

成本上升和三费高企挤压公司利润

柳化股份
600423

事件

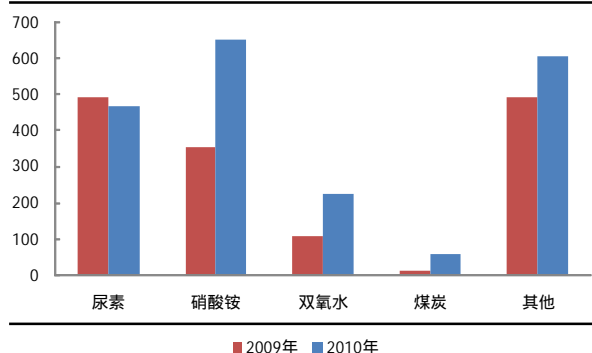
公司发布 2010 年年报，2010 年公司实现营业收入 20.87 亿元，同比上涨 34.37%，归属母公司所有者净利润为 5669 万，同比增长 164.1%，每股收益 0.14 元。公司主要收入来源于尿素、硝酸铵、浓硝酸、双氧水的销售。

评述

1 双氧水和硝酸铵销量上升，盈利能力大幅改善

公司生产装置产能发挥效率提高，合成氨产量增加带动下游产品产量提升，特别是硝酸铵营业收入同比大幅上升 83.1% 并且控股公司盛强公司双氧水二期工程在 09 年底投产，产能扩张到 20 万吨，营业收入比去年同期增加 107.95%。由于上述产品毛利率在公司产品结构中属于毛利率较高的产品，因而利润增幅明显高出收入增幅。

图 1 硝酸铵和双氧水增长明显 单位：百万元



资料来源：公司公告、东海证券研究所

2 煤炭成本上升和销售费用大幅增加侵蚀公司利润

公司主要原料为煤炭，年耗煤量大约为 120 万吨，2010 年公司每吨煤炭成本上涨 200 元，年增加成本达到 2.4 亿元。虽然尿素、硝酸类产品在成本推动下价格有所上涨，但是由于涨幅低于成本涨幅，各产品的毛利率普遍有所下降，甲醇甲醛等化工产品出现亏损。

由于双氧水和硝酸铵主要是面对区外市场，并且都属于危险化学品，市场开拓和运输费用较高，因而销售费用同比大幅提升，明显侵蚀公司利润，我们预计随着公司产品在区外市场逐步占据份额，未来销售费用将能够保持稳定。

维持

增持

分析师：王会芹

投资咨询执业证书编号：

S0630511030001

联系人：刘刚

021-50586660-8627

lgang@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 3 月 10 日

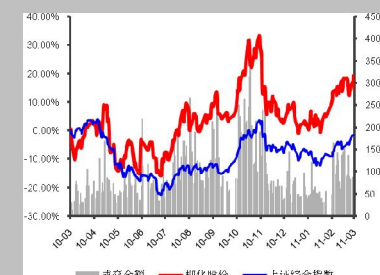
调研：无

价格

当前市价：10.97 元

半年目标：12.22 元

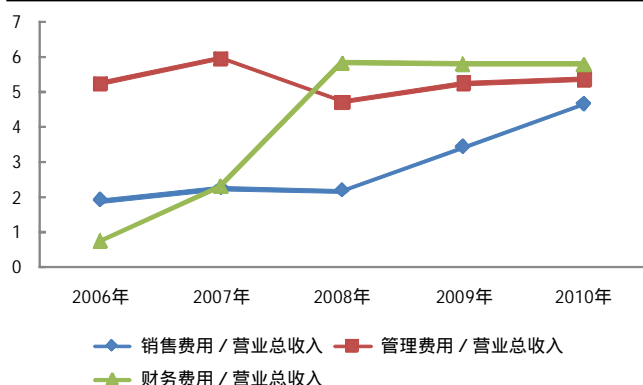
股价表现



公司估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.14	0.47	0.58	0.70
PE	78.3	23.3	18.9	15.7

图 2三费占比上涨明显，侵蚀公司盈利水平 单位：%



资料来源：公司公告、东海证券研究所

3 煤矿投产降低公司生产成本

公司子公司新益煤矿控股 60%的凹子冲煤矿已经顺利投入生产，年产能达到 21万吨，新益煤矿一号矿业有望于今年投入运营，我们预计合计将产煤 30万吨，按照每吨煤炭到厂价 800元，成本 600元计算，将为公司节省成本达到 6000万元，增厚 EPS为 0.12元。公司通过向上游延伸产业链，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。随着公司后续煤矿逐步投入运营，公司的资源优势也将越加明显。

表 1 煤炭资源陆续开始贡献业绩

		地质储量 /万吨	可采储量 /万吨	年产能	目前进展
新益煤矿	一号矿区	3667	1941.45	30	申请安全许可证
	二号矿区	1805	1606	30	申请探矿权证
	三号矿区	1121	1021	30	前期准备中
凹子冲煤矿	--	--	--	21	已投产

资料来源：公司公告、东海证券研究所

4 产量增加和产能扩张提升公司盈利能力

由于公司合成氨装置产能利用率一直较低，从而使下游生产装置不能达到完全利用，既影响了营业收入也增加了产品成本，我们预计随着公司逐渐掌握 shell 粉煤加压气化装置和原固定床装置技改后，合成氨装置的负荷将有所提升，从而提升下游产品产量，有利于公司营业收入增加。

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，该项目预计于今年能够投产，在双氧水毛利率达到 30%以上，盈利能力较强，在扩产后将明显增加公司业绩。

我们认为由于双氧水和煤炭资源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 2011年、2012年和 2013年的 EPS分别为 0.47元、0.58元和 0.70元，对应的 PE为 23.3 18.9 15.7倍。公司在产业链上下游的开拓和产品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

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	233	233	233	610	营业收入	2088	2437	2688	2928
应收款项	273	273	310	339	增长率	35.6%	16.7%	10.3%	8.9%
存货净额	389	371	407	443	营业成本	1675	1859	2041	2209
其他流动资产	250	254	288	315	营业成本 / 营业收入	80.2%	76.3%	75.9%	75.4%
流动资产合计	1145	1130	1238	1707	营业税金及附加	11	14	15	16
固定资产	3038	2865	2642	2406	销售费用	97	98	112	122
无形资产及其他	154	148	143	138	销售费用 / 营业收入	4.7%	4.0%	4.2%	4.2%
投资性房地产	51	51	51	51	管理费用	112	128	142	155
长期股权投资	21	30	38	47	管理费用 / 营业收入	5.4%	5.3%	5.3%	5.3%
资产总计	4409	4224	4113	4350	财务费用	121	110	94	78
短期借款	953	699	193	0	投资收益	(0)	0	0	0
应付款项	166	203	216	233	资产减值及公允价值				
其他流动负债	714	500	585	645	变动	8	0	0	0
流动负债合计	1833	1402	994	879	其他收入	(17)	0	(0)	0
长期借款及应付债券	1070	1120	1170	1220	营业利润	63	228	284	348
其他长期负债	34	34	34	34	增长率	223.5%	259.1%	24.8%	22.6%
长期负债合计	1104	1154	1204	1254	营业外净收支	1	2	7	7
负债合计	2937	2556	2197	2132	利润总额	65	230	291	355
少数股东权益	39	47	64	86	增长率	102.9%	254.5%	26.6%	22.0%
股东权益	1434	1621	1852	2132	所得税费用	9	34	44	53
负债和股东权益总计	4409	4224	4113	4350	少数股东损益	(0)	8	17	22
					归属于母公司净利润	57	187	231	280
关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E	增长率	175.4%	230.0%	23.3%	21.2%
每股收益	0.14	0.47	0.58	0.70	现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流	375	302	535	596
每股净资产	3.59	4.06	4.64	5.34	资本开支	(235)	(90)	(70)	(68)
ROS	3%	8%	9%	10%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	4%	12%	12%	13%	投资活动现金流	(245)	(98)	(79)	(76)
毛利率	20%	24%	24%	25%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	14%	14%	15%	负债净变化	309	50	50	50
EBITDA Margin	19%	25%	25%	25%	支付股利、利息	0	0	0	0
收入增长	36%	17%	10%	9%	其它融资现金流	(691)	(254)	(506)	(193)
净利润增长	175%	230%	23%	21%	融资活动现金流	(73)	(204)	(456)	(143)
资产负债率	67%	62%	55%	51%	现金净变动	56	(0)	(0)	377
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	177	233	233	233
P/E	68.9	24.4	19.8	16.3	货币资金的期末余额	233	233	233	610
P/B	2.7	2.8	2.5	2.1	企业自由现金流	292	303	539	589
EV/EBITDA	15.4	14.6	12.1	10.8	权益自由现金流	(90)	6	3	379

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6个月内上证综指波动幅度在 -20%— 20%之间 看空——未来 6个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6个月内行业指数相对上证指数在 -10%— 10%之间 低配——未来 6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6个月内股价相对强于上证指数在 5%— 15%之间 中性——未来 6个月内股价相对上证指数在 -5%— 5%之间 减持——未来 6个月内股价相对弱于上证指数 5%— 15%之间 卖出——未来 6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，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，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。本报告可能因时间等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。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。

资格说明

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，已经具备证券投资咨询业务资格。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。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87号国际财经中心 D座 15F	世纪大道 1589号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660