

2010年08月09日

李明霞

Limingxia@e-capital.com.cn

目标价(元) 12.80

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价 (10/08/06)	10.51
上证综合指数 (10/08/06)	2658.39
股价 12 个月高/低	10.72/6.01
总发行股数 (百万)	399.35
A 股数 (百万)	399.35
A 市值 (亿元)	41.97
主要股东	柳州化学工业集团(36.30%)
每股净值 (元)	3.57
股价/帐面净值	2.94
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	22.64 19.30 30.40

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2010-02-09	19.18	买入

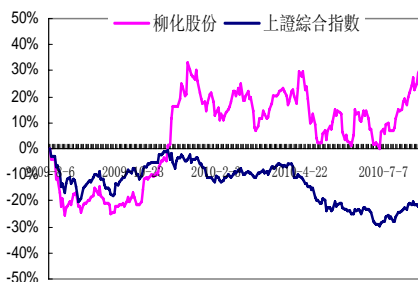
产品组合

尿素	22.72%
硝酸铵	25.22%
煤炭	5.75%
其他产品	46.31%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	36.30%
基金	14.02%
QFII	1.82%
保险	0.78%

股价相对大盘走势



柳化股份(600423.SH)

Buy 买入

农资市场向好，下半年业绩有望环比回升

结论与建议：

公司是国内主要的煤制尿素、硝酸铵、硝酸和双氧水生产企业之一，上半年由于部分产品价格回暖及产量增加，至盈利较去年同期明显增加。下半年预计硝酸铵和双氧水市场需求依旧旺盛，主要看好秋播市场需求对尿素价格的拉动。加之新益煤矿正式投产，将进一步增厚公司盈利。我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.327、0.639 元；动态 PE 为 32.1 倍和 16.5 倍，给予买入的投资建议。

- 公司 2010 年上半年实现营业收入 9.73 亿元,同比增长 45.54%; 实现归属于母公司净利润 4650.34 万元,而去年同期亏损-942.97 万元; 每股收益为 0.12 元。其中，二季度实现净利润 1983 万元，环比下降 26%，基本符合我们预期。公司上半年毛利率由去年同期的 12.4%增加至 19.3%。
- 上半年公司生产系统稳定，产量增加；且部分产品如硝酸和硝酸铵市场有所回暖，价格回升；加之公司通过调整产品结构，增加硝酸系列产品产量，使得公司整体盈利增加。
- 2010 年以来国内基建投资增速依然较高，带动炸药需求向好，作为原料之一的硝酸铵市场需求旺盛，公司硝酸铵出厂价格较去年同期有明显提升，上半年营收 2.08 亿，yoy 增长 55.8%；营业利润率同比增加 11.5 个百分点至 33.3%。下半年国家将继续加大基础设施建设，尤其灾后重建等对炸药需求将使得硝酸铵市场持续向好，进一步支撑价格，保持较好盈利水准。
- 公司主业中尿素市场由于今年国内各地灾害天气偏多，对需求量有一定影响，导致价格难有大的起色。2010 年上半年尿素产品营收较 09 年下滑 14.55%，营业利润率同比减少 2.82 个百分点至 1.61%。但灾害天气同时导致农产品价格上涨，加之国家为稳定全年粮食生产，鼓励灾后补种，且提高部分地区种粮补贴，我们认为对下半年尿素需求有推动作用我们预计尿素市场可能呈现回暖迹象，使得公司盈利有所提升。
- 09 年末公司持有的柳州盛强化工有限公司股权由 60%增至 99%，二期 10 万吨双氧水项目也已投产，双氧水总的权益产能增加至 20 万吨。上半年双氧水产量同比增长 70%，业务营收 1.8 亿元，实现净利润 2499 万元。下半年公司继续加大营销力度，开拓新客户，随着市场价格的趋稳，利润贡献随销量增长。
- 上半年公司持有 90%的贵州新益矿业有限公司基本达到试生产条件，进入煤矿安全生产验收阶段，实现营收 5247 万元，毛利 503 万元。该矿三个矿区总规划产能达到 90 万吨，随着正式投产，盈利贡献进一步增加。
- 我们预计公司 2010、2011 年可实现净利 1.31 和 2.55 亿元，同比增长 534.6%和 95.2%；EPS 分别为 0.327、0.639 元；动态 PE 为 32.1 倍和 16.5 倍，给予买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	136	91	21	131	255
同比增减	%	13.09%	-33.39%	-77.36%	534.63%	95.22%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.615	0.341	0.077	0.327	0.639
同比增减	%	-2.78%	-44.52%	-77.36%	323.09%	95.22%
A 股市盈率(P/E)	X	17.1	30.8	135.9	32.1	16.5
股利 (DPS)	RMB 元	0.25	0.2	0.1	0.1	0.15

股息率 (Yield)	%	2.38%	1.90%	0.95%	0.95%	1.43%
-------------	---	-------	-------	-------	-------	-------

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表(合并后)

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	1,224	1,618	1,540	2,122	2,423
经营成本	939	1,287	1,292	1,718	1,883
营业税金及附加	277	317	241	399	540
销售费用	27	35	53	65	66
管理费用	73	76	81	79	97
财务费用	28	94	89	107	88
投资收益	0	0	0	0	1
营业利润	149	103	20	144	288
利润总额	158	111	32	148	296
所得税	22	19	4	16	39
少数股东损益	0	1	8	1	3
归属于母公司所有者的净利润	136	91	21	131	255

附二: 合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	197	149	177	220	317
应收账款	58	66	105	145	155
存货	137	328	295	345	223
流动资产合计	531	674	747	937	922
长期股权投资	2	5	11	14	14
固定资产	1757	1700	2201	2712	3124
在建工程	387	763	790	355	223
非流动资产合计	2348	2776	3222	3412	3689
资产总计	2879	3450	3969	4349	4611
流动负债合计	743	828	1741	1580	1371
非流动负债合计	832	1249	789	1236	1466
负债合计	1575	2077	2530	2816	2837
少数股东权益	13	14	38	38	40
股东权益合计	1304	1373	1439	1533	1774
负债及股东权益合计	2879	3450	3969	4349	4611

附三: 合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	82	51	187	12	106
投资活动产生的现金流量净额	-634	-494	-293	-196	-153
筹资活动产生的现金流量净额	596	394	134	227	144
现金及现金等价物净增加额	44	-49	28	43	97

印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。