

# 三费高企侵蚀公司利润

柳化股份 (600423)

评级：增持（维持）

股价：11.99元

季报点评

2010年 10月 25日 星期一

袁舰波

执业证书编号：

S0630208010052

联系人：刘刚

021-50586660-862

lgang@longone.com.cn

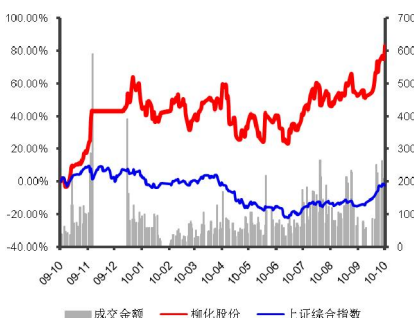
## 重要数据

总股本（亿股）	3.99
流通股份（亿股）	3.99
总市值（亿元）	41.93
流通市值（亿元）	41.93

## 行业指数

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1个月	20.0	5.2
3个月	29.2	13.23
6个月	14.8	15.6

## 个股相对上证综指走势图



## 投资要点

### q 三季报数据

2010年 1-9月份公司实现营业收入 15.9亿元，同比上涨 47.03%，归属母公司所有者净利润为 5609万，同比增长 27.24倍，每股收益 0.14元。其中三季度公司实现营业收入 6.2亿元，同比上涨 49.59%，实现归属母公司所有者净利润 959万元，同比下降 16.5%。实现每股收益 0.02元。公司主要收入来源于尿素、硝酸铵、浓硝酸、双氧水的销售。

### q 产品价格回升和产能投放带动营业收入大幅上升

公司三季度营业收入增速明显，同比上涨 49.59%，我们认为这主要是化工品价格在今年 8月份以后普遍上涨引起的。今年上半年尿素价格持续低迷，进入八月份后由于粮食价格上涨刺激了农业用肥需求，同时由于国际尿素价格持续上扬，国内尿素出口量明显增加，另外由于国内天然气价格上涨使气头尿素成本上涨近 200元。在需求、出口和成本三重因素影响下尿素价格在 8月份后即开始上涨。

8月份以后由于天然气价格上涨和尿素需求的增加，液氨价格大幅上涨，从而推动浓硝酸和硝酸铵成本上升，同时由于节能限电等因素影响硝酸生产企业开工率不足，带动浓硝酸和硝酸铵价格持续上涨。双氧水产品在成本和需求的拉动下也有一定的涨幅。另外公司子公司盛强化工在 09年 12月份扩建双氧水产能达到 20万吨，也促使了销售收入的增加。

### q “三费”大幅上升拉低公司盈利水平

公司三季度“三费”合计比去年同期增加 5735万元，同比增加 116.6%。其中销售费用同比上涨 137.10%，管理费用也同比上涨 91.09%，这可能是因为公司子公司盛强化工今年三季度增加了浓品双氧水的产量，而该产品的消费地较远，并且所需运输装置要求也更加严格，从而大幅增加了销售费用。另外公司三季度销售收入比同期增速明显，也带动了销售费用和管理费用的进一步增加。而由于公司今年年初发行 5亿元短期融资券，造成三季度财务费用同比增

加 740 万。三费的大幅增加明显拉低了公司盈利水平。

#### q 四季度盈利能力将有所改善

我们预计随着 10 月份以后淡季储备开始和经销商备货时间提前的影响，尿素价格在四季度将维持在较高水平，并且公司引进的 Shell 干煤粉气化装置工艺技术在充分掌握后将使尿素生产成本下降近 200 元，我们预计四季度在尿素价格回升和单位生产成本下降因素影响下，尿素的毛利率将回升到 15%。

作为公司浓硝酸产品主要下游需求的广东省电子行业增长强劲，而硝酸铵也处于销售旺季。在需求和成本的双重拉动下，我们预计今年四季度浓硝酸和硝酸铵价格将有一定的上涨。双氧水产品在下游造纸、纺织行业需求增加的影响下，价格也持续上涨，我们认为由于公司所处华南地区双氧水供需基本平衡，在成本和需求的拉动下，价格将能保持高位。

在公司主营产品价格持续上涨的因素影响下，公司四季度盈利能力将有一定的改善。

#### q 煤矿和双氧水扩产项目明年贡献业绩，提升企业盈利空间

公司控股的贵州新益煤矿和凹子冲煤矿有望明年出煤，预计明年煤炭产量达到 40 万吨，煤炭生产成本为 600 元，市场煤炭到厂价在 800 元左右，扣除所得税后将节省成本 6000 万元，增厚 EPS0.15 元。公司通过向上游延伸产业链，收购煤炭资源，可以有效规避煤炭价格上涨带来的成本压力，提升下游产品的竞争力。随着煤炭价格不断上升，公司的资源优势也将越加明显。

另外公司正在利用中成化工技术将现有 20 万吨/年双氧水产能扩大到 30 万吨/年，该项目预计于今年年底投产，由于双氧水盈利能力较强，在扩产后将明显增加公司业绩。

#### q 资产注入预期强烈

公司控股股东柳化集团年初托管了国内最大的双氧水生产厂商中成化工（中成化工 20 万吨产能，控股公司湖南智成 40 万吨产能），占华南地区产能的一半以上，盈利能力良好。在集团正式收购后该资产有可能注入上市公司以解决同业竞争问题。该资产注入后将明显增加公司利润。

#### q 假设及盈利预测

我们认为由于双氧水和煤炭资源的注入将明显提升公司利润，并且随着产能的完全释放，业绩会快速增长。预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.21 元、0.42 元和 0.46 元，对应的 PE 为 57.1 28.5 26.1 倍。虽然

PE高于煤化工行业平均水平,但公司在产业链上下游的开拓和尿素毛利率的大幅度回升将明显提升公司盈利能力,我们给予公司“增持”评级

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	1470	2168	2691	2856
主营收入增长率	-5.73%	47.48%	24.15%	6.13%
净利润(百万)	20.58	86.95	165.97	185.64
净利润增长率	-77.32%	422.49%	90.87%	11.85%
EPS(元)	0.08	0.21	0.42	0.46

图 1 尿素价格持续上涨

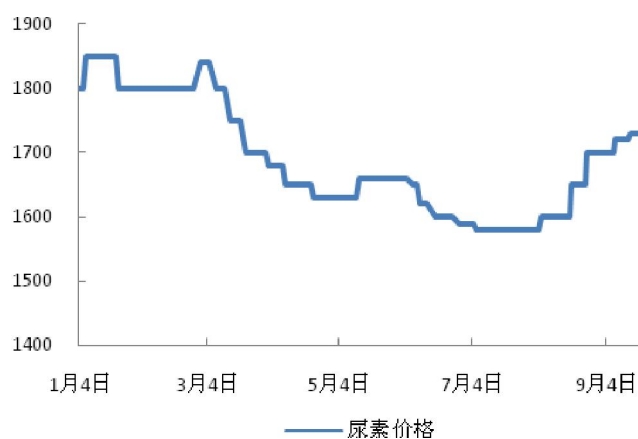
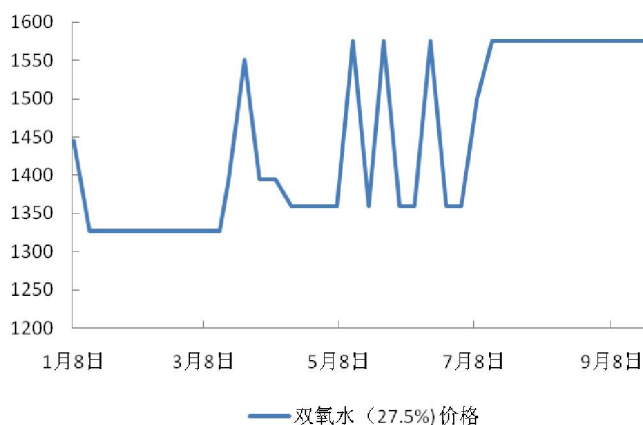


图 2 双氧水价格保持高位



资料来源：化工在线，东海证券研究所

**附注：****一、行业评级**

- 推荐 - Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数  
中性 - In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平  
回避 - Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

**二、股票评级**

- 买入 - Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 20%  
增持 - Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 10% - 20%  
中性 - Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%  
减持 - Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 > 10%

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122