

2010年4月15日

# 柳化股份

## 2010 将实现盈利大幅好转

**A**
**持有**

600423.SS - 人民币 14.84

目标价格: 人民币 13.52(▲10.00)

**倪晓曼**

(8621) 6860 4866 分机 8319

xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	5	13	(4)	34
相对新华富时	13	7	(1)	13
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	266
流通股(%)	61
流通股市值(人民币 百万)	2,344
3个月日均交易额(人民币 百万)	52
净负债比率(%)	133
主要股东(%)	
柳化集团	36.3

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 中银国际证券有限责任公司

公司2009年主营收入和净利同比分别下滑5%和77%，低于市场预期。2010年考虑外部需求改善和公司自身产品线拓展以及产能提升，我们预计业绩将实现大幅反转，但即使这样目前其估值仍不便宜，维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 由于外部环境低迷和公司内部生产设备问题，2009年公司主营利润大幅下滑77%，并且净负债率高达133%。尽管如此，公司仍公布了每10股送2股，转增3股，并现金分红1元的慷慨分配方案。
- 得益于新并购公司的双氧水和煤炭产能贡献，以及公司本部硝酸技改产能提升，我们预计2010年公司盈利将大幅反转，主营收入同比将增长41%，而净利同比提升近6倍，每股盈利达到0.52元。

### 评级面临的风险因素

- 近期煤炭成本上升较快，可能对公司利润率提升造成压力。

### 估值

- 即使考虑柳化股份2010年净利较2009年有大幅增长空间，目前其2010年预期市盈率仍超过27倍，我们认为估值并不便宜，维持持有评级。
- 基于26倍2010年每股收益，我们将公司目标价由10.00元上调至13.52元。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,618	1,540	2,176	2,611	3,003
变动(%)	32	(5)	41	20	15
净利润(人民币 百万)	91	21	138	176	228
全面摊薄每股收益(人民币)	0.342	0.076	0.520	0.661	0.857
变动(%)	(33.4)	(77.6)	580.3	27.2	29.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.582	0.680	-
先前预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.451	0.748	-
调整幅度(%)	-	-	15.2	(11.6)	-
核心每股收益(人民币)	0.342	0.076	0.520	0.661	0.857
变动(%)	(33.4)	(77.6)	580.3	27.2	29.7
全面摊薄市盈率(倍)	42.2	188.6	27.7	21.8	16.8
核心市盈率(倍)	42.2	188.6	27.7	21.8	16.8
每股现金流量(人民币)	0.14	0.60	1.71	2.24	2.44
价格/每股现金流量(倍)	103.9	24.1	8.4	6.4	5.9
企业价值息税折旧前利润(倍)	15.8	22.3	12.4	9.7	8.5
每股股息(人民币)	0.042	0.000	0.010	0.030	0.050
股息率(%)	0.3	0.0	0.1	0.2	0.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

**估值。**即使考虑柳化股份 2010 年净利较 2009 年有大幅增长空间，目前其 2010 年预期市盈率仍超过 27 倍，我们认为估值并不便宜，维持**持有**评级。基于 26 倍 2010 年每股收益，我们将公司目标价由 10.00 元上调至 13.52 元。

**2009 年公司实现净利 2,058 万元。**柳化股份公告 2009 年业绩，由于外部环境低迷和公司内部设备问题，导致全年业绩较差，分别实现 15.4 亿元销售收入和 2,058 万元净利，同比分别下降 5%和 77%。由于公司主要产品 2009 年不仅产销量同比减少，同时因需求低迷产品价格大幅下滑，拖累公司主营毛利率同比收窄 3 个百分点，毛利同比下滑 24%。另外，由于 2009 年度公司的储存、运输费用增加，导致销售费用同比增长 50%，加之其少数股东权益增加，最终拖累净利同比下滑达 77%。我们同时看到，2009 年度由于公司主营业绩较差和对外投资较多，导致负债压力较大，净负债率已达到 133%。另外，公司公布了每 10 股送 2 股，转增 3 股，并现金分红 1 元的分配方案。

**图表 2.业绩摘要**

(人民币 百万)	2008 年	2009 年	同比变动%
营业额	1,618	1,540	(5)
销售税金	(14)	(7)	(53)
净销售额	1,604	1,533	(4)
销售成本	(1,287)	(1,292)	0
毛利润	317	241	(24)
销售费用	(35)	(53)	50
管理费用	(76)	(81)	6
经营利润	206	107	(48)
投资收益	0	0	
财务费用	(94)	(89)	(5)
资产减值	(9)	1	(115)
其它	8	12	57
税前利润	111	32	(71)
所得税	(19)	(4)	(81)
少数股东权益	(0)	(8)	1,825
净利润	91	21	(77)
<b>主要比率 (%)</b>			
毛利率	19.6	15.6	
经营利润率	12.8	7.0	
净利率	5.6	1.3	

资料来源：公司数据

**着手实施并购战略。**柳化股份在 2009 年上半年购买贵州兴义凹子冲煤矿有限公司 60%的股权后。又在年底公告拟以货币资金 3,924 万元收购盛强公司 39%的股权,至此公司将持有盛强 99%的股权。盛强公司主要产品为氧化氢(双氧水),原有年产能 10 万吨。目前该公司新建 10 万吨双氧水产能已于 2009 年 10 月建成投产,这样公司共拥有 20 万吨双氧水产能。双氧水是一种重要的氧化剂、漂白剂和消毒剂,在纺织、造纸和其它化工、电子行业中被广泛运用。我们预计在 2010 年盛强公司可为柳化贡献近 20 万吨的双氧水业绩。

**2010 年将实现盈利大幅反转。**我们预计 2010 年公司业绩将实现大幅反转,一方面是由于市场外部需求好转,一方面是公司自身产能扩充和产品种类增加所致。由于在 2009 年公司进行了硝酸的技改扩建,我们预计 2010 年其硝酸产量可由同期的 30 万吨提升至 40 万吨,同时将新增盛强 20 万吨双氧水产量,另外公司预计到 2010 年凹子冲煤矿可贡献 20 万吨以上的粉煤,将进一步降低公司的原料成本,并且新益煤矿将有 10 万吨块煤贡献利润。总之,我们预计 2010 年公司主营收入同比将提升 41%至 21.8 亿元,净利将增长近 6 倍达到 1.38 亿元,每股盈利 0.52 元。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,618	1,540	2,176	2,611	3,003
销售成本	(1,301)	(1,299)	(1,705)	(2,037)	(2,327)
运营费用	24	19	(7)	1	(33)
<b>营业利润 (息税前利润)</b>	<b>341</b>	<b>260</b>	<b>464</b>	<b>575</b>	<b>642</b>
折旧与摊销	(135)	(153)	(176)	(220)	219
<b>息税折旧前利润</b>	<b>206</b>	<b>107</b>	<b>288</b>	<b>355</b>	<b>423</b>
净利息收入(费用)	(94)	(89)	(121)	(135)	(135)
其它盈利/(亏损)	(1)	14	10	10	10
<b>税前利润</b>	<b>111</b>	<b>32</b>	<b>177</b>	<b>230</b>	<b>298</b>
所得税	(19)	(4)	(27)	(35)	(45)
少数股东损益	(1)	(8)	(12)	(20)	(25)
<b>净利润</b>	<b>91</b>	<b>21</b>	<b>138</b>	<b>176</b>	<b>228</b>
<b>核心净利润</b>	<b>91</b>	<b>21</b>	<b>138</b>	<b>176</b>	<b>228</b>
每股收益(人民币)	0.342	0.076	0.520	0.661	0.857
核心每股收益(人民币)	0.342	0.076	0.520	0.661	0.857
每股派息(人民币)	0.042	0.000	0.010	0.030	0.050
营收增长率(%)	32	(5)	41	20	15
系税前利润增长率(%)	16	(48)	168	23	19
息税折旧前利润增长率(%)	37	(24)	78	24	12
每股收益增长率(%)	(33)	(78)	580	27	30
核心每股收益增长率(%)	(33)	(78)	580	27	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	149	177	169	221	272
应收帐款	100	129	174	209	240
库存	328	295	326	392	450
其它流动资产	98	146	105	120	101
<b>流动资产合计</b>	<b>674</b>	<b>747</b>	<b>774</b>	<b>942</b>	<b>1,063</b>
固定资产	2,559	2,992	3,117	2,381	2,490
无形资产	130	16	0	779	794
其它长期资产	87	215	271	199	151
<b>长期资产合计</b>	<b>2,776</b>	<b>3,224</b>	<b>3,388</b>	<b>3,359</b>	<b>3,436</b>
<b>总资产</b>	<b>3,450</b>	<b>3,970</b>	<b>4,162</b>	<b>4,301</b>	<b>4,499</b>
应付账款	228	220	288	343	392
短期债	483	1,329	1,350	1,200	800
其它流动负债	23	192	215	275	305
<b>流动负债合计</b>	<b>734</b>	<b>1,741</b>	<b>1,853</b>	<b>1,818</b>	<b>1,497</b>
长期借款	1,221	761	700	700	1,000
其他长期负债	123	29	30	30	30
股本	266	266	266	266	266
储备	1,093	1,135	1,263	1,417	1,611
<b>股东权益</b>	<b>1,359</b>	<b>1,401</b>	<b>1,529</b>	<b>1,683</b>	<b>1,877</b>
少数股东权益	14	38	50	70	95
<b>负债权益总计</b>	<b>3,450</b>	<b>3,970</b>	<b>4,162</b>	<b>4,301</b>	<b>4,499</b>
每股账面价值(人民币)	5.10	5.26	5.74	6.32	7.05
每股有形资产(人民币)	4.62	5.20	5.74	3.40	4.07
每股净负债/(现金)(人民币)	5.84	7.19	7.07	6.31	5.74

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	111	32	177	230	298
折旧与摊销	135	153	176	220	219
净利息费用	94	89	121	135	135
营运资本变动	(287)	(111)	8	45	41
支付税金	(19)	(4)	(27)	(35)	(45)
其它经营现金流	0	0	0	0	0
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>34</b>	<b>159</b>	<b>455</b>	<b>596</b>	<b>649</b>
固定资产净采购	(495)	(228)	(300)	(250)	(350)
投资减少/(增加)	0	0	0	0	0
其它投资现金流	(94)	(85)	(120)	(135)	(135)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(589)</b>	<b>(313)</b>	<b>(420)</b>	<b>(385)</b>	<b>(485)</b>
净资产增加	0	0	0	0	0
净负债增加	506	386	(40)	(150)	(100)
支付股息	(13)	(118)	(3)	(8)	(13)
其它筹资现金流	14	(86)	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流</b>	<b>507</b>	<b>182</b>	<b>(43)</b>	<b>(158)</b>	<b>(113)</b>
现金余额变动	(49)	28	(8)	53	50
年初现金	197	149	177	169	221
公司自由现金流	(555)	(154)	35	211	164
股权自由现金流	(50)	232	(6)	61	64

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>盈利能力(%)</b>					
息税折旧前利润率	21.1	16.9	21.3	22.0	21.4
息税前利润率(%)	12.7	7.0	13.2	13.6	14.1
税前利润率(%)	6.9	2.1	8.1	8.8	9.9
净利率(%)	5.6	1.3	6.4	6.7	7.6
<b>流动性</b>					
流动比率	0.9	0.4	0.4	0.5	0.7
已获利息倍数	2.2	1.2	2.4	2.6	3.1
净负债权益比	113.3	133.0	119.2	95.8	77.5
速动比率	0.5	0.3	0.2	0.3	0.4
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	42.2	188.6	27.7	21.8	16.8
核心市盈率	42.2	188.6	27.7	21.8	16.8
目标价对应的核心市盈率	46.9	209.4	30.8	24.2	18.7
市净率	2.8	2.7	2.5	2.3	2.0
股价/现金流	103.9	24.1	8.4	6.4	5.9
企业价值/息税折旧前利润	15.8	22.3	12.4	9.7	8.5
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	65.3	87.6	66.5	64.3	51.2
应收帐款周转天数	19.9	27.2	25.5	26.8	27.3
应付帐款周转天数	55.7	53.0	42.6	44.1	44.7
<b>收益率(%)</b>					
派息率	12.2	0.0	1.9	4.5	5.8
净资产收益率	6.9	1.5	9.4	11.0	12.8
资产营运利润率	5.4	2.6	6.0	7.1	8.2
已投入资本收益率	7.4	3.2	8.0	9.8	11.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 4 月 13 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371