

动态报告

基础化工

化学制品

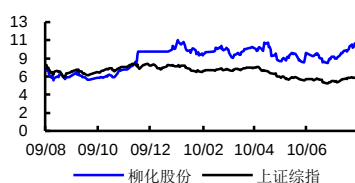
柳化股份(600423)
推荐

半年报点评

(维持评级)

2010年8月9日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	10.51
总股本/流通A股(百万股)	399.35/399.35
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	4,197.14/4,197.14
上证综指/深圳成指	2,658.39/10,942.93
12个月最高/最低(元)	16.21/8.08

财务数据

净资产值(百万元)	1,425.81
每股净资产(元)	3.57
市净率	2.94
资产负债率	64.90%
息率	0.95%

相关研究报告:

《柳化股份: 煤化工业务转好, CDM 收入即将确认》——2009-11-2

《柳化股份: 产品涨价, 拐点出现》——2009-5-6

《二季度有望环比回升》——2009-4-22

分析师: 张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060047

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

双氧水盈利突出, 煤矿项目即将投产

●毛利率提升助力 1H10 业绩回升

1H10 公司实现营业收入 9.74 亿元, 同比增长 45.54%; 毛利率 18.38%, 较 09 年上半年增长 6.44 个百分点, 硝酸及双氧水产品价格回升带动了毛利率提高; 归属于母公司所有者的净利润 4650 万元, 09 年同期归属于母公司所有者的净利润为-943 万元, 实现基本每股收益 0.12 元, 低于我们预计的 0.15 元, 产品价格低于预期是主要原因。

公司经营活动产生的现金流量净额为-6892 万元, 同比减少 152.27%。

●尿素价格下跌致使 2Q10 毛利率下滑

公司 2Q10 实现营业收入 5.42 亿元, 环比增长 25.46%; 毛利率 16.62%, 较 1Q10 的 20.58% 下降了 3.96 个百分点; 归属于母公司所有者的净利润 1983 万元, 环比减少 25.64%。

二季度环比业绩下滑的主要原因在于产品价格, 尤其是尿素产品价格下跌以及原料煤价格水平的上涨导致了毛利率水平下降。

●营业收入规模增长拉低期间费用率水平

1H10 公司三项费用率合计 12.39%, 同比减少了 2.82 个百分点, 报告期营业收入规模大幅增长 45.54% 是拉低费用率水平的主要原因, 三项费用合计总额同比增长则为 18.55%。

其中, 销售费用 3225 万元, 同比增长 70.73%, 费用率从 2.82% 增长至 3.31%; 管理费用 3622 万元, 同比减少 5.02%, 费用率从 5.70% 下降至 3.72%; 财务费用 5212 万元, 同比增长 16.59%, 费用率从 6.68% 下降至 5.35%。

●收购的双氧水资产股权盈利贡献明显

2009 年收购柳州盛强化工有限公司 39% 股权, 持股比例达到 99%。10 年双氧水市场回暖, 公司双氧水产量同比增长 70%, 实现营业收入 1.80 亿元, 占合并营业收入的 18.48%, 贡献净利润 2499 万元, 占合并净利润的 53.35%。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,618.09	1,539.73	2,044.39	2,578.68	2,978.38
(+/-%)	37.46%	-4.84%	32.8%	26.1%	15.5%
净利润(百万元)	90.66	20.58	110.00	166.56	208.68
(+/-%)	-27.45%	-77.30%	434.4%	51.4%	25.3%
每股收益(元)	0.34	0.08	0.28	0.42	0.52
EBIT Margin	12.61%	7.86%	8.8%	9.4%	9.9%
净资产收益率(ROE)	6.67%	1.47%	7.4%	10.3%	11.7%
市盈率(PE)	30.86	135.94	38.16	25.20	20.11
EV/EBITDA	12.44	13.45	25.26	19.57	16.79
市净率(PB)	2.06	2.00	2.82	2.59	2.35

●煤矿产能即将释放，双氧水装置将进一步扩产

新益矿业及凹子冲煤矿的建设已基本完成，达到达产条件，待取得生产许可证后即可投入生产。公司煤矿投入运营将增加煤炭资源的自给率，提升公司一体化优势。

公司老系统合成氨装置将通过技改产能从 30 万吨提升至 40 万吨，盛强公司的双氧水装置也利用广东中成技术进行技改，预计年底将新增 10 万吨产能，达到 30 万吨双氧水产能。

●集团整合中成化工仍待时日

柳化集团收购的广东中成化工仍处于业务及管理上的整合阶段，预计柳化集团管理置入将提升中成化工竞争实力。中成化工双氧水业务与柳化股份同业竞争，预计未来将进行整合。

●维持“推荐”投资评级

柳化股份各项主营业务经营稳定，煤矿项目即将达产，将实现公司煤化工业务的一体化；双氧水业务盈利能力突出，硝酸市场相对旺盛，带动公司毛利率水平提升；尿素价格的低迷压制公司整体业绩水平，未来尿素市场可能的回暖将带动公司业绩提升。

我们略下调公司盈利预测，预计公司 10-12 年 EPS 为 0.28、0.42、0.52 元，维持公司“推荐”投资评级。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E	
现金及现金等价物	177	195	214	214	营业收入	1540	2044	2579	2978
应收款项	139	129	162	188	营业成本	1292	1687	2119	2436
存货净额	295	354	334	385	营业税金及附加	7	18	22	26
其他流动资产	136	121	152	176	销售费用	53	72	88	101
流动资产合计	747	798	863	962	管理费用	81	89	108	121
固定资产	3007	3208	3352	3484	财务费用	89	82	82	81
无形资产及其他	157	152	147	141	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	47	47	47	47	资产减值及公允价值变动	1	1	1	1
长期股权投资	11	16	22	27	其他收入	0	20	25	25
资产总计	3969	4222	4430	4662	营业利润	20	119	186	240
短期借款及交易性金融负债	1329	1333	1268	1231	营业外净收支	12	12	12	12
应付款项	219	310	390	449	利润总额	32	131	199	252
其他流动负债	192	267	335	386	所得税费用	4	18	28	38
流动负债合计	1741	1910	1993	2066	少数股东损益	8	3	4	5
长期借款及应付债券	761	761	761	761	归属于母公司净利润	21	110	167	209
其他长期负债	28	27	27	26					
长期负债合计	789	788	788	787	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2530	2699	2780	2853	2009	2010E	2011E	2012E	
少数股东权益	38	34	28	20	净利润	21	110	167	209
股东权益	1401	1489	1622	1789	资产减值准备	(10)	1	0	0
负债和股东权益总计	3969	4222	4430	4662	折旧摊销	158	93	115	126
					公允价值变动损失	(1)	(1)	(1)	(1)
					财务费用	89	82	82	81
					营运资本变动	12	133	102	10
					其它	(26)	(5)	(6)	(8)
					经营活动现金流	153	330	376	335
					资本开支	(560)	(289)	(252)	(251)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(566)	(294)	(258)	(256)
					权益性融资	4	0	0	0
					负债净变化	(460)	0	0	0
					支付股利、利息	(118)	(22)	(33)	(42)
					其它融资现金流	1593	3	(65)	(37)
					融资活动现金流	441	(19)	(98)	(79)
					现金净变动	28	18	19	0
					货币资金的期初余额	149	177	195	214
					货币资金的期末余额	177	195	214	214
					企业自由现金流	(284)	92	172	135
					权益自由现金流	849	7	15	8

资料来源：国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.08	0.28	0.42	0.52
每股红利	0.44	0.06	0.08	0.10
每股净资产	5.26	3.73	4.06	4.48
ROIC	3%	4%	6%	7%
ROE	1%	7%	10%	12%
毛利率	16%	18%	18%	18%
EBIT Margin	7%	9%	9%	10%
EBITDA Margin	17%	13%	14%	14%
收入增长	-5%	33%	26%	16%
净利润增长率	-77%	434%	51%	25%
资产负债率	65%	65%	63%	62%
息率	4.2%	0.8%	1.2%	1.5%
P/E	135.9	38.2	25.2	20.1
P/B	2.0	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	20.1	25.3	19.6	16.8

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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	