

基本面持续向好，破茧成蝶需时

柳化股份 (600423)

评级：增持（维持）

基础化工行业

股价：11.72元 目标价：13.44元

公司调研

2010年 11月 1日 星期一

袁舰波

执业证书编号：

S0630208010052

联系人：刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

胡昂

021-50586660-8626

ha@longone.com.cn

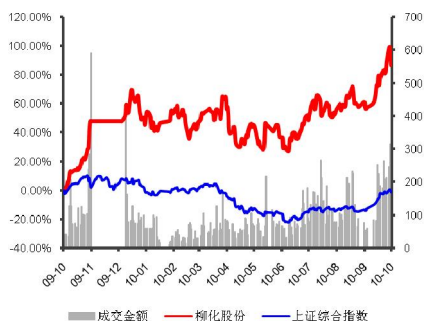
重要数据

总股本（亿股）	3.99
流通股份（亿股）	3.99
总市值（亿元）	46.76
流通市值（亿元）	46.76

行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	15.78	1.75
3个月	25.37	8.99
6个月	19.40	16.34

个股相对上证综指走势图



投资要点

q 区域优势明显，保障公司盈利基础

公司是广西地区最大的尿素生产企业，由于广西地区尿素供不应求，公司尽享区域优势带来的收益。公司也是两广地区唯一的硝酸铵和浓硝酸生产企业，产品的毛利率一直在 25%左右，是公司利润的主要来源。华南地区电子、造纸、基础设施建设等下游需求保持强劲增长，拉动硝酸铵和浓硝酸价格保持高位，提升公司盈利水平

q 双氧水成为公司新的利润增长点

公司控股子公司拥有 20 万吨双氧水产能，华南地区双氧水需求强劲，双氧水价格不断走高。该部分资产盈利能力良好，上半年贡献公司 53%的净利润，成为公司新的利润增长点。

q 煤矿明年有望投产，降低公司成本

公司煤矿明年将逐步投产，我们预计明年产量达到 20 万吨，提高公司原料自给率，降低公司生产成本。公司煤矿产能有望持续扩大，进一步降低生产成本。

q CDM项目确认将有望明年实现

公司 CDM项目正在等待联合国审批，明年有望确认收入，预计每年将增加公司 2000 万净利润，增厚 EPS0.05 元。

我们认为由于煤矿明年正式投产将明显提升公司利润，并且随着产能的完全释放，明年业绩会快速增长。预计公司 2010Q 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.56 0.68 元，对应的 PE 为 50.95 20.92 和 17.23 倍，维持公司“增持”评级

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	1539.73	1969.65	2412.27	2655.53
主营收入增长率	-4.8%	27.9%	22.5%	10.1%
净利润（百万）	20.58	93.84	224.22	272.84
净利润增长率	--	355.9%	138.9%	21.7%
EPS（元）	0.08	0.23	0.56	0.68

目 录

1.公司概况介绍	1
2.尿素盈利能力回升，区域优势明显.....	2
2.1享受区域优势带来的价差利益.....	2
2.2 合成氨成本高企侵蚀尿素毛利.....	2
2.3 价格上涨和原料自给率提高将改善尿素盈利能力	3
3.公司业绩受益于硝酸铵和硝酸价格上涨.....	4
4.双氧水业务成为公司新的利润增长点.....	6
5.上下游开拓提升公司业绩.....	8
5.1 煤矿投产将明显降低生产成本.....	8
5.2 CDM项目有望明年确认收入.....	8
6.假设及盈利预测	9

图形目录

图 1 2010年上半年公司主营业务收入构成.....	1
图 2公司具备较完善的煤化工产业链.....	1
图 3公司尿素价格明显高于全国平均水平	2
图 4公司尿素毛利率对比.....	3
图 5尿素价格持续上升.....	3
图 6尿素出口数据同比大幅增加.....	3
图 7公路建设投资和建筑安装工程投资累计值.....	4
图 8浓硝酸价格触底反弹.....	5
图 9全国分地区浓硝酸产量.....	5
图 10双氧水下游需求组成.....	6
图 11全国服装产量.....	7
图 12全国机制纸纸板产量.....	7
图 13 2009年以来双氧水全国平均价格.....	7

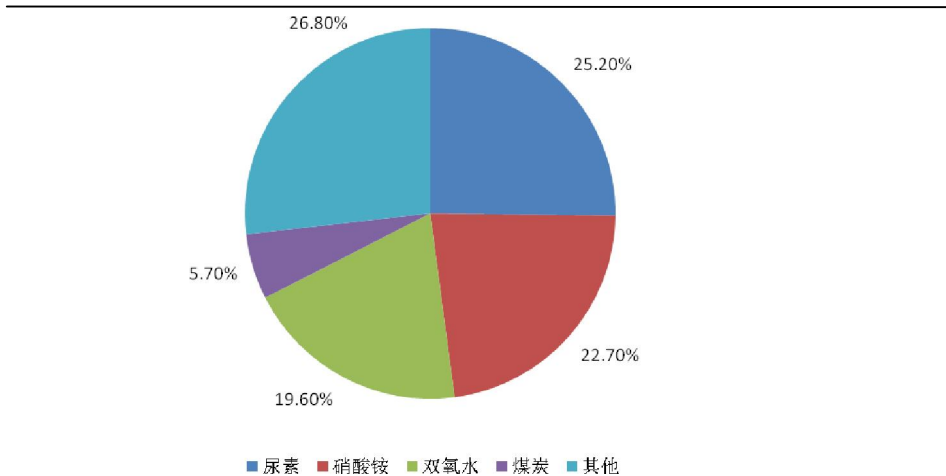
表格目录

表 1 煤炭资源陆续开始贡献业绩.....	8
表 2 公司主营产品未来三年假设.....	9

1.公司概况介绍

公司位于广西壮族自治区柳州市,是两广地区最大的化肥生产企业,主营产品包括尿素、硝酸、硝酸铵、双氧水等。目前公司拥有 30万吨尿素、60万吨稀硝酸、24万吨浓硝酸、28万吨硝酸铵、20万吨双氧水产能。产品主要销往广西、广东等华南地区。

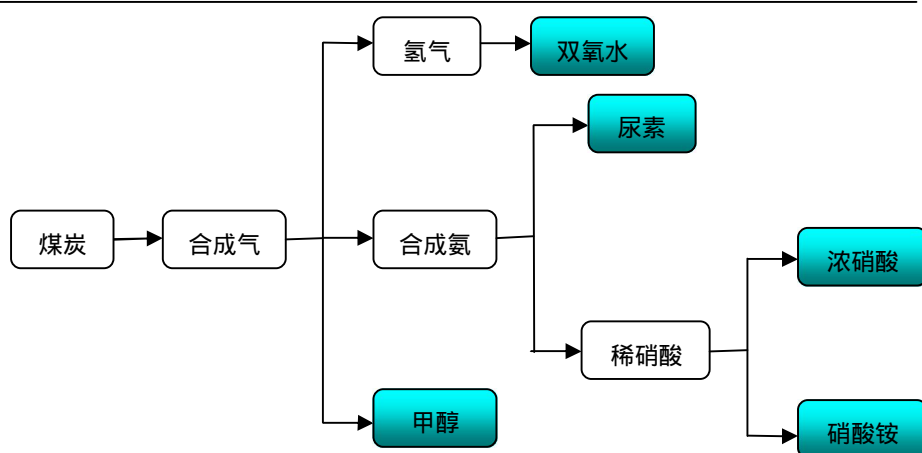
图 1 2010年上半年公司主营业务收入构成



资料来源：公司半年报，东海证券研究所

作为煤化工龙头企业，公司致力于向煤化工上下游发展，在收购煤矿资源的同时公司开始下游产业链的延伸，比如收购盛强化工 10万吨/年双氧水资产等。目前已形成较为完整的煤化工产业链，各个产品能够形成良性互补，增强了公司抵抗市场波动风险的能力。

图 2 公司具备较完善的煤化工产业链



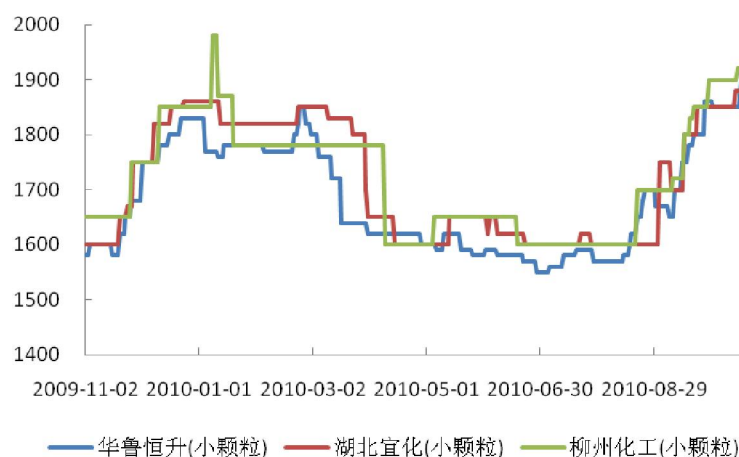
资料来源：东海证券研究所

2 尿素盈利能力回升，区域优势明显

2.1 享受区域优势带来的价差利益

目前虽然全国尿素产能过剩明显，但是广西地区却是尿素供不应求的区域，据统计广西地区尿素年需求为 100 余万吨，而尿素产能只有 80 万吨，其中较大的尿素产能包括柳化股份 30 万吨，河池化工 30 万吨，桂林东方 10 万吨，缺口由周边省份尿素企业供应，因此广西地区尿素价格相比于全国平均水平要高出 50 元左右。公司作为广西地区龙头尿素生产企业能够充分享受价差优势。2009 年国家连续两次上调化肥企业铁路运输价格，整车农用化肥基价 1 和基价 2 由原来年初 4.40 元 / 吨和 0.0305 元 / 吨分别上调到 6.8 元 / 吨和 0.0432 元 / 吨，按照运费 = 基价 1 + 基价 2 * 公里数计算，每吨尿素千米运费增加 15.1 元，进一步增强了公司在广西地区的竞争优势。

图 3 公司尿素价格明显高于全国平均水平

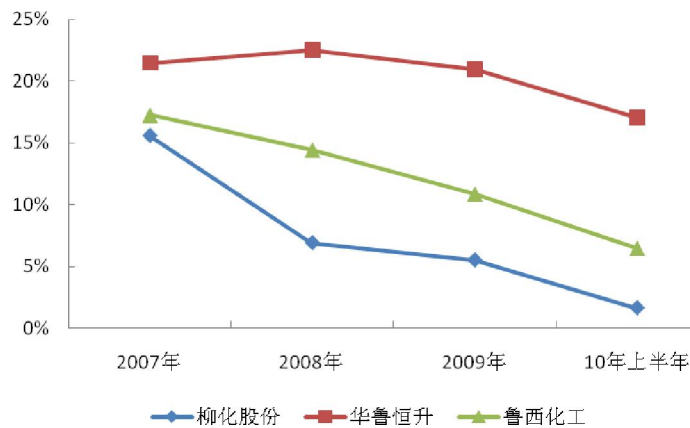


资料来源：百川咨询，东海证券研究所

2.2 合成氨成本高企侵蚀尿素毛利

公司目前拥有两条合成氨生产装置，主要以粉煤为原料，由于老装置吨氨煤耗为 1.7 吨，明显高于平均水平，并且 2007 年投产的 shell 粉煤气化装置的技术掌握情况低于预期，一年的开工时间 300 天左右，开工时间低于预期增加了合成氨成本，同时公司生产所需煤炭需要从贵州等地外购，运费较高，导致公司合成氨生产成本明显高于全国平均水平，拉低尿素毛利率。

图 4 公司尿素毛利率对比



资料来源：东海证券研究所

2.3 价格上涨和原料自给率提高将改善尿素盈利能力

进入八月份后由于粮食价格上涨刺激了农业用肥需求，同时由于国际尿素价格持续上扬，国内尿素出口量明显增加，截止到 8 月份出口量累积比去年同期上涨了 74.95%，另外由于国内天然气价格上涨使气头尿素成本上涨近 200 元，而气头尿素占全部尿素产能的 30% 左右。在需求、出口和成本三重因素影响下尿素价格在 8 月份后即开始上涨，比 7 月份价格高 120 元，上涨幅度达到 7%。我们预计随着 10 月份以后淡季储备开始和经销商备货时间提前的影响，尿素价格在四季度将维持在较高水平。我们预计随着公司煤炭自给率的提升和壳牌粉煤气化技术充分掌握之后将明显降低合成氨生产成本，提升尿素毛利率。

图 5 尿素价格持续上升

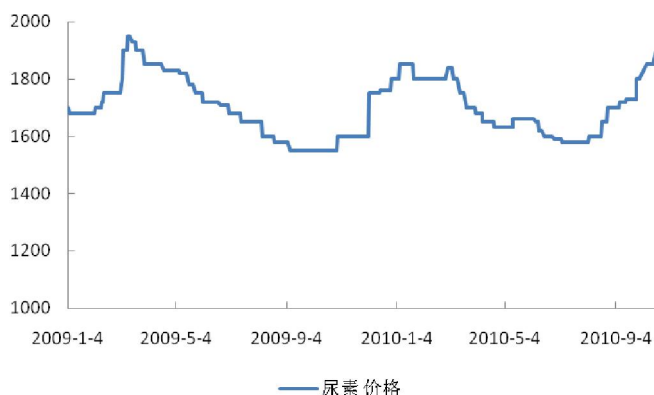
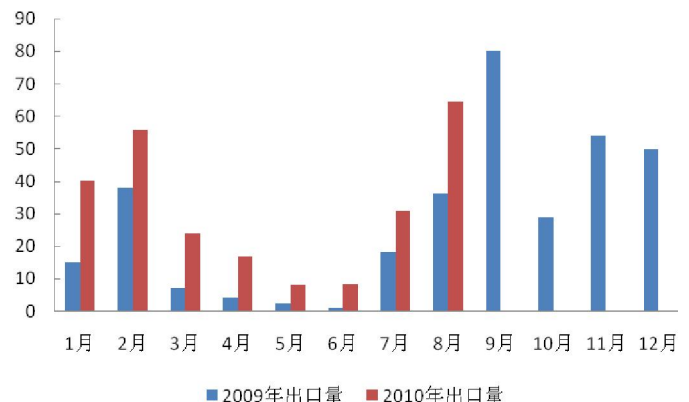


图 6 尿素出口数据同比大幅增加



资料来源：化工在线，东海证券研究所

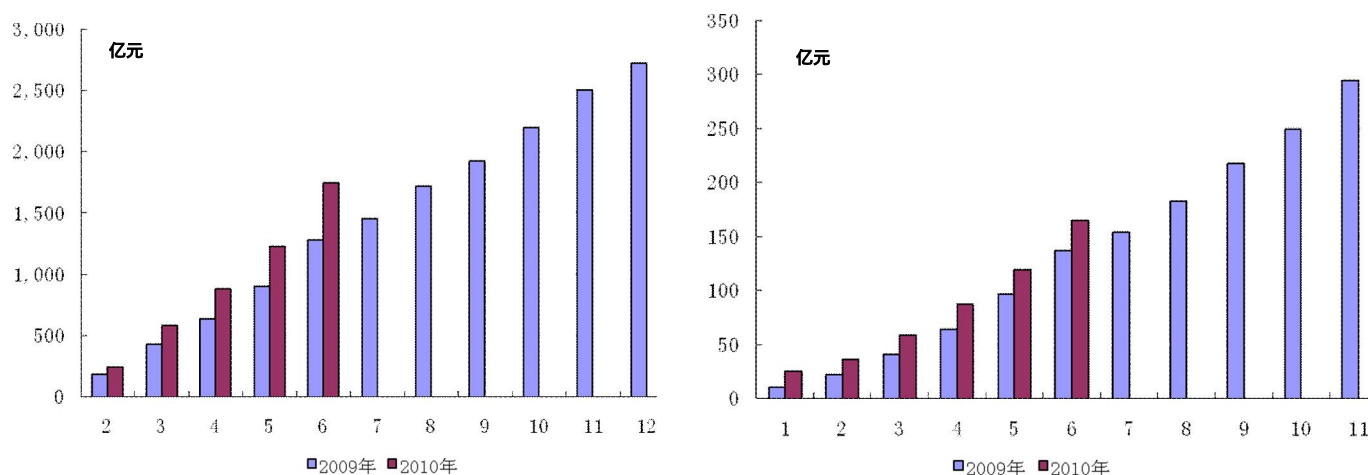
资料来源：wind，东海证券研究所

3.公司业绩受益于硝酸铵和硝酸价格上涨

公司利润主要来源于硝酸铵、浓硝酸和双氧水的销售，其中硝酸铵和浓硝酸贡献的毛利润一直占到公司毛利润的 50%以上。特别是公司于 2009 年通过技术改造使稀硝酸年产能达到 60 万吨以后解决了浓硝酸和硝酸铵的生产瓶颈，使公司浓硝酸产能大幅提升达到 24 万吨。

公司具有 28 万吨硝酸铵生产能力，产品主要在华南地区销售，少量产品外销。由于硝酸铵自身的危险性，其销售半径一般不超过 500 公里，具有较强的区域特点。公司作为两广地区唯一的硝酸铵生产厂家具备明显的垄断地位，硝酸铵毛利率一直高达 30%以上。硝酸铵下游主要是民爆行业和复合肥。随着国家四万亿经济刺激计划等政策的落实，广西交通建设、建筑安装工程等的投资上半年同比分别增加了 20.0% 35.8%，刺激了民爆行业对硝酸铵的需求，我们预计在交通道路等基础设施建设快速增长的影响下硝酸铵的需求持续向好，天然气涨价也将推高气头硝酸铵产品的成本，从而在需求和成本双重推动下，硝酸铵价格将明显上涨。

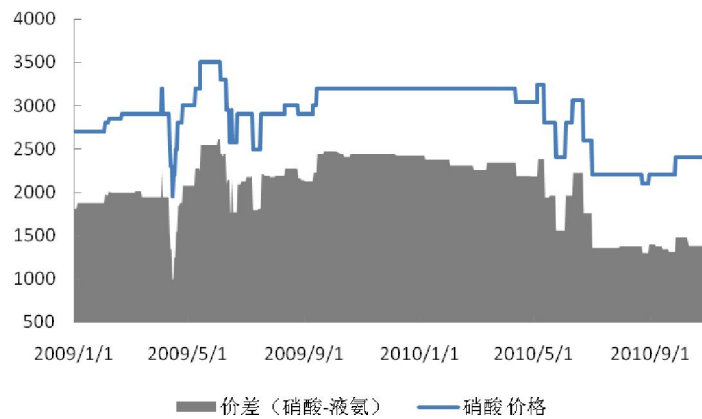
图 7 广西地区公路建设投资和建筑安装工程投资累计值



资料来源：wind，东海证券研究所

2009 年国内浓硝酸产能达到 240 万吨，产量达到 204 万吨（折纯），而年需求达到 200 万吨，基本供需平衡。今年以来陆续有浙江龙山化工、山东联合化工、河北无极共计 30 万吨浓硝酸产能投产，到年底全国浓硝酸产能将达到 270 万吨。而硝酸的下游主要是苯胺、己二酸、MDI、TDI 等化工产品和电子行业。我们预计由于 MDI 化工产品等产能的快速扩张和开工率的回升，将明显增加浓硝酸的需求，有效消化新增产能，浓硝酸市场将处于供需平衡的状态，不会出现明显的过剩局面。同时今年 8 月份以来，由于天然气价格上涨和尿素需求的增加，液氨价格大幅上涨，从而推动浓硝酸成本上升。在需求和成本的双重拉动下，我们预计今年四季度浓硝酸价格将有一定的上涨。

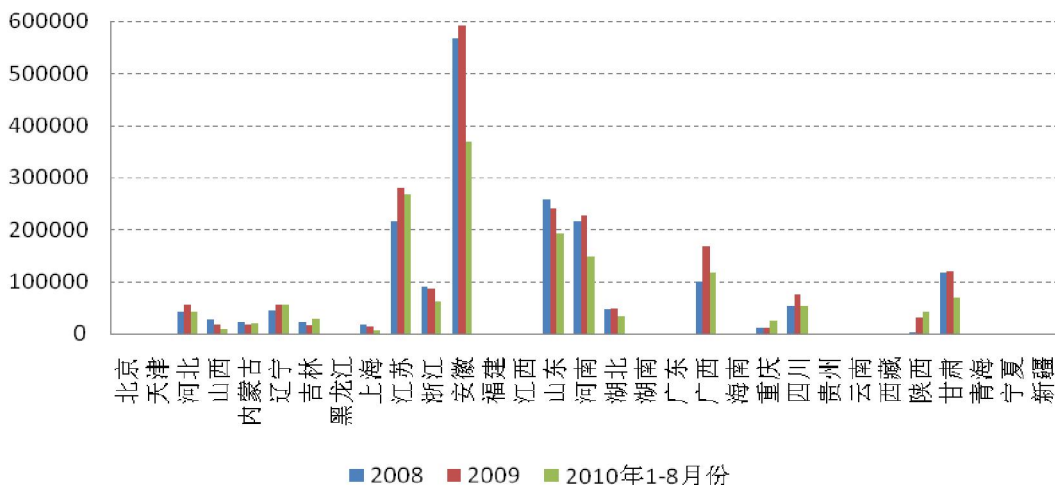
图 8 浓硝酸价格触底反弹



资料来源：化工在线，东海证券研究所

目前国内浓硝酸的生产企业主要集中在华东和华北地区，华南地区浓硝酸生产能力仅占全国产能的 21.6%且主要集中在广西地区。华南地区浓硝酸需求主要应用于电子行业，如半导体和印刷电路板的清洗等，特别是广东省作为我国最大的电子产品生产地，对浓硝酸需求较大，而广东省自身没有浓硝酸生产厂家，所需浓硝酸主要由广西柳化、安徽淮化等公司供给。公司作为华南地区最大的浓硝酸生产厂家，相比于其他企业运输成本低，区域优势明显，除完全占据广西地区浓硝酸市场外，还占据广东地区大部分的市场份额。今年新投产的浓硝酸产能主要集中在山东等华北地区，由于浓硝酸长距离运输和存储成本较高，因而新增产能对华南地区浓硝酸市场影响较小。今年以来广东省通信设备、计算机等电子设备制造业工业增加值 1-9 月份累计同比增加 19%，拉动华南地区对浓硝酸的需求，刺激华南地区浓硝酸价格上涨。

图 9 全国分地区浓硝酸产量



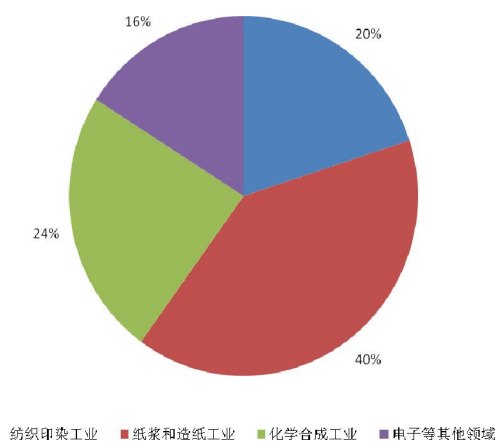
资料来源：中国石油和化工经济数据快报，东海证券研究所

4.双氧水业务成为公司新的利润增长点

公司通过连续两次收购到 2009年年底时共持有盛强化工 99%的股份，目前盛强化工拥有 20万吨 /年 27.5%稀品双氧水产能，配套 4万吨 /年 50%浓品双氧水的生产能力，产品主要销往广东、广西、湖南等地。公司和控股股东柳化集团托管中成化工的双氧水产品在华南市场占有率共计达到 75%以上，具有明显垄断地位。目前公司双氧水盈利水平较高，2010年上半年实现净利润 2499万元，占公司上半年净利润的 53.7%。

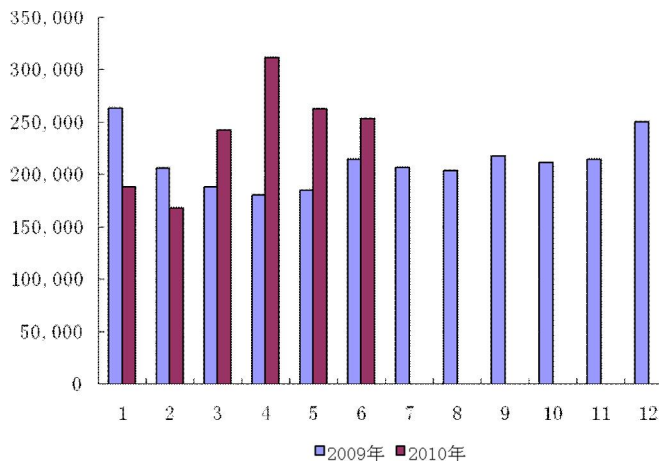
截止到 2009年全国双氧水生产厂家达到 70余家，产能为 122万吨 /年(折纯)，产量约为 95.1万吨，而年消费量为 94.7万吨，供需基本平衡。双氧水主要应用于造纸、纺织、化工合成三大领域，合计占到双氧水需求的 80%以上。今年上半年服装产量同比去年同期上涨 15.2%，机制纸及纸板产量同比增长 13.6%，下游需求的增加促使双氧水价格同比大幅度上涨。目前华南地区 27.5%双氧水价格为 1000元 /吨，我们预计双氧水价格在需求推动下将继续维持高位。

图 10双氧水下游需求组成



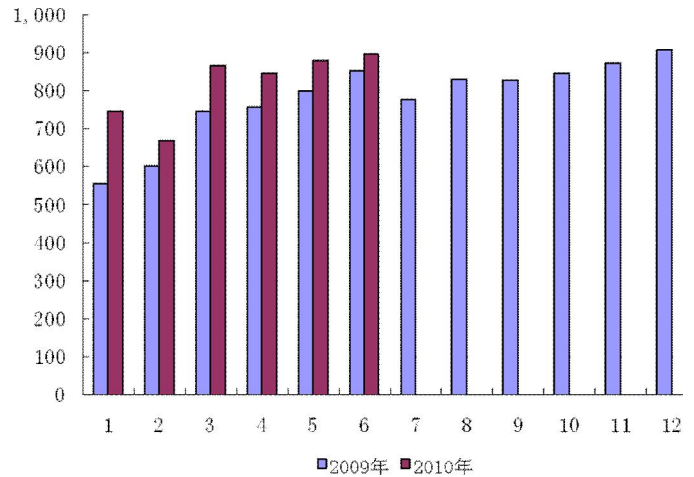
资料来源：东海证券研究所

图 11 全国服装产量



资料来源：wind，东海证券研究所

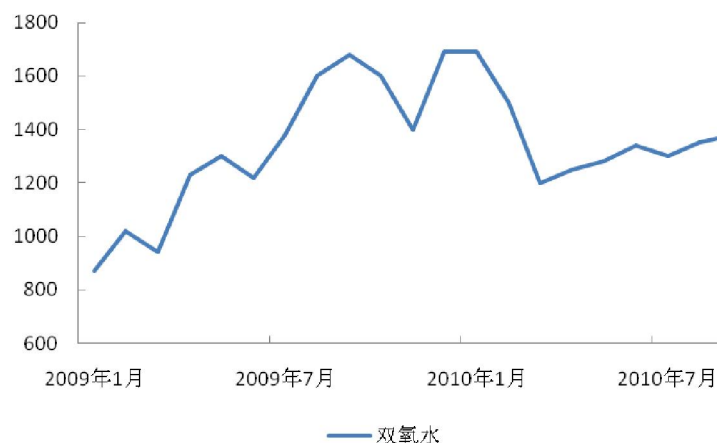
图 12 全国机制纸纸板产量



资料来源：wind，东海证券研究所

由于双氧水销售半径的制约，其消费表现出较强的区域性，形成了华北、华东、华南三个区域，过剩的产能主要集中在华北地区，华东地区供不应求，而华南地区基本供需平衡。公司的双氧水主要供给广东地区电子行业等，广东地区经济增长态势良好，对双氧水需求增加，并且根据广西壮族自治区政府公布的全区造纸业发展规划，广西纸及纸板产量将从 2009年的 200万吨发展到 2012年 500万吨，同时提升造纸行业技术水平，严格限制对环境污染较大的氯漂技术，环保型造纸行业的发展将成为华南地区双氧水新的下游需求，按照每吨纸消耗 0.9吨纸浆，每吨纸浆需双氧水 5%（折纯）计算，我们预计将增加双氧水需求 50万吨，华南地区双氧水价格将在较长时间维持高位。

图 13 2009年以来双氧水全国平均价格



资料来源：中国石油和化工经济分析，东海证券研究所

5.上下游开拓提升公司业绩

5.1 煤矿投产将明显降低生产成本

国内煤化工行业产品产能过剩严重,同时生产技术同质性明显,该行业所属公司核心竞争力在于控制上游资源以降低成本和延伸下游产业链以提升产品附加值。为了降低公司产品的生产成本,提升产品竞争力,公司通过收购和参股积极扩展上游煤炭资源。2007年公司出资收购贵州新益矿业 90%的股权,该煤矿煤炭地质储量为 6603万吨,可采储量 4570万吨,分为一、二、三号矿区,2009年公司通过贵州新益煤矿购买贵州兴义市凹子冲煤矿 60%股权,该煤矿拥有 10万吨产能。目前新益煤矿一号矿区和凹子冲煤矿正在办理安全许可证等材料,我们预计两大煤矿明年能够正式投产,将出煤 30万吨,按照煤炭到厂价 800元,生产成本 600元计算,煤矿投产后每吨煤炭成本降低 200 元,公司将节省税后成本 4500 万元,增厚 EPS0.11元。

表 1煤炭资源陆续开始贡献业绩

		地质储量 /万吨	可采储量 /万吨	年产能	目前进展
新益煤矿	一号矿区	3667	1941.45	30	申请安全许可证
	二号矿区	1805	1606	30	申请探矿权证
	三号矿区	1121	1021	30	前期准备中
凹子冲煤矿	--	--	--	10	申请安全许可证

资料来源：东海证券研究所

5.2 CDM项目有望明年确认收入

公司和日本三菱公司签订合作协议共同投资建设硝酸尾气二氧化氮减排 CDM 项目,按照协议,二氧化氮的减排总量折算为二氧化碳的量大约为 100万吨 /年,由三菱公司全部收购,协议价为 10.5美元 /吨,有效期为 2008-2012 年,该 CDM 项目于 2008年 5月 9日在联合国注册成功,目前正在等待联合国验收确认收入,该项目将为公司增加净利润大约为 2000万元,明年如果能够确认收入将增加公司利润。

6.假设及盈利预测

表 2 公司主营产品未来三年假设

年 份		2010E	2011E	2012E
尿素	产量 (万吨)	30	30	30
	单价 (元 /吨)	1750	1800	1850
	成本 (元 /吨)	1670	1710	1710
	毛利率	4%	5%	7%
双氧水	产量 (万吨)	20	25	30
	单价 (元 /吨)	812	854	854
	成本 (元 /吨)	600	600	600
	毛利率	26%	29%	29%
硝酸铵	产量 (万吨)	30	30	30
	单价 (元 /吨)	1794	1837	1837
	成本 (元 /吨)	1300	1330	1330
	毛利率	27%	27%	27%
浓硝酸	产量 (万吨)	24	26	28
	单价 (元 /吨)	2136	2222	2222
	成本 (元 /吨)	1550	1600	1600
	毛利率	27%	27%	27%
煤炭	产量 (万吨)	0	30	50
	单价 (元 /吨)	--	769	769
	成本 (元 /吨)	--	600	600
	毛利率	--	21%	21%

资料来源：东海证券研究所

我们认为由于煤矿明年正式投产将明显提升公司利润,并且随着产能的完全释放,业绩会快速增长。预计公司 2010 2011和 2012年的 EPS分别为 0.23元、0.56 0.68元,对应的 PE为 50.95 20.92和 17.23倍。虽然 PE高于煤化工行业平均水平,但公司在产业链上下游的开拓和尿素毛利率的大幅度回升将明显提升公司盈利能力,按照目前煤化工上市公司平均 PE估值 24倍,我们给予公司 6个月目标价为 13.44元,维持公司“增持”评级

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	177	209	261	290	营业收入	1540	1970	2412	2656
应收款项	139	151	185	204	增长率	-4.8%	27.9%	22.5%	10.1%
存货净额	295	290	337	367	营业成本	1292	1563	1809	1972
其他流动资产	136	160	195	215	营业成本 / 营业收入	83.9%	79.3%	75.0%	74.2%
流动资产合计	747	810	979	1076	营业税金及附加	7	13	16	17
固定资产	3007	2981	2888	2743	销售费用	53	69	84	93
无形资产及其他	157	147	136	126	销售费用 / 营业收入	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
投资性房地产	47	47	47	47	管理费用	81	103	127	139
长期股权投资	11	11	11	11	管理费用 / 营业收入	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
资产总计	3969	3996	4060	4002	财务费用	89	100	97	83
短期借款	1329	1262	1022	623	投资收益	0	0	0	0
应付款项	219	224	260	283	资产减值及公允价值				
其他流动负债	192	178	208	227	变动	1	0	0	0
流动负债合计	1741	1664	1490	1133	其他收入	0	0	0	0
长期借款及应付债券	761	761	761	761	营业利润	20	122	280	352
其他长期负债	28	28	28	28	增长率	-81.0%	523.5%	129.4%	25.4%
长期负债合计	789	789	789	789	营业外净收支	12	0	0	0
负债合计	2530	2453	2279	1922	利润总额	32	122	280	352
少数股东权益	38	48	62	88	增长率	-71.2%	282.3%	129.4%	25.4%
股东权益	1401	1495	1719	1992	所得税费用	4	18	42	53
负债和股东权益总计	3969	3996	4060	4002	少数股东损益	8	10	14	26
					归属于母公司净利润	21	94	224	273
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	增长率	--	355.9%	138.9%	21.7%
每股收益	0.08	0.23	0.56	0.68	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股红利	0.10	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	197	318	475	586
每股净资产	5.26	3.74	4.30	4.99	资本开支	(560)	(218)	(183)	(158)
ROS	1%	5%	9%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	1%	6%	13%	14%	投资活动现金流	(566)	(218)	(183)	(158)
毛利率	16%	21%	25%	26%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	11%	16%	16%	负债净变化	(460)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	24%	28%	28%	支付股利、利息	(27)	0	0	0
收入增长	-5%	28%	22%	10%	其它融资现金流	1370	(67)	(240)	(399)
净利润增长	--	356%	139%	22%	融资活动现金流	397	(67)	(240)	(399)
资产负债率	65%	63%	58%	50%	现金净变动	28	32	52	29
息率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	149	177	209	261
P/E	183.3	49.9	20.9	17.2	货币资金的期末余额	177	209	261	290
P/B	2.7	3.1	2.7	2.3	企业自由现金流	(283)	184	374	498
EV/EBITDA	22.3	19.3	13.2	10.7	权益自由现金流	627	32	52	29

附注：

一、行业评级

推荐 - Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122