

柳化股份 (600423)

增持/ 维持评级

股价: RMB12.61

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160

+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

陈小鹭

chenxiaolu@lhqz.com

费用率上升，拖累三季度业绩

—柳化股份三季度报点评

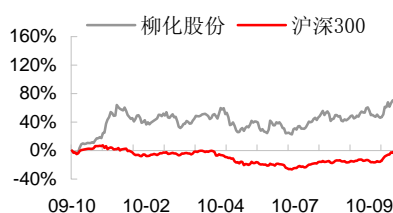
- 公司 10 月 23 日发布 10 年三季报，1-9 月主营业务收入同比增长 47.1%，归属母公司净利润 5610 万元，对应 EPS0.14 元/股，低于市场预期。主要原因在于 Q3 单季净利润同比大幅下降 30%，环比下降 60%，单季实现盈利 0.02 元/股，大幅低于市场预期。
- 公司业绩下降的主要原因是受销售费用和管理费用大幅增加影响，环比分别增长 180%、150%，同比增加 230%、91%。据公司介绍，销售费用率高达 7%的主要原因在于三季度公司加大对广东，海南，湖南地区双氧水销售，运费增加。管理费用率高达 6.5%的主要原因在于维修成本的费用化，以往都是在年末，今年二铵和盛强公司在 7 月份开始进行维修，盛强化工去年 5 月份开始合并报表。
- Q3 公司产品市场价格环比上升，广西尿素市场价格环比上升 11%至 1850 元/吨，硝酸系列和双氧水等产品市场回暖，价格回升，单季度主营业务毛利率上升 3 个百分点。1-9 月公司加大产品结构调整提高盈利产品负荷，主业毛利率由去年同期的 13.5%增加至 18.6%。
- 4 季度以来，受石油价格上行影响，国内化工产品价格大幅上涨，10 月 20 日以来，联合化工、开封晋化纷纷提高硝酸铵出厂报价，公司多孔硝酸铵产品上涨 20%至 2700 元/吨，同时受益于国际化肥价格上涨，出口增加，公司尿素价格环比上升。我们预计公司 Q4 营业利润将继续环比上升。
- 集团目前托管的中成化工具备 60 万吨双氧水和 40 万吨保险粉产能，如果未来进一步收购其股权，有可能因为同业竞争而进行整合。
- 鉴于 Q3 公司业绩大幅低于预期，我们下调公司 10 和 11 年 EPS 分别为 0.25 和 0.47 元，静态估值并不便宜。长期来看，看好公区域优势和拓展煤化工产业链的发展战略，存在资产整合预期，公司高管大幅增持公司股票，平均成本约 8.87 元/股，我们认为也反映了对公司未来经营的信心，管理层利益与公司利益一致，公司未来业绩释放的动力增强，维持“增持”评级。主要风险在于双氧水产品市场需求较差影响业绩。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	399.35
流通 A 股 (百万股)	399.35
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)	5035.77

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	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1539.7	1588.8	1834.8	2197.0	2406.2
(+/-%)	-4.8	47.1	19.2	19.7	9.5
归属母公司净利润(百万元)	20.6	56.1	99.5	186.5	225.7
(+/-%)	-77.4	2623.2	383.2	87.5	21.0
EPS(元)	0.05	0.14	0.25	0.47	0.57
P/E(倍)	244.7	89.8	48.1	25.7	21.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	747	826	862	1341	营业收入	1540	1835	2197	2406
现金	177	293	248	687	营业成本	1292	1437	1688	1836
应收账款	105	100	135	140	营业税金及附加	7	8	9	10
其他应收款	10	8	13	13	营业费用	53	92	88	96
预付账款	136	146	158	184	管理费用	81	96	110	120
存货	295	244	270	275	财务费用	89	97	95	92
其他流动资产	24	34	37	43	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	103	205	249
无形资产	157	162	168	175	营业外收入	14	9	7	8
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	3892	3757	4053	利润总额	32	112	211	256
流动负债	1741	1122	1349	1534	所得税	4	15	29	35
短期借款	425	307	364	366	净利润	28	97	182	221
应付账款	120	204	219	231	少数股东损益	8	-2	-4	-5
其他流动负债	1197	611	767	937	归属母公司净利润	21	99	187	226
非流动负债	789	1261	761	761	EBITDA	284	361	480	531
长期借款	761	761	761	761	EPS (元)	0.08	0.25	0.47	0.57
其他非流动负债	28	500	0	0	主要财务比率				
负债合计	2530	2383	2110	2295	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	38	36	32	26	成长能力				
股本	266	399	399	399	营业收入	-4.8%	19.2%	19.7%	9.5%
资本公积	659	579	579	579	营业利润	-81.0%	427.7%	97.9%	21.6%
留存收益	472	496	637	753	归属于母公司净利润	-77.4%	383.2%	87.5%	21.0%
归属母公司股东权益	1401	1474	1615	1732	获利能力				
负债和股东权益	3969	3892	3757	4053	毛利率 (%)	16.1%	21.7%	23.2%	23.7%
现金流量表					净利率 (%)	1.3%	5.4%	8.5%	9.4%
单位: 百万元					ROE (%)	1.5%	6.7%	11.6%	13.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	2.8%	5.5%	8.6%	10.5%
经营活动现金流	187	416	441	531	偿债能力				
净利润	28	97	182	221	资产负债率 (%)	63.7%	61.2%	56.2%	56.6%
折旧摊销	175	160	180	190	净负债比率 (%)	82.62%	59.55%	74.95%	73.98%
财务费用	89	97	95	92	流动比率	0.43	0.74	0.64	0.87
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	0.26	0.52	0.44	0.69
营运资金变动	-111	93	-20	28	营运能力				
其他经营现金流	6	-31	4	1	总资产周转率	0.42	0.47	0.57	0.62
投资活动现金流	-293	-5	-8	-7	应收账款周转率	17	16	17	16
资本支出	228	0	0	0	应付账款周转率	8.69	8.89	8.00	8.17
长期投资	0	-1	1	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-64	-5	-7	-8	每股收益 (最新摊薄)	0.05	0.25	0.47	0.57
筹资活动现金流	134	-295	-478	-85	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.47	1.04	1.10	1.33
短期借款	57	-118	57	2	每股净资产 (最新摊薄)	3.51	3.69	4.04	4.34
长期借款	-460	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	133	0	0	P/E	232.62	48.14	25.67	21.21
资本公积增加	19	-80	0	0	P/B	3.42	3.25	2.97	2.77
其他筹资现金流	517	-230	-535	-87	EV/EBITDA	24	19	14	13
现金净增加额	28	116	-45	439					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhq.com