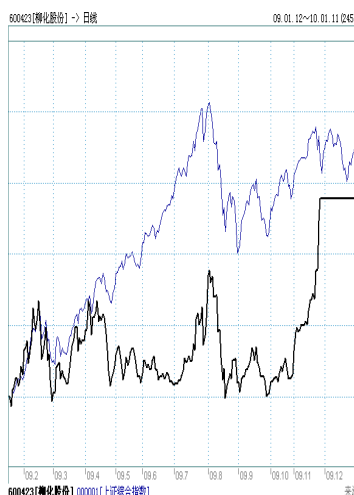
zxw2838@xcsc.com

高 为

Tel: 021-68634518-8608

E-Mail:

gw2603@xcsc.com

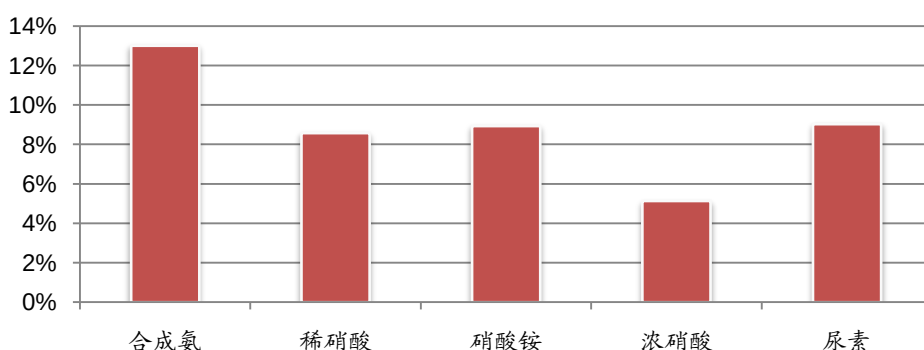


相关报告

《煤化工柳暗花明，柳化股份为蝶》 20091110

- 昨日在化工板块微跌，氮肥板块仅上涨 1.3% 的背景下，公司股价却封在涨停。我们继续秉持 2009 年 11 月 10 号发布的公司深度研究报告《煤化工柳暗花明，柳化股份为蝶》中的观点：公司 2010 年业绩增长是确定的，对应目前股价，公司估值仍有一定优势，继续维持“买入”评级
- Shell 装置的持续稳定运行是公司整条产品链成本降低的关键 Shell 气化工工艺的适用煤种广泛，目前主要使用无烟粉煤，目前山西粉煤坑口价约为 470 元/吨，相比照普通煤气化装置只能使用无烟块煤，目前山西无烟块煤坑口价约为 750 元/吨，由此可见 Shell 装置原料成本优势明显；另外 Shell 装置碳转化率和有效气含量在二代煤气化技术中处于领先，而这二项指标很大程度上决定了单位合成气的成本和质量。综合来看，Shell 装置合成氨成本约在 1700-1800 元/吨，低于老合成氨装置的 2300 元/吨，公司合成氨成本降低 13% 左右；根据公司合成氨下游尿素，硝酸与硝酸铵等产品合成氨的单耗数据，我们可以测算稀硝酸、硝酸铵、尿素成本降低 9% 左右，浓硝酸成本降低 5% 左右，绝对成本优势明显

图 1 不考虑未来煤矿只给情形下，shell 装置投产后各产品成本降低比例

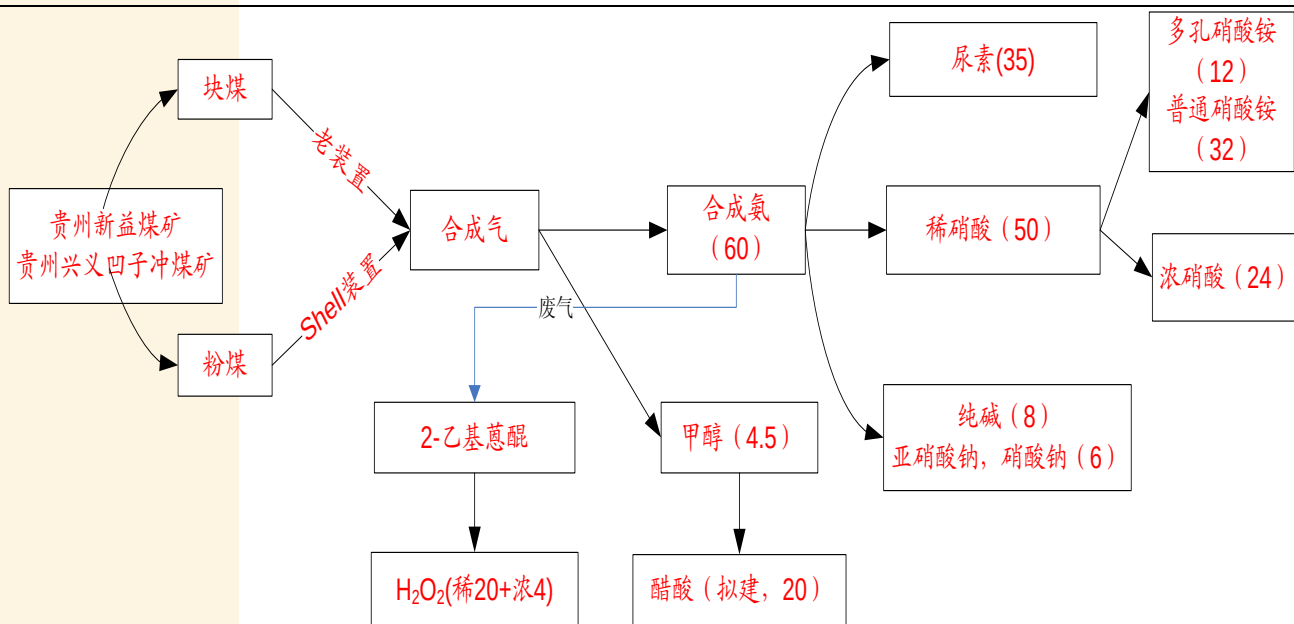


资料来源：WIND，湘财证券研究所

- 公司向上逐步提高煤炭自给率，有效规避了原材料波动风险；向下延伸产业链条，提高了产品附加值
公司每年耗煤量约为 130 万吨，煤炭占总生产成本约 50%~60%。为了提高煤炭自给率，公司收购了贵州新益煤矿 90% 股权，新益煤矿按矿产资源勘查许可证范围内面积划分为一、二、三号矿井，目前 1 号矿井建设基本完成，预计 1 号矿井将于 10 年 1 季度建成投产，达到 30 万吨产能，10 年实现约 20 万吨产量。2 号、3 号矿井号已取得探矿权证，采矿权证正在申报之中。2009 年 7 月，公司控股子公司贵州新益矿业有限公司收购贵州兴义四子冲煤矿有限公司 60% 的股权，兴义四子冲煤矿将扩能改造至 20 万吨产能，预计 10 年投入生产。目前兴义煤矿坑口价 200 元/吨，到厂 500 多元/吨，比市场低 100 元/吨。随着未来新益煤矿矿井的陆续达产，公司可实现煤炭的完全自给。
在 2009 年 3 月 31 日公司收购盛强公司 60% 股权之后，公司又于 2009 年 11 月 27 日收购盛强公司 39% 股权，盛强公司利用柳化生产合成氨时排放的废气生产双氧水，所以成本基本稳定在 500 元/吨。目前一期工程已投产（工业级稀双氧水（27.5%）10 万吨/年，浓双氧水（50%）2 万吨/年），预计今

年年底前二期 12 万吨装置将投产，届时双氧水总产能将增至 24 万吨。

图 2 上下游一体化的产业链条是公司稳定增长的基石



资料来源：WIND，湘财证券研究所

表 1 公司近年在完善产业链条方面动作频频

时点	事件	效果
2007.11	收购贵州新益煤矿 90% 股权	提高煤炭自给率
2009.3	30 万吨大颗粒尿素生产装置完工	发挥壳牌装置的规模效益
2009.3	收购盛强公司 60% 股权	利用合成氨的废气生产双氧水（成本约为 500 元/吨）
2009.5	稀硝酸装置投产	解决硝酸瓶颈问题
2009.7	收购兴义凹子冲煤矿 60% 股权	进一步提高煤炭自给率
2009.11	收购盛强公司 39% 股权	有效增厚公司 EPS

资料来源：湘财证券研究所

- 尿素，硝酸等产品价格在公司停牌期间涨幅显著，虽然尿素价格近期有所回落，但是我们判断 2010 年尿素均价 1850-1900 元/吨，硝酸铵均价在 2000-2100 元/吨（多孔硝铵与普通硝铵加权平均），浓硝酸 2100-2200 元/吨，双氧水 800-850 元/吨，我们据此对公司盈利预测调整如下：

表 2 柳化盈利假设

	2009E	2010E	2011E
尿素销量	26	28	30
尿素价格	1700	1850	1900
尿素毛利率	9%	21%	22%
硝酸铵销量	30	35	35
硝酸铵价格	1880	2000	2100
硝酸铵毛利率	28%	33%	33%
浓硝酸销量	20	22	22

浓硝酸价格	1700	2100	2200
浓硝酸毛利率	8%	24%	36%
双氧水销量	10	19	19
双氧水价格	700	900	1000
双氧水毛利率	21%	39%	45%

资料来源：湘财证券研究所

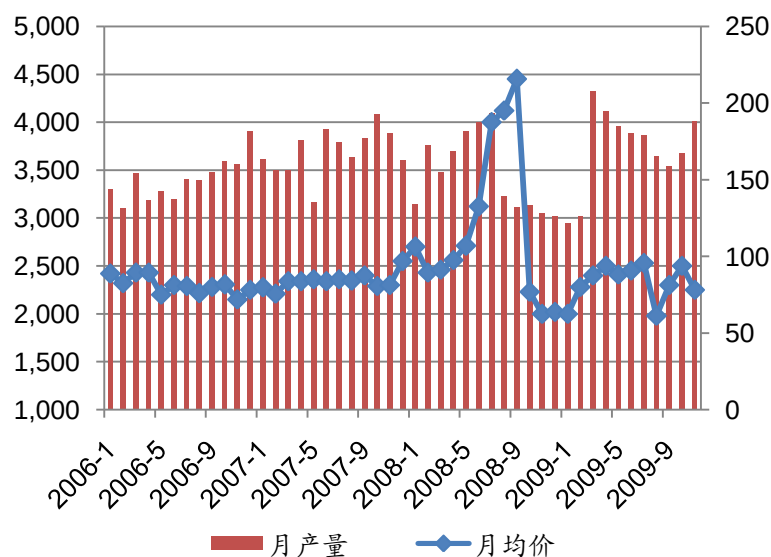
表 3 柳化利润表预测

百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1618.00	1511.60	1879.50	2013.50
毛利	331.00	239.90	516.87	567.45
期间费用	205.00	211.62	263.13	281.89
利润总额	111.00	28.28	253.74	285.56
净利润	92.00	24.03	215.69	242.73
Eps (元/股)	0.34	0.09	0.81	0.91
PE (截止 20100112)	28.30	180.11	20.01	17.81

资料来源：湘财证券研究所

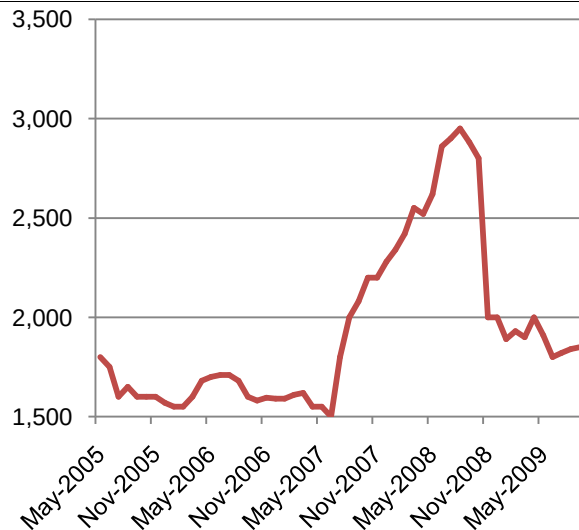
投资建议：我们对公司 2009-2011 年 Eps 预测分别为 0.23 元，0.69 元，1.16 元；公司主要看点在于 1) Shell 装置的稳定运行给公司带来的成本优势；2) 上游一体化初具雏形，公司未来煤炭可完全只给；3) 公司主要产品 10 年均价同比 09 年有显著增长，从而推动业绩向上。目前氮肥板块 10 年市盈率均值在 21-22 倍左右，考虑到以上预测未考虑未来煤炭只给率提高而带来成本减低效应，公司业绩增速存在超预期可能，公司可以享受 24 倍左右的估值水平，对应目标价格 19.2 元，维持“买入”评级

图 3 浓硝酸价格历史低位，产量回暖价格企稳



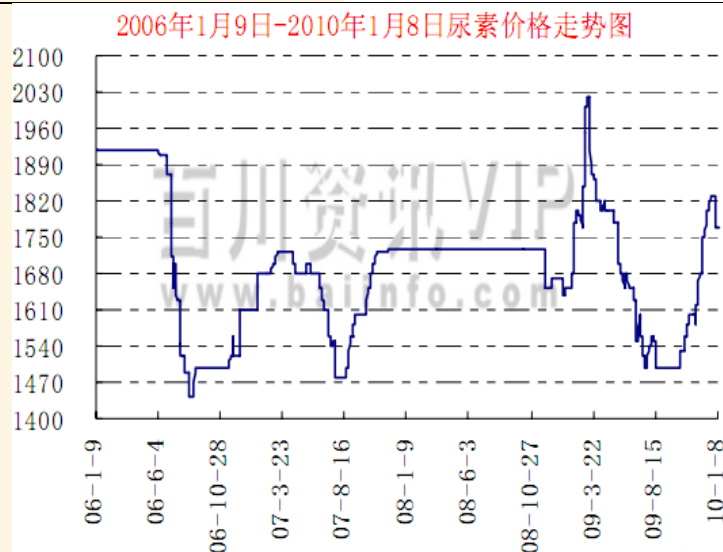
资料来源：中国石油和化学工业协会，湘财证券研究所

图 4 硝铵价格受益区域优势，价格稳定



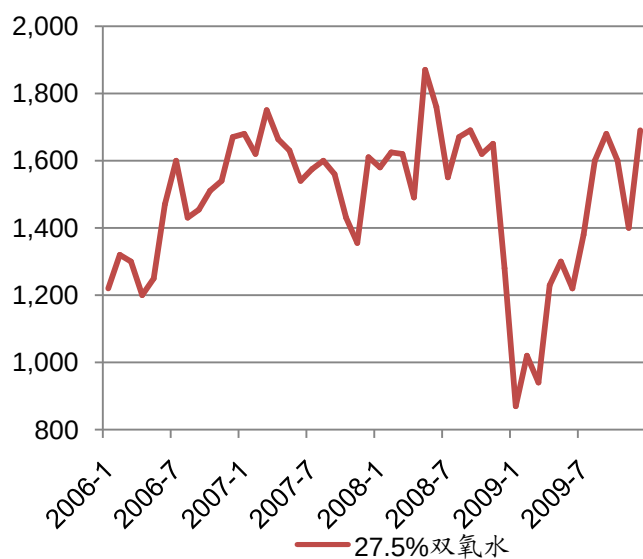
资料来源：CEIC，湘财证券研究所

图5 尿素价格从1500一路升至1800左右



资料来源：百川资讯，湘财证券研究所

图6 双氧水价格自1月逐步攀升



资料来源：中国石油和化学工业协会，湘财证券研究所

风险提示 Shell 装置未能平稳运行；主要产品价格出现大幅下跌

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。