

柳化股份 (600423)

区域龙头、瓶颈解除，产能大增

—柳化股份调研简报

未评级

股价：RMB13.19

分析师

肖晖
+755-82493656
xiaohui@lhzq.com

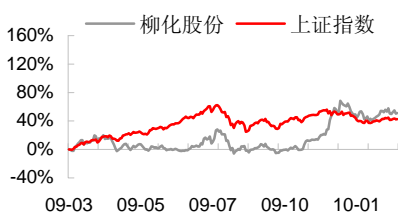
李辉
+755-82364424
lihuiyjs@lhzq.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	266
流通 A 股 (百万股)	266
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	3876

与上证指数对比走势图



资料来源：华泰联合证券

- 公司是两广地区煤化工龙头企业，致力于发展氨加工产品。公司通过横向收购相关行业公司拓展下游产品，纵向收购煤矿进一步降低上游原材料成本，煤化工产业链日臻完善。其中新老装置共有 55 万吨/年合成氨产能，稳定运行可使下游尿素产能由 25 万吨扩至 35 万吨、硝酸铵由 20 万吨扩至 38 万吨、浓硝酸由 18 万吨扩至 24 万吨；另有纯碱 8 万吨、氯化铵 8 万吨、亚硝酸钠、硝酸钠 6 万吨；多余合成气可供年生产甲醇 4 万吨。通过收购柳州盛强化工涉足双氧水，合成氨的废气年可生产双氧水 24 万吨。
- 公司引进的壳牌合成氨装置 2007 年投入使用之后一直处于探索磨合阶段，频繁停车，2009 年三季度开始能够稳定运行，平均连续运行时间 2~3 个月，最长达到 120 天。新装置使用粉煤代替块煤，合成氨成本大大降低，每吨比老装置低 200-300 元，新装置吨氨耗煤从 1.7 吨下降 10%，最高达到 1.4 吨，公司控股 90% 的贵州新益煤矿 1 号井 10 年可开采 10 万吨，控股 54% 的凹子冲煤矿扩建后产能 20 万吨，届时吨煤成本只有 500 元/吨到厂价，较外购降低 200 元/吨。单耗降低和原料成本下降将大大提高公司利润水平。
- 据我们统计 09 年全国尿素产能 6500 万吨，主要集中在山东、山西、河南、四川、湖南、内蒙古、新疆、河北等八个省份，占全国 2/3，广西全区耕地面积 6300 万亩，每年农业尿素需求量 100 万吨，工业尿素需求 10 万吨，区内只有柳化、河池、桂林东方三家尿素企业总产能 70 万吨。在全国尿素普遍产能过剩的情况下，供需缺口使得广西地区尿素价格持续高于全国平均水平 100 元/吨，公司尿素销售情况较好，随着产能扩大，公司预计 10 年产销尿素 30 万吨，较 09 年增长 75%。随着煤、电、运价格上涨导致全国尿素成本线上移，天然气价格上调将进一步推高国内尿素价格，关税下调有望增加出口。我们预计 10 年尿素销售均价上涨至 1800 元/吨，新装置生产比例的增加带来整体毛利提高至 15%，则尿素业务贡献净利润 3000 万，对应 EPS0.11 元/股。
- 公司具有 60 万吨稀硝酸产能与尿素共用合成气，在化肥销售淡季可将更多合成氨用于生产硝酸产品，公司是两广地区唯一的大型硝酸铵和硝酸生产厂，具有得天独厚的运输优势，硝酸铵下游主要是民爆和复合肥生产行业，随着未来北部湾开发的进行，对炸药的需求将大大增加，复合肥使用比例的提高也有助于扩大该产品销售，我们预计 10 年生产硝酸铵 35 万吨，价格 2050 元/吨，毛利超过 24%，贡献净利润 6000 万，对应 EPS0.22 元/股。浓硝酸下游主要是电子、苯胺、MDI 等企业，公司 50% 销往广东地区，我们预计随着未来下游进一步复苏，硝酸价格有望上涨，公司预计 10 年生产 22 万吨，销售价格 2000 元/吨，毛利超过 22%，贡献净利润 5000 万，对应 EPS0.19 元/股

- 公司 09 年 12 月收购集团 39% 的柳州盛强化工股权, 控股比例达到 99%, 该公司利用柳化的合成氨废气生产双氧水, 毛利超过 30%, 一期工程 10 万吨/年稀双氧水+2 万吨/年浓双氧水已投产, 二期工程相应产能于 09 年建成投产。我们预计 10 年生产双氧水 22 万吨, 价格超过 900 元/吨, 毛利超过 30%, 贡献净利润 3500 万, 对应 EPS0.13 元/股。预计 10 年其他产品收入贡献 EPS0.05 元/股。
- 随着公司新设备步入正轨, 生产瓶颈有效解除之后各项产品产能翻番, 生产成本大幅降低, 我们预测 09、10、11 年 EPS 为 0.07、0.70、0.90 元, 对应当前 13.19 的股价, PE 分别为 189 倍、19 倍、15 倍, 估值相对合理, 暂未评级。国内天然气价格上调成为大势所趋, 按照 2010 年天然气价格上调 0.2-0.4 元/M³ 的普遍预期, 气头尿素成本将上涨 150-300 元/吨。中成化工资产注入的依然可期, 未来有望进一步提高公司盈利水平和经营业绩, 建议关注。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com