

柳化股份 (600423)

区域煤化工龙头，业绩有望大幅增长

增持/ 首次评级

股价：RMB14.66

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:S1000208110160
+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

陈小鹭
+755-82125084 chenxiaolu@lhqz.com

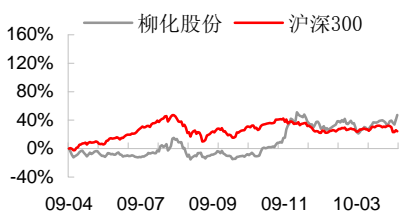
- 公司是两广地区煤化工龙头企业。主要生产尿素、硝酸及硝酸盐、纯碱、甲醇等氨加工产品，产品链柔性互补。通过收购上游煤炭资源和柳州盛强化工，公司开始向上下游相关产品扩展，煤化工产业链日臻完善。
- 公司产品具备明显的区域销售优势。广西地区尿素供不应求，价格较全国平均高 100 元/吨，销售半径只在柳州地区完成。作为两广地区唯一大型硝酸铵和硝酸企业，受益北部湾开发对炸药的需求增加和硝酸下游行业景气，产品价格和毛利较为稳定。国内天然气价格上调将抬高气头企业成本，公司成本优势将更加明显。
- 壳牌装置成本优势显现。随着核心设备稳定运行时间提高到 2 个月，成本优势逐渐显现。吨氨耗煤从 1.7 吨下降至 1.5 吨，吨氨成本比老装置低 200 元。10 年贵州新益煤矿和凹子冲煤矿 20 万吨煤炭开采，吨煤成本只有 550 元/吨到厂价，较外购降低 200 元/吨，增厚 EPS0.11 元/股。
- 上下游匹配性提高，产能充分发挥。公司 30 万吨尿素和 15 万吨稀硝酸扩产之后解除了浓硝酸瓶颈，产能得到更加充分发挥。随着下游市场需求回暖，公司主要产品市场价格较 09 年回升 10%。公司 10 年业绩有望大幅增长。
- 产业链扩张稳步进行。公司在拓展煤化工产业链上动作频频，09 年进一步收购盛强化工 39% 的股权，利用合成氨废气生产双氧水毛利超过 30%，我们预计二期工程建成之后双氧水产能将达到 22 万吨。广西媒体报道 10 年 1 月柳化集团并购了国内最大的双氧水和保险粉生产企业中成化工，具备 60 万吨双氧水和 40 万吨保险粉产能。
- 随着新装置步入正轨，生产瓶颈解除之后产能大增，生产成本大幅降低，公司业绩有望大幅增长。我们预测 10、11、12 年 EPS 为 0.65、0.84、1.05 元，对应 15.64 的股价，PE 分别为 24.1 倍、18.5 倍、14.9 倍，估值相对合理。中成化工与公司产品存在同业竞争，资产注入依然可期。首次给予“增持”评级。

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)	3903

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1539.7	431.8	1859.6	2143.3	2361.2
(+/-%)	-4.8	46.0	20.8	15.3	10.2
归属母公司净利润(百万元)	20.6	26.7	172.5	224.4	279.3
(+/-%)	-77.4	311.8	737.9	30.1	24.4
EPS(元)	0.08	0.10	0.65	0.84	1.05
P/E(倍)	204.1	157.5	24.1	18.5	14.9

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

区域煤化工龙头企业.....	3
煤化工产业链完整，产品链弹性互补	3
区域龙头，优势明显	5
尿素供不应求	5
硝酸开工率略有回升	6
产业标准即将出台	7
硝酸铵分享下游民爆行业景气	8
天然气调价将使公司获得相对优势	8
业绩有望大幅增长	9
壳牌装置优势开始显现	9
煤矿产能开始释放，原材料成本进一步降低.....	10
氨加工产品上下游匹配性提高	11
产品价格触底回升	11
产业链扩张稳步进行.....	11
收购盛强，进军双氧水业务	12
双氧水应用领域广泛	12
产能大幅增加	12
存在同业竞争，整合预期依然存在	14
兴义市煤化工基地意向性投资	14
2010 年有望确认 CDM 收入.....	15
财务预测与估值.....	16
盈利预测及假设.....	16
©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所	18

区域煤化工龙头企业

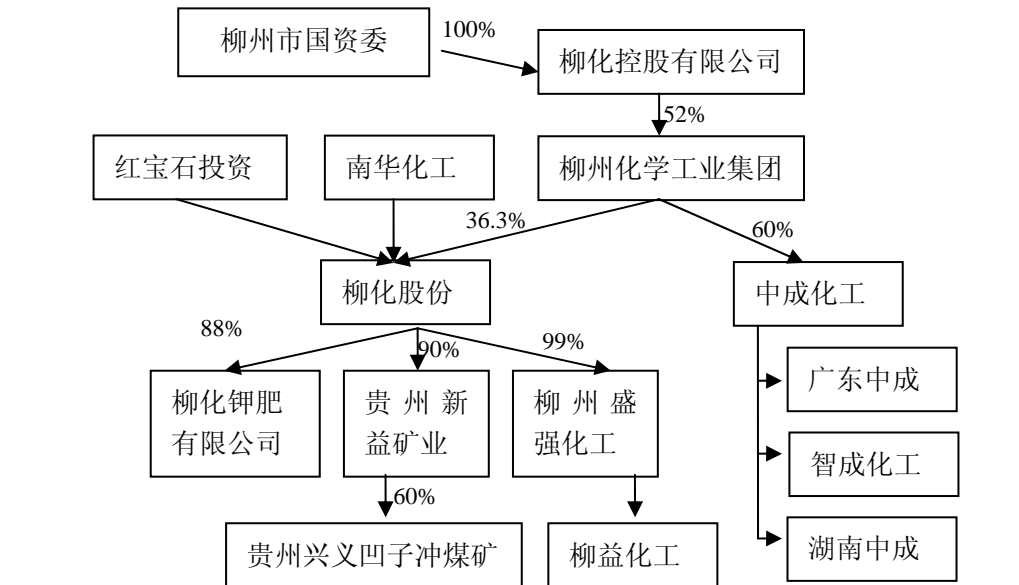
公司是两广地区最大的化肥生产企业和煤化工龙头，致力于发展氨加工产品。实际控制人为柳州市国资委。

公司原材料采购自贵州、湖南等地，面对广西地区缺煤的局面，07年11月公司收购贵州新益矿业有限公司90%股权，08年7月新益矿业收购贵州兴义凹子冲煤矿60%股权，开始尝试上游煤炭自给。

通过09年3月和12月两次横向收购柳州盛强化工，公司开始下游相关产品扩展，煤化工产业链日臻完善。

公司短期的盈利增长点产品价格上涨和内生性生产效率的提高，设备运行效率提高和原材料的自给能有效降低成本。中长期增长来源于产品产能的扩张和煤化工产业链的外延式扩张。

图 1、柳化股份股权关系



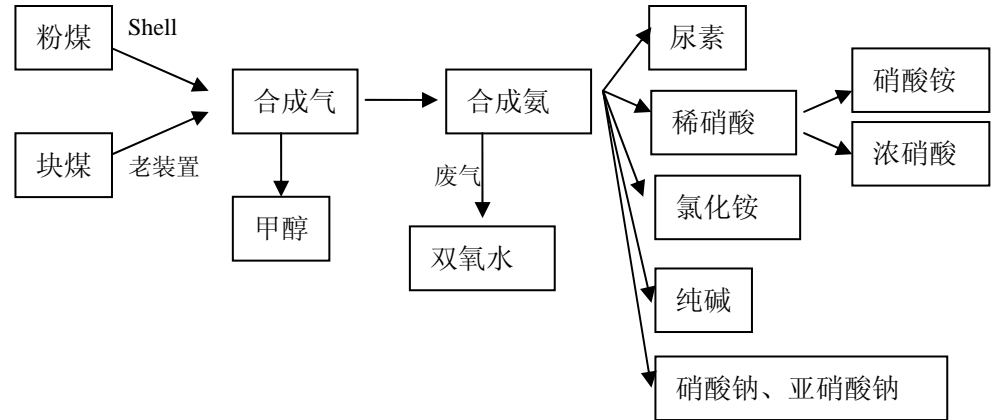
数据来源：华泰联合证券研究所。

煤化工产业链完整，产品链弹性互补

公司07年引进了30万吨壳牌合成氨装置，经过长时间摸索公司掌握了丰富的经验，并且利用老装置25万吨/年合成氨产能进行改造，年底有望完成实现产能超过30万吨/年。

公司煤化工产业链日益完善，从煤炭——合成气——合成氨——下游具有产品，氨加工下游生产尿素和稀硝酸，硝酸铵和浓硝酸，另有纯碱和氯化铵产品产能各8万吨，6万吨硝酸钠、亚硝酸钠产能。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，公司通过学习中成化工双氧水工艺进行改造，扩建双氧水产能达到30万吨，2010年底完成。

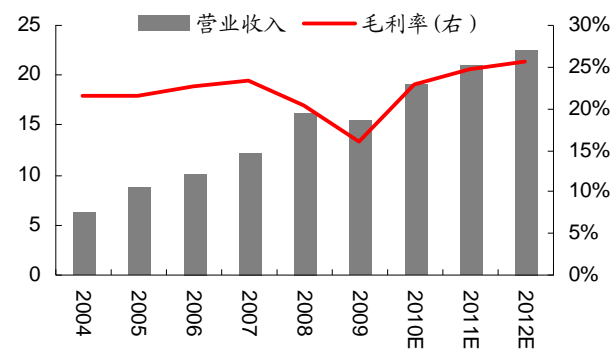
图 2、柳化股份煤化工产业链



数据来源：华泰联合证券研究所。

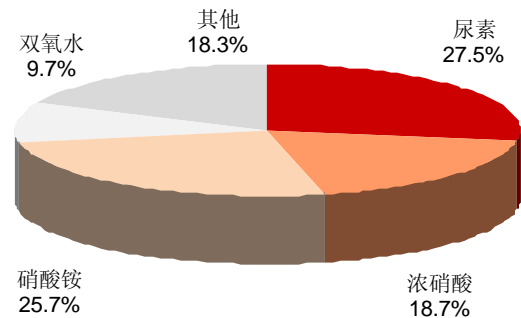
03-09 年，公司年均收入增长 20%，2009 年受金融危机影响，收入同比大幅下降 5% 左右。公司收入主要来源于尿素和硝酸、硝酸铵产品，随着产品市场复苏，产品产能增加将带来收入的大幅增长，核心装置稳定运行将降低成本带来毛利率显著提高，我们预计公司未来三年年均收入增长超过 10%，毛利率超过 20%。

图 3、公司收入增长



资料来源：华泰联合证券研究

图 4、公司收入构成 09



资料来源：华泰联合证券研究

当前化工行业的产能过剩问题较为严重，产品市场竞争激烈。但是经济发展的区域性不平衡、时段和季节性失衡的矛盾仍然比较突出。各种化工产品需求处于动态均衡状态，因此公司下游的各种含氮产品：尿素—浓硝酸—硝酸铵产品价值链具有互补性，公司可以根据各产品市场供需状况柔性生产，灵活调整产品结构，适当增加高毛利产品产量，增强公司赢利能力。公司 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。2008 年，硝酸铵价格暴涨，毛利率高达 50%，公司及时调整了产品结构，增加硝酸铵产量。

表 1、煤化工下游产品淡旺季

时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
尿素	7%	110%					7%		110%	7%		
硝酸铵												

资料来源：华泰联合证券研究所，着色区域表示旺季

表 2、煤化工公司产品

公司	产品
华鲁恒升	尿素、DMF、醋酸、三甲胺
湖北宜化	尿素、磷酸二铵、PVC、保险粉、季戊四醇
柳化股份	尿素、硝酸、硝酸铵
鲁西化工	尿素、复合肥、磷酸二铵、氯化苄、甲醇、烧碱
联合化工	硝酸、硝酸铵、硝酸钠盐、三聚氰胺、硝基复合肥、氯化苄
兴化股份	硝酸铵、复混肥、硝酸
远兴能源	甲醇、纯碱、小苏打
丹化科技	醋酐

资料来源：华泰联合证券研究所

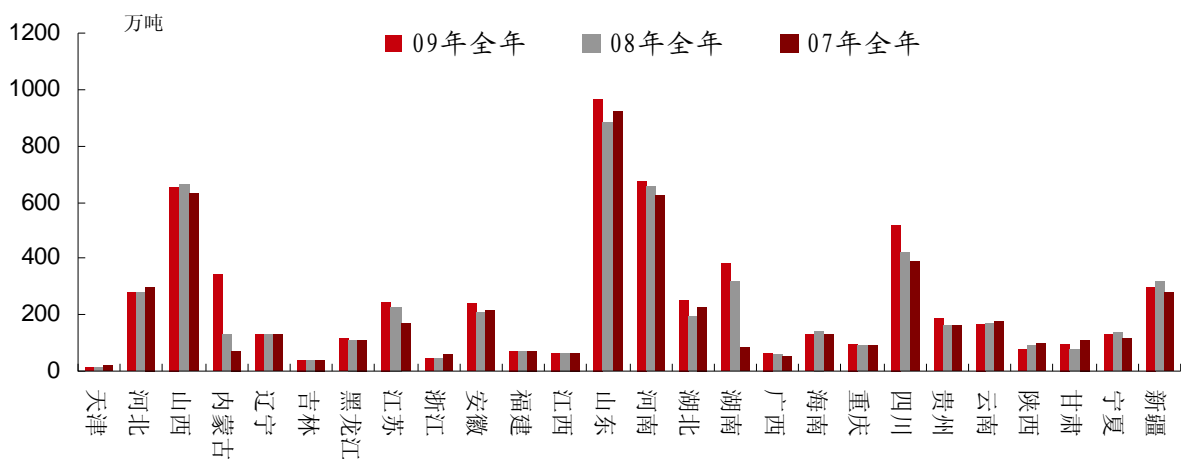
区域龙头，优势明显

公司是两广地区最大的尿素企业和唯一的大型硝酸铵和硝酸生产厂，产品销售主要集中在两广和湖南，具有得天独厚的运输优势。公司 50%浓硝酸销往广东地区，广东电子产业对硝酸的需求占全国总需求的一半。

尿素供不应求

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。

图 5、国内尿素产量分布区域性



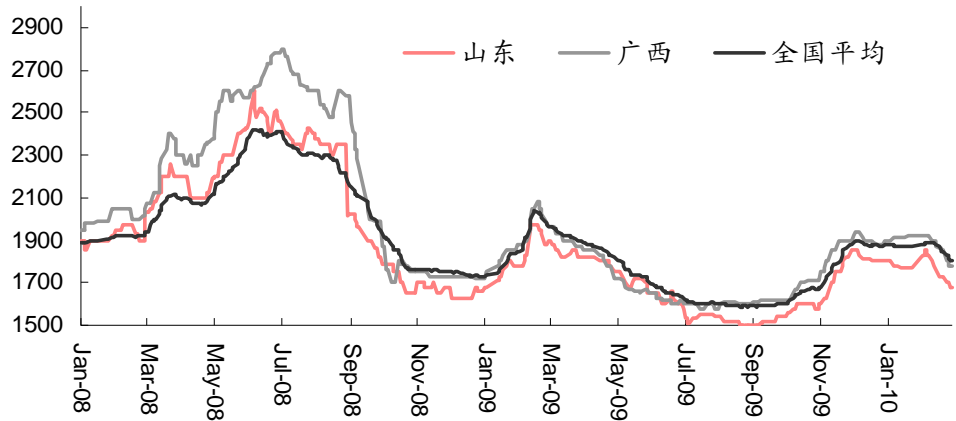
资料来源：华泰联合证券研究所

目前广西的供需缺口主要由广西以外生产厂家提供，由于这些厂家供货运输距离远、周期长、运费高，不易形成品牌效应，也导致这些厂家轻易不会将广西市场作为固定市场来占有。对于广西经销商来说则因经营风险大，资金周转慢而难以与他们形成长期稳固的合作关系。

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 15%。随着煤、电、运价格上涨导致全国尿素成本线上移。我们预计 10 年尿素销售均价上涨至 1750 元/吨。

图 6、广西尿素价格高于其他地区

元/吨



数据来源：华泰联合证券研究所。

硝酸开工率略有回升

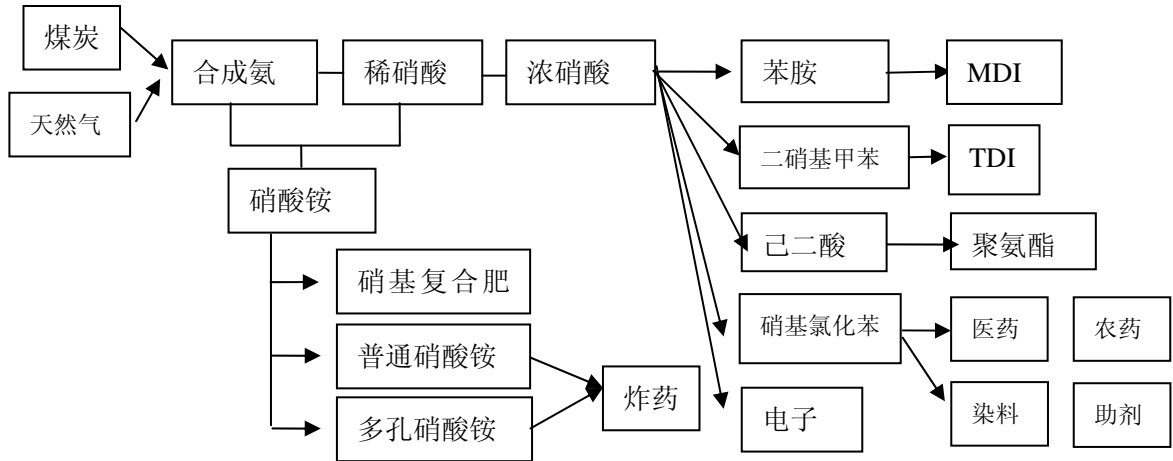
我们预计 2010 年随着经济复苏，相关行业将逐渐走出谷底，汽车工业保持较高增长将拉动 MDI 和橡胶助剂消费量，预计国内 MDI 需求增长 20%，上游苯胺消费将消耗硝酸 120 万吨。其他行业保持 10% 增长，硝酸需求增长 13%，略高于 09 年 11% 的增长水平。硝酸行业开工率将小幅回升到 83%，但是由于新增产能依然较大，行业开工率大幅上升带来价格暴涨的可能性较小，硝酸价格将在供给压力和成本推动下保持弱势震荡。

近 10 年来我国硝酸工业快速发展，已成为世界第一生产大国。2009 年全国稀硝酸产能达 850 万吨，浓硝酸产能力 250 万吨，硝酸盐产能为 80 万吨。09 年下半年，由于国内部分硝酸企业天然气供应不足，装置集中停车，短时间内造成国内市场供应紧张，同时电价、煤价上涨推高原料液氨价格，导致国内硝酸价格大幅上涨。

10 年以来，随着停车减量的企业的硝酸装置恢复正常，下半年国内新上的几套十万吨级硝酸装置将陆续投产，国内至少将新增 50 万~60 万吨稀硝酸产能，30 万吨浓硝酸产能。2010 年国内浓硝酸的产能大约为 280 万吨。在下游需求快速增长的推动下，在未来的几年内，我国硝酸的供给还将会以每年超过 10% 的速度递增。

硝酸的下游主要是化工和电子，用于生产 MDI、TDI、己二酸、和硝基氯化苯，由于 MDI、橡胶助剂、染料、颜料，医药和农药的需求逐步好转，特别是 MDI 产能的投放和产量的大幅增加，必将带动苯胺及硝酸的需求。冶金工业消费量约占 14%；医药工业消费量约占 5.5%；其他方面消费量约占 11.5%。

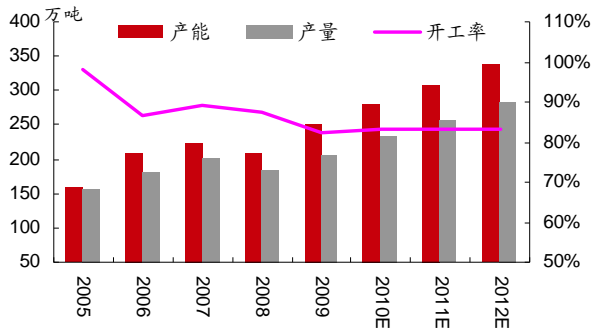
图 7、硝酸产业链



数据来源：华泰联合证券研究所。

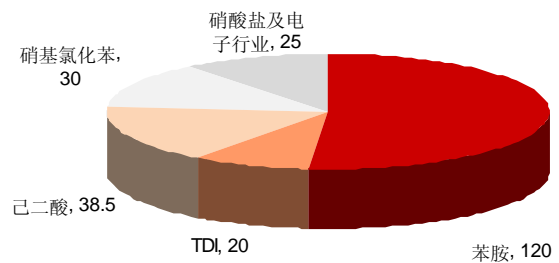
硝酸属于典型的周期性波动行业，周期 2-3 年。04 年硝酸产品价格从 1300 元/吨涨到 2300 元/吨，05 年开工率达到历史最高，造成 06 年大量的新增产能投放，行业进入低迷，大量企业关闭停产，带来了 08 年硝酸价格的大幅上涨，从 2000 元/吨上涨超过 4500 元/吨，大量企业纷纷复工，价格大幅下跌。由于硝酸行业产能建设周期 1-2 年，决定了行业供求变化和价格波动的时间。

图 8、浓硝酸产能



资料来源：华泰联合证券研究

图 9、2010 年硝酸需求预测



资料来源：华泰联合证券研究

产业标准即将出台

随着 09 年末《硝酸工业污染物排放标准》进入征求意见阶段，国内占稀硝酸产能 11% 的常压法生产装置 87.5 万吨产能由于达不到排放标准将被逐渐淘汰。2010 年下半年国内硝酸市场必将面临新的洗牌，具有较低生产成本和区域需求优势的企业将成为市场竞争力制高点。

表 3、2005-2010 我国各种硝酸生产方法产能表

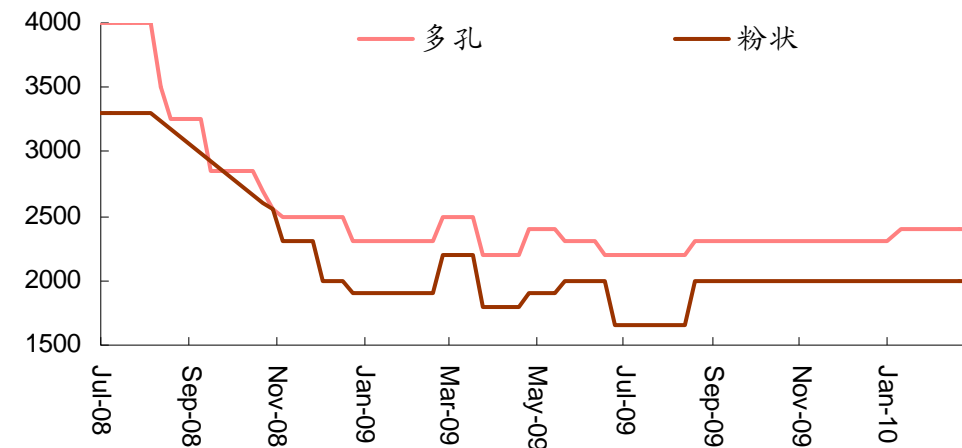
生产方法	2005		2006		2007-2008		2009-2010		Kt/a
	产能	比例	产能	比例	产能	比例	产能	比例	
常压法	875	16.1%	875	13.9%	875	11.3%	875	10.2%	
综合法	915	16.8%	915	14.5%	915	11.8%	915	10.7%	
中压法	810	14.9%	940	14.9%	970	12.5%	970	11.3%	
高压法	937	17.2%	1237	19.7%	1287	16.5%	1337	15.6%	
双加压法	1910	35.1%	2325	37.0%	3730	48.0%	4450	52.1%	
合计	5447	100.0%	6292	100.0%	7777	100.0%	8547	100.0%	

数据来源：华泰联合证券研究所

硝酸铵分享下游民爆行业景气

硝酸铵下游主要是民爆和复合肥生产行业，年需求量分别为 260 万吨、150 万吨。生产每吨炸药需要硝酸铵 0.85 吨，成本占比 50%，民爆行业处于景气周期，产品毛利高达 50%，上游的硝酸铵产品却由于产能过剩，价格联动性差，未能随之上涨。受益国家 4 万亿投资的落实及国家提高硝酸铵炸药的出厂价格，09 年下半年开始国内硝酸铵价格走强，我们预计北部湾开发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，硝酸铵价格受原材料硝酸价格推动保持稳定。公司 10 年多孔硝酸铵和粉状硝酸铵价格分别上涨 10%，平均价格 2050 元/吨。

图 10、柳化股份硝酸铵价格走势



数据来源：华泰联合证券研究所

硝酸铵属于国家政策准入类产品，02 年国办发 52 号文发布了进一步加强民用爆炸物品安全管理的通知，严格控制新增产能，行业集中度较高。

天然气调价将使公司获得相对优势

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，气头硝酸成本上升 120-240 元/吨。

我国氮肥生产气头占比 24%，煤头占 75%，由于享受优惠政策，我国尿素用天然气价格只有 0.8-0.9 元/M³，比工业用气还低 0.2 元/M³。随着较高成本的天然气进口，将促使国内现有气价体系改革，国内天然气价格上调成为大势所趋。公司所处西南地区，周边都是以赤天化、云天化、四川美丰等天然气尿素企业为主，天然气价格上涨将使公司合成氨产品成本优势更加明显。

业绩有望大幅增长

随着公司核心设备稳定运行时间和单位物耗降低，成本优势逐渐显现，煤矿产能初步释放提高煤炭自给率，原来成本进一步降低。公司新建尿素和硝酸产能解除了原来合成氨产品瓶颈，随着下游市场需求回暖，公司主要产品市场价格较 09 年有所回升，公司 10 年业绩有望大幅增长。

壳牌装置优势开始显现

公司 Shell 干煤粉气化装置稳定运行时间大大提高，吨氨耗煤也从 1.7 吨下降了 10%，最高甚至能达到 1.3-1.4 吨的水平。新装置使用粉煤代替块煤，合成氨成本比老装置低大大降低 200 元每吨，在价格保持下，尿素产品毛利能回升至 10% 以上。

目前国内已有 15 套装置签订使用，Shell 技术对煤种的适应性较强，效率高，同时具有良好的环保性能，但是 Shell 技术国产化程度较低，主要设备如气化炉内件依然需要从国外进口，由此投资比较大。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，经过长达 2 年的摸索，平均连续运行时间 2-3 个月，最长达到 120 天。公司已成为国内掌握壳牌煤气化装置工艺技术最好的企业。

表 4、煤气化装置比较

装置	Shell	GSP	Texaco (GE)	Lurgi
适用煤种	次烟煤、烟煤、褐煤	次烟煤、烟煤、褐煤	次烟煤、烟煤、褐煤	褐煤、烟煤
进煤方式	干粉煤		60%水煤浆	块煤
单炉最大投煤量(t/d)	3000	2000	2000	1500
合成气 CO+H ₂	>90	90-92	80-82	62-65
甲烷含量	<0.05		0.05	8 - 9
碳转化率%	≥99	≥99	98-99	98
煤炭单耗	1.33	1.6	1.6	1.3
煤炭单价	750	750	750	900
技术成熟度	已投入运行、掌握程度低	国外只一台、国内尚未商业运行	成熟度高，掌握好，改造多	成熟度高、国产化程度高
环境影响	低	低	低	含酚，较难
相关企业	柳化股份、湖北双环	神华宁煤烯炔、江苏灵谷、安徽淮化	鲁南化肥、上海焦化、渭化、淮化、金陵石化	神华宁煤集团

数据来源：华泰联合证券研究所

根据我们了解，公司壳牌装置目前稳定运行时间可超过 2 个月以上，停车属于日常检修范围，每次小于一周，最少 2~3 天，装置最高负荷可达 330 天。我们预计公司在掌握了稳定运行技术之后，每次连续运行 2 月，检修 1 周，每年进行一次 1 个月的大修时间，装置全年运行时间可达 300 天，折旧成本约 300 元/吨。装置煤耗 1.5 吨/吨氨。对影响核心装置最关键的两个因素进行敏感性分析，装置运行时间每少一个月，将增加合成氨成本 35 元/吨，降低 EPS0.02 元/股，这只是设备折旧的损失，实际装置停开机带来的检修成本损失还要更大。

表 5、装置运行影响吨氨成本

连续运行天数	元 / 吨				
	吨氨煤耗(吨)	240	270	300	330
1.30	1977.5	1932.9	1897.2	1868.1	1859.5
1.40	2043.6	1999.0	1963.3	1934.2	1925.6
1.45	2076.6	2032.1	1996.4	1967.2	1958.6
1.50	2109.7	2065.1	2029.5	2000.3	1991.7
1.60	2175.8	2131.2	2095.6	2066.4	2057.8

数据来源：华泰联合证券研究所

煤矿产能开始释放，原材料成本进一步降低

公司收购贵州新益矿业 90% 的股权，预计 2010 年全年可供应煤炭 20 万吨，到厂价 550 元/吨，较外购降低 200 元/吨，扣 25% 所得税之后，可节省成本 3000 万元，增厚 EPS0.11 元/股。

该煤矿地质储量约 6603 万吨，可采储量约 4570 万吨。含三个矿区，一号面积 4.98 平方公里，可采储量约 1941 万吨，规划产能 30 万吨/年，目前已经取得采矿权，预计 10 年可产 10 万吨。二号可采储量约 1606 万吨，规划产能 30 万吨/年，三号可采储量约 1021 万吨，规划产能 30 万吨/年，2、3 号矿区目前已取得勘探权。新益煤矿子公司凹子冲煤矿扩建后产能 20 万吨。

随着煤矿产能的有效释放，公司将实现超过一半以上的原料煤自给，形成稳定供应渠道。根据我们测算，11 年年产 40 万吨煤矿将增厚 EPS0.22 元/股。

对影响公司产品成本的另一个重要因素煤炭自给量和价格进行敏感性分析，公司煤矿产量每增加 5 万吨或者成本低 50 元/吨，将减少合成氨成本 30 元/吨，增厚 EPS 约 0.025 元/股。

表 6、煤矿自给影响吨氨成本

煤炭产量(吨)	元 / 吨				
	煤炭价格	450	500	550	600
10	2062.8	2079.5	2096.1	2112.8	2129.5
15	2012.8	2037.8	2062.8	2087.8	2112.8
20	1962.8	1996.1	2029.5	2062.8	2096.1
25	1912.8	1954.5	1996.1	2037.8	2079.5
30	1862.8	1912.8	1962.8	2012.8	2062.8

数据来源：华泰联合证券研究所

氨加工产品上下游匹配性提高

09 年底公司新投产 30 万吨大颗粒尿素及 15 万吨稀硝酸产能，合成氨产能过剩的瓶颈得到解除，各项产品产能都得到有效增加。

公司新旧合成氨产能达产之后达到 55-60 万吨/年产量，可供应下游尿素和硝酸类产品产量超过 100 万吨，原来旧的尿素装置和稀硝酸产能总共只有 60 万吨，不能充分利用合成氨，经过扩产，公司尿素产能由 25 万吨扩大至 35 万吨，浓硝酸产能由 18 万吨扩大至 24 万吨，硝酸铵由 18 万吨扩大至 28 万吨，合成氨的利用能力大大提高。

公司收购的盛强化工原来具有 10 万吨双氧水产能，另一条 10 万吨生产线于 2009 年底建成，2010 年投入生产。

产品价格触底回升

09 年上半年，公司产品市场低迷，酸铵销售均价同比下降 16.93%，硝酸销售均价同比下降 26.06%；其他化工产品销售价格同比也大幅下滑超过 30%，受其影响，公司 2009 年全年营业利润、利润总额和归属母公司所有者净利润同比分别下降 80.99%、71.21%和 77.36%，实现 EPS0.08 元/股。受产能过剩影响，公司产品 10 年大幅上涨的可能性较小，受下游需求恢复有望触底回升。

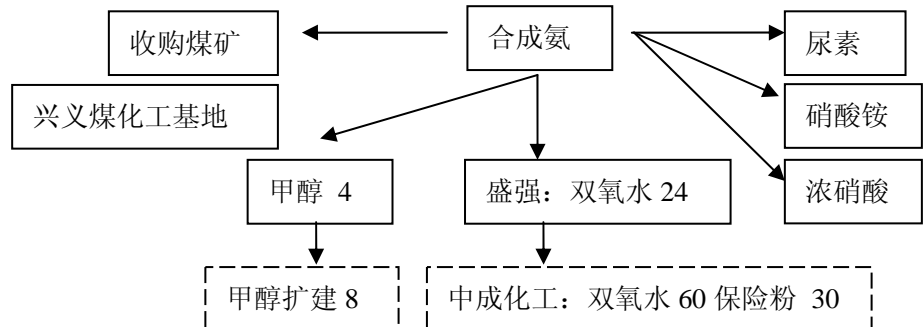
受成本推动和淡储、出口的需求拉动，09 年底国内尿素市场提前启动，价格从 1500 元/吨上涨至 1850 元/吨，春节过后受天气影响需求萎缩，价格回落至 1600 元/吨，大量企业再度亏损。由于煤、电、运、气的成本上升将增加国内尿素平均成本，我们预计 10 年国内尿素均价将比 09 年的 1600 元/吨小幅上升 50 元/吨，广西地区尿素均价将保持在 1750 元/吨。

随着下游化工产品需求恢复，硝酸价格从 1800 元/吨上涨至 2000 元/吨，硝酸铵价格从 1800 元/吨上涨至 2100 元/吨。我们预计 10 年公司产品价格将比 09 年略高，成本降低将使毛利率相应提高。

产业链扩张稳步进行

今年来公司在拓展煤化工产业链上动作频频，向下游收购盛强化工拓展双氧水业务，充分利用合成氨的废氢气，向上收购贵州兴义煤矿，计划通过建设当地煤化工基地，进一步扩大公司的煤化工业务量。

图 11、煤化工产业链稳步扩张



数据来源：华泰联合证券研究所。

收购盛强，进军双氧水业务

09年12月公司以3924万元收购柳化集团持有的盛强化工39%股权，控股比例达到99%，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年底建成投产。

双氧水应用领域广泛

双氧水三大消费领域：纺织、造纸和化学合成分别占20%以上，我国造纸业近十年产量增速均超过11%。09年全国纸和纸板产量9389万吨，增长12%，用量超过100万吨/年。在纺织领域主要用于涤棉和95%以上的棉布及其他织物纤维的漂白，我国是世界纺织生产和出口大国，出口占比超过12%，出口产品均采用双氧水漂白，内销正在逐步由氯漂白转用双氧水漂白。在化工领域，双氧水主要生产过硼酸钠、过碳酸钠、过氧化钙、环氧植物油以及一些有机过氧化物等产品。随着国内造纸业漂白技术由氯漂转向双氧水漂白以及纺织业出口复苏，我们预计2010年双氧水的需求将超过300万吨/年，增长超过10%。

水处理市场是最大的潜在消费市场。在工业污水方面，目前我国只有少数企业使用双氧水处理工业废水，消费量有限。随着污染治理和环保法规执行力度的加大，将会促进双氧水在废水处理上的广泛应用，市场发展潜力巨大。在城市饮用水方面，我国城市饮用水消毒一直沿用传统的液氯，而且水体污染越重，加氯越多，导致危害巨大。我国拥有4亿城市人口，如果采用双氧水作饮用水消毒剂，将极大地推动双氧水消费，市场前景十分广阔。

产能大幅增加

过去的5年，我国双氧水工业以两位数的速度高速发展，产销量全球第一，产能剧增的结果导致价格大幅下降50%-60%。目前双氧水已告别了高价区，市场供需基本保持平衡，双氧水的生产和消费都进入了一个快速发展的阶段，进入质优价廉的大宗产品之列。

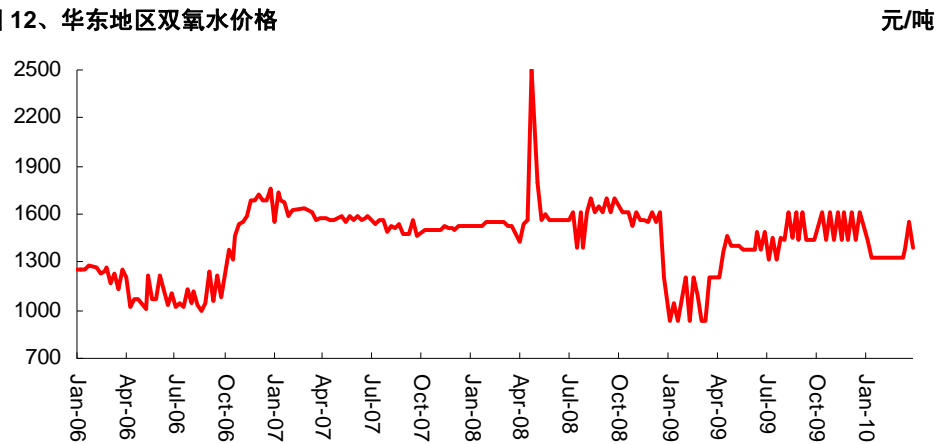
表 7、国内双氧水产能

地区	产能 (万吨)
浙江	35
江苏	21
上海	14
福建省	13
安徽	23
江西省	11
山东省	67
东北	5
西南	15
华中	87
湖南智成化工	40
两广	48
广东中成化工股份有限公司	20
柳州盛强化工有限公司	24
合计	340

数据来源：华泰联合证券研究所

由于双氧水运输半径不宜超过 300 公里，我国双氧水行业存在区域不平衡性，华北地区局部过剩，下游需求量最大的华东地区供不应求，价格高达 1300 元/吨。华南地区供求平衡，双氧水价格略低，由于远距离运输成本较高，价格逼近华东的可能性较小。盛强化工双氧水销售区域主要在广西本地，由于广西是我国的造纸大省，未来几年将有金光和斯特拉恩索两个 100 万吨造纸项目投产，一旦建成投产，每年双氧水的用量将达到 35 万吨。我们预计 10 年受下游需求复苏影响，广西地区双氧水价格将保持在 800 元/吨以上。

图 12、华东地区双氧水价格



数据来源：华泰联合证券研究所

氢气是双氧水生产的主要原料，约占生产成本的 1/4，盛强化工位于柳化股份厂区内，利用合成氨副产的氢气生产双氧水，成本相对低廉，大约 500 多元/吨，公司和中成化工占据华南地区双氧水产能 3/4，毛利率高达 30%。全年贡献超过 3000 万元净利润，贡献 EPS0.12 元/股。公司 2010 年利用广东中成化工的技术将双氧水产能进一步扩大到 30 万吨。

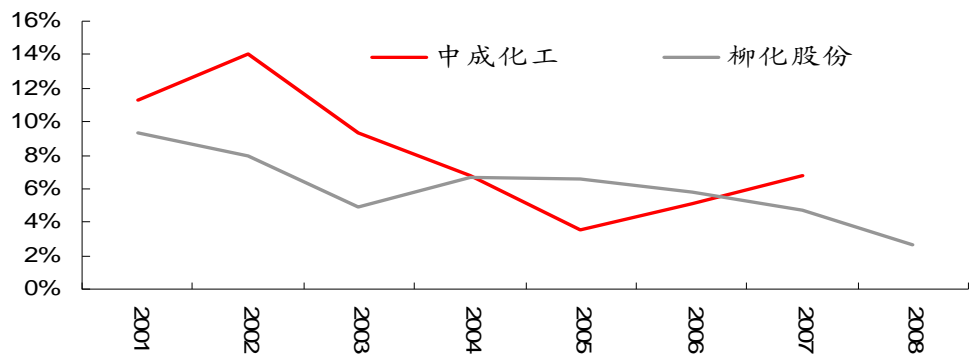
存在同业竞争，整合预期依然存在

据广西日报和湖南日报报道，2010 年 1 月 1 日，柳州化学工业集团有限公司收购了广东中成化工有限公司，旗下包括湖南智成化工和湖南中成化工有限公司，是国内产能最大的双氧水生产企业，具备 60 万吨双氧水产能，年收入规模约 20 亿元，与柳化股份相当。集团预计两年内对中成化工投入不少于 10 亿元资金，对企业产品结构进行改造。由于存在双氧水业务的同业竞争，整合预期依然存在，未来有望进一步将该资产注入股份公司。07 年广东中成与湖南智成 ROE 分别为 17.7% 和 20.7%，远高于柳化股份 10.6% 的水平。由于装置运行不良，公司 08-09 年收益率水平连续下降。

双氧水在电子工业中用作硅片的清洗和光刻胶的剥离，中成化工地处国内电子工业最发达地区，具有绝对的区域优势。通过与中成化工的资产整合和管理调整，有利于公司整合双氧水业务，减少在华南地区的竞争，议价能力提高将提升公司双氧水产品的盈利空间。

中成化工具有占世界总产能 40% 的保险粉产能 30 万吨。该产品是广泛用于纺织、印染工业作助染剂及漂白剂，同时也是医药工业、合成染料、铜版印刷及分析试剂的原料，整合中成将使公司煤化工产业链更加丰富。

图 13、总资产收益率比较



数据来源：ISI、华泰联合证券研究所。

兴义市煤化工基地意向性投资

公司经过贵州兴义市实地考察，针对贵州兴义市具有交通便利、煤炭资源丰富、电力资源充足等区位优势，双方就项目建设的有关问题达成共识，2010 年 3 月 14 日公司与兴义市人民政府签署了《柳州化工兴义市清水河煤化工基地项目意向性投资协议书》，协议书的主要内容为：项目占地面积约 1000 亩，项目建设规模为 40 万吨/年合

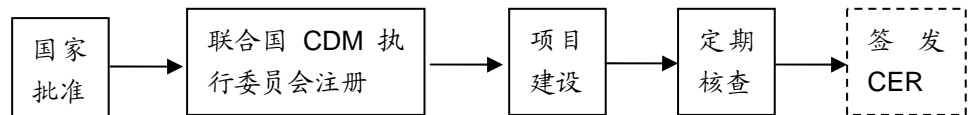
成氨及配套产品。据报道，产品包括硝酸铵 50 万吨、浓硝酸 15 万吨、尿素 15 万吨，该项目总投资需 30 亿元，建成后每年可实现销售收入 16 亿元。由于该项目投资尚处于前期论证阶段，存在不确定性，暂未纳入盈利预测。

2010 年有望确认 CDM 收入

公司与日本三菱公司签订合作协议，投资建设硝酸尾气 N_2O 减排项目，该项目 N_2O 总减排量折二氧化碳量约为 100 万吨/年，全部由三菱公司收购，年产生的减排量折成 CO_2 至少为 90 万吨，协议有效期为 2008-2012 年。国内 CDM 项目需要经过批准、注册、核查、签发等流程，公司 CDM 项目已于 2008 年 5 月 9 日在联合国正式注册成功，联合国每半年过来核查一次，目前已经对 2008 年的减排量进行了两次核查，收入有望在 2010 年得到确认。

根据国家规定，该项目收入的 30% 上交国家，70% 归入企业，并且前 3 年免交企业所得税。据此估算，该项目 10 年能为公司贡献 2000 万元左右的净利润。

图 14、CDM 确认步骤



数据来源：华泰联合证券研究所。

财务预测与估值

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大增，生产成本大幅降低，我们预测 10、11、12 年 EPS 为 0.66、0.84、1.05 元，对应 15.64 的股价，PE 分别为 24.1 倍、18.5 倍、14.9 倍，估值相对合理。中成化工与公司产品存在同业竞争，资产注入依然可期，给予“增持”评级。

我们与市场判断的不同在于煤矿产能释放速度，贵州新益煤矿产品针对公司壳牌气化炉的适用性还需要一段时间的磨合，目前主要用作动力煤，我们预计 10 年可以供应煤炭 20 万吨。

表 8、同业公司估值比较（4 月 22 日）

公司	股价	PB	10EPS	11EPS	10PE	11PE
华鲁恒升	17.75	3.19	0.92	0.99	19.3	17.9
湖北宜化	21.41	4.96	0.99	1.26	21.6	17.0
柳化股份	15.64	3.00	0.66	0.84	24.1	18.5
建峰化工	10.73	2.82	0.61	0.77	17.6	13.9
云天化	22.92	2.98	0.67	0.89	34.2	25.8
鲁西化工	6.34	2.79	0.37	0.58	17.1	10.9
联合化工	14.27	4.25	0.47	0.57	30.4	25.0
兴化股份	12.07	4.30	0.6	0.65	20.1	18.6
平均					23.0	18.5

数据来源：华泰联合证券研究所。

盈利预测及假设

表 9、主要产品假设

	2009A	2010E	2011E
产量（万吨）	30	33	35
尿素 价格（元/吨）	1750	1750	1750
毛利率	11.56%	13.52%	16.75%
产量（万吨）	20	24	28
浓硝酸 价格（元/吨）	1900	1900	1900
毛利率	27.90%	28.82%	29.45%
产量（万吨）	28	32	35
硝酸铵 价格（元/吨）	2050	2050	2050
毛利率	29.22%	30.29%	31.00%
产量（万吨）	22	28	30
双氧水 价格（元/吨）	900	900	900
毛利率	30.58%	31.30%	33.80%

数据来源：华泰联合证券研究所。

表 10、盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	747	942	1060	1730	营业收入	1540	1860	2143	2361
现金	177	409	466	1099	营业成本	1292	1433	1626	1757
应收账款	105	102	132	137	营业税金及附加	7	11	13	14
其他应收款	10	8	13	12	营业费用	53	44	52	60
预付账款	136	146	152	176	管理费用	81	93	110	119
存货	295	244	260	263	财务费用	89	96	92	85
其他流动资产	24	34	36	42	资产减值损失	-1	2	2	2
非流动资产	3222	3067	2895	2712	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	8	9	9	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	2201	2436	2454	2363	营业利润	20	181	249	324
无形资产	157	162	168	175	营业外收入	14	30	30	30
其他非流动资产	854	461	263	164	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3969	4009	3955	4442	利润总额	32	211	279	354
流动负债	1741	1126	1336	1520	所得税	4	28	38	49
短期借款	425	307	364	366	净利润	28	183	241	304
应付账款	120	206	213	227	少数股东损益	8	10	17	25
其他流动负债	1197	613	759	927	归属母公司净利润	21	172	224	279
非流动负债	789	1261	761	761	EBITDA	284	438	521	599
长期借款	761	761	761	761	EPS (元)	0.08	0.65	0.84	1.05
其他非流动负债	28	500	0	0					
负债合计	2530	2387	2097	2281	主要财务比率				
少数股东权益	38	49	65	90	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	266	266	266	266	成长能力				
资本公积	659	659	659	659	营业收入	-4.8%	20.8%	15.3%	10.2%
留存收益	472	648	868	1145	营业利润	-81.0%	825.4%	37.6%	30.0%
归属母公司股东权益	1401	1573	1793	2070	归属于母公司净利润	-77.4%	737.9%	30.1%	24.4%
负债和股东权益	3969	4009	3955	4442	获利能力				
					毛利率 (%)	16.1%	22.9%	24.2%	25.6%
					净利率 (%)	1.3%	9.3%	10.5%	11.8%
					ROE (%)	1.5%	11.0%	12.5%	13.5%
					ROIC (%)	2.8%	7.6%	9.8%	12.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	63.7%	59.5%	53.0%	51.4%
					净负债比率 (%)	82.62%	59.45%	75.44%	74.43%
					流动比率	0.43	0.84	0.79	1.14
					速动比率	0.26	0.62	0.60	0.96
					营运能力				
					总资产周转率	0.42	0.47	0.54	0.56
					应收账款周转率	17	16	17	16
					应付账款周转率	8.69	8.80	7.75	7.98
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.08	0.65	0.84	1.05
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.70	1.89	1.88	2.29
					每股净资产 (最新摊薄)	5.26	5.91	6.74	7.78
					估值比率				
					P/E	201.52	24.05	18.48	14.85
					P/B	2.96	2.64	2.31	2.00
					EV/EBITDA	21	14	12	10

数据来源：华泰联合证券研究所。

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