

大幅计提减值准备压低公司业绩

研究结论

- 公司 21 日公布的年报显示, 2009 年实现营业收入 30.53 亿元, 同比增加 40.28%, 实现利润总额 1.86 亿元, 同比增加 24.21%, 实现归属于母公司净利润 1.16 亿元, 同比增加 36.1%, 实现基本每股收益 0.18 元。由于公司在四季度大幅计提了减值准备, 公司业绩低于我们的预期, 这也是公司利润总额增速大幅低于营业收入增速的主要原因。
- **前三季度景气度高:** 受益于磷化工行业景气度的提升, 前三季度公司主营产品的盈利水平的提高是公司全年业绩增长的主要动力。其中公司主营产品磷酸销售收入 16.75 亿元, 同比增长 77.5%, 毛利率 25.4%, 与去年持平; 磷酸盐合计销售收入 10.4 亿元, 毛利率 20.7%, 较去年同期提高了 12.4 个百分点。
- **四季度景气度快速回落:** 但是进入四季度后, 受国际金融危机扩散影响, 国际油价、粮价和硫磺等大宗商品价格的迅速下跌使磷化工景气度快速回落。四季度公司主营毛利率仅为 4.2%, 远低于三季度 36% 和去年同期 16% 的水平。这是四季度公司亏损的重要原因。四季度盈利的下降拖累公司主营产品下半年的盈利能力, 其中磷酸的毛利率由上半年 34% 下降到 19.1%, 重要中间产品黄磷的毛利率由上半年的 30.4% 下降到下半年的 14.2%。
- **大幅计提减值准备:** 由于公司的主要产品磷酸、磷酸钠和中间产品黄磷的价格在四季度出现了快速的下跌, 导致公司产成品的可变现价值低于成本。公司在四季度计提了减值准备达 1.78 亿元, 相当于 08 年利润总额的 96%。大规模的计提是公司四季度亏损的主要原因。
- **公司抗风险能力逐渐加强:** 公司在技术和环保上处于国内领先地位, 如果国家严格执行新的黄磷行业准入标准, 公司将成为为数不多的达标企业之一。随着公司宣威磷化工项目的完成, 公司矿、电、磷配套能力将进一步加强。公司 12 万吨特种磷酸和 2 万吨特种磷酸盐的建成进一步延伸公司的精细磷化工产业链。但是, 行业景气度的低迷仍将无可避免的影响到公司的经营, 在下游需求不能有效恢复的情况下, 即使油价持续反弹也很难再现 08 年磷化工行业的高景气度。
- **调整投资评级:** 在假设下游需求能在下半年有效复苏的情况下, 如果只考虑公司经营性的因素, 我们预计公司 09、10 年的 EPS 在 0.30、0.43 元左右, 目前公司股价对应 2009 年 PE27 倍, 调整评级至中性。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

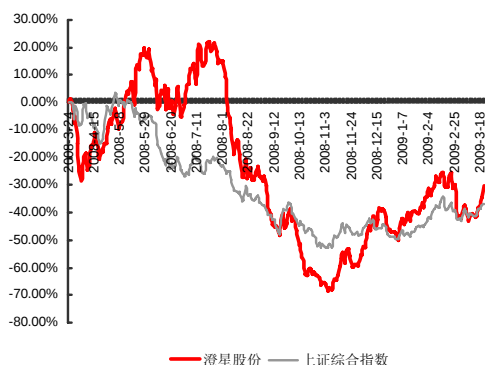
敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期	2009 年 3 月 23 日
庄琰	化工行业分析师 8621-63325888 × 6069 zhuangyan@orientsec.com.cn
杨云	化工行业助理分析师 8621-63325888 × 6071 yangyun@orientsec.com.cn
王晶(博士)	石油与化工行业首席分析师 8621-63325888 × 6072 wangjing@orientsec.com.cn
投资评级	买入 增持 中性 减持 (下调)
股价 (09 年 3 月 20 日)	8.30 元
目标价格 (12 个月)	7 元
总股本/A 股 (万股)	65147/65147
A 股市值 (百万元)	5407
国家/地区	中国
行业	化工
报告日期	2009 年 3 月 23 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	0.49	28.25	(31.31)
相对表现 (%)	(1.94)	11.51	5.83

资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008A	2009E	2010E
营业收入	2177	3053	2610	2909
同比(%)	35%	40%	-15%	11%
归属母公司净利润	85	116	198	282
同比(%)	28%	36%	71%	42%
毛利率(%)	17.9%	23.8%	22.1%	24.1%
ROE(%)	6.7%	8.4%	12.6%	15.5%
每股收益(元)	0.13	0.17	0.30	0.43

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

大幅计提减值准备压低公司业绩

公司在四季度大幅计提了减值准备，其中坏账准备 629 万元，固定资产减值准备 280 万元，而存货跌价准备高达 1.69 亿元，占比高达 95%，

表. 公司资产减值准备

	2007-12-31	本期增加	本期减少		2008-12-31
			转回	转销	
坏账准备	15,179,048.57	6,294,908.55		24,228.89	21,449,728.23
存货跌价准备	3,130,000.00	169,099,000.00			172,229,000.00
固定资产减值准备	300,000.00	2,800,000.00			3,100,000.00
	18,609,048.57	178,193,908.55		24,228.89	196,778,728.23

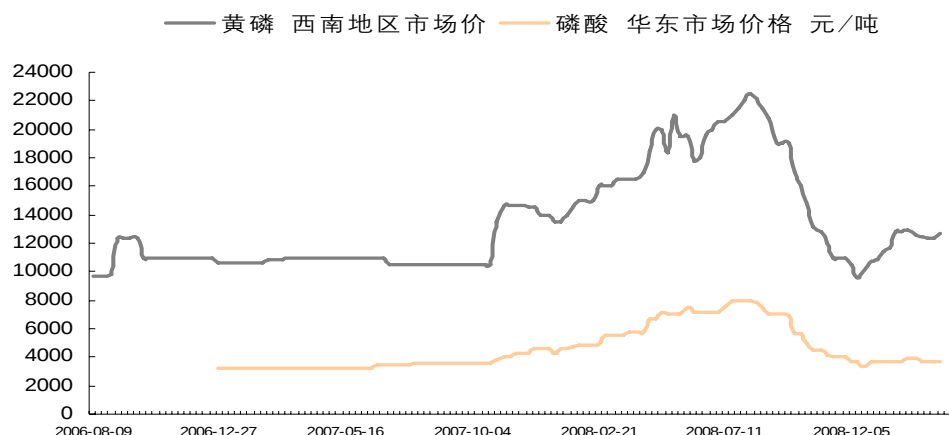
资料来源：公司公告

在这其中，公司累计计提产成品跌价准备 1.67 亿元，占公司产成品存货净额的 29%，相当于计提比例 22%左右。考虑到工业级磷酸的市场价格在三季度价格在 7000-8000 元/吨左右，而四季度末价格已经跌至 3700 元每吨左右，跌幅在 40%以上；而估计到公司磷酸的毛利率水平最高在 30%左右，所以我们粗略估算产成品减值幅度大约接近 20%。我们认为公司四季度的减值计提是比较充分的，为 09 年的轻装上阵做好了准备。

磷化工行业仍处于低谷

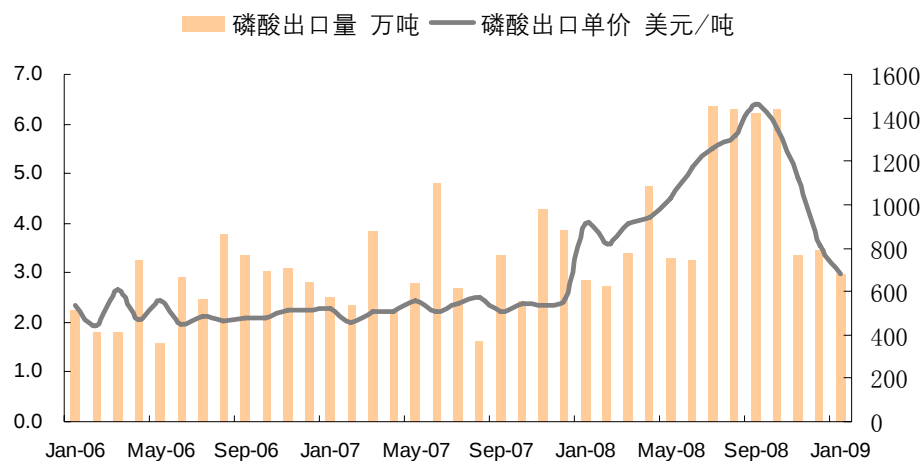
在经历了前一阶段库存消化，供给有限而引起的价格反弹之后，近期各地的黄磷价格再次出现了反弹。但是我们对行情的持续性仍报谨慎态度，这一阶段的反弹主要是由于取消优惠电价而造成的成本推动型价格上涨，而下游需求的恢复情况仍要观察。我们认为即使原油价格持续反弹，但如果没有需求的配合，磷化工产品的盈利能力仍难以大幅改善，景气度的恢复尚需要时间。

图 1. 国内磷酸、黄磷价格走势图



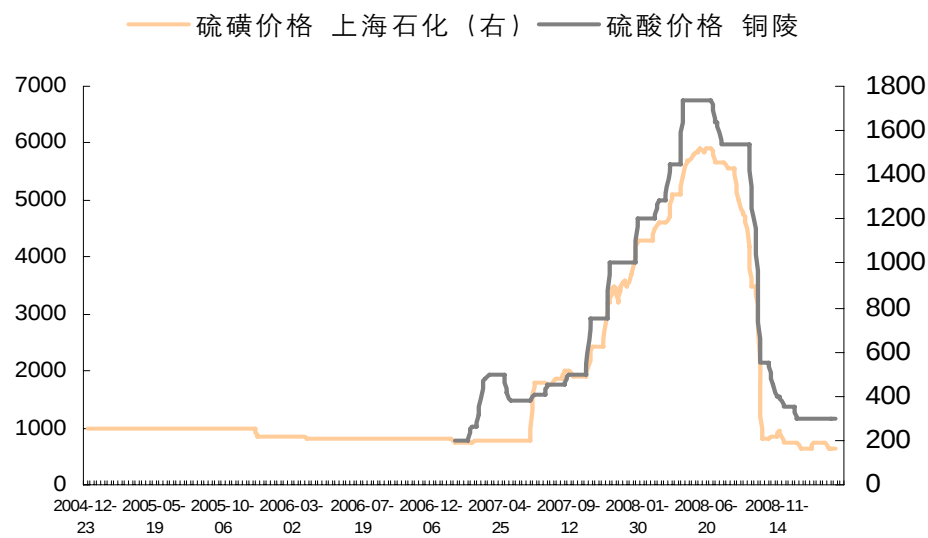
数据来源：东方证券研究所

图 2. 磷酸出口量和均价走势图



数据来源：东方证券研究所

图 3. 湿法磷酸原材料硫磺硫酸价格走势图



数据来源：东方证券研究所

附表：公司利润表摘要

利润表		单位:百万元			
会计年度	2007	2008A	2009E	2010E	
营业收入	2177	3053	2610	2909	
营业成本	1787	2326	2033	2208	
营业税金及附加	9	15	10	12	
营业费用	112	134	131	145	
管理费用	44	64	55	61	
财务费用	94	152	131	122	
资产减值损失	5	178	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	125	183	250	361	
营业外收入	30	4	12	12	
营业外支出	5	0	0	0	
利润总额	150	186	262	373	
所得税	49	12	47	67	
净利润	101	175	215	306	
少数股东损益	16	59	17	24	
归属于母公司净利润	85	116	198	282	
EPS (元)	0.13	0.17	0.30	0.43	

数据来源：东方证券研究所

分析师承诺

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

杨云：化工行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn