

澄星股份（600078）：四季度亏损，08 年业绩低于市场预期 中性（维持）

化工行业/磷化工

当前股价：8.31 元

报告日期：2009 年 3 月 21 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2,177	3,053	2,465	2,810
(+/-)	37.3%	40.3%	-19.3%	14.0%
营业利润	125	183	177	187
(+/-)	52.3%	46.3%	-3.7%	6.2%
归属于母公司的净利润	85	116	125	135
(+/-)	41.1%	73.7%	-19.5%	8.8%
每股收益（元）	0.13	0.18	0.19	0.21
市盈率（倍）	64	47	43	40

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	65,147/43,854
流通市值（亿元）	36.44
每股净资产（元）	2.26
资产负债率（%）	69.11

股价表现（最近一年）



联系人—赵鹏程

021-58824282-834 zhaopc@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2008 年公司实现营业收入 30.5 亿元，同比增长 40.3%；实现利润总额 1.86 亿元，同比增长 24.2%；实现归属上市公司股东净利润 1.16 亿元，同比增长 36.1%；摊薄 EPS 约 0.18 元，低于市场普遍预期；每股经营性现金流 1.57 元；分配预案为每 10 股派 0.1 元（含税）。

08 年四季度受国内外宏观经济环境影响，磷化工产品需求迅速下降，产品价格大幅下挫（图 1-3）。受此影响，公司四季度营业综合毛利率仅为 4.2%，同比下降 12.5 个百分点，环比下降 31.7 个百分点；同时因计提存货跌价损失 1.69 亿元，四季度公司亏损 2.57 亿元。

- 管理费用与财务费用大幅增加。**报告期内公司管理费用和财务费用分别同比增长 44% 和 62%；其中管理费用增加主要源于控股子公司停产检修造成的停产损失，预计 09 年公司管理费用将较 08 年有所减少；财务费用增加主要源于在建工程转为固定资产利息停止资本化，因可转债利息支出减少（部分已转股或回售）、贷款利率下调，预计 09 年公司财务费用也将较 08 年有所减少。
- 磷化工产品价格温和反弹。**随着首轮“去库存化”进程接近尾声，国内市场磷化工产品价格出现温和反弹：黄磷价格由 1.2 万元/吨上涨至 1.4 万元/吨，五钠价格由 5500 元/吨上涨至 6000 元/吨，工业级和食品级磷酸价格仍维持在 4000 元/吨左右的低位。由于即将进入西南地区的丰水期，云贵地区黄磷产量将有所增加，预计后续黄磷价格将在 1.3-1.4 万元/吨的行业成本区间徘徊，下游磷化工产品价格短期内上涨动力趋弱。我们预计在宏观经济环境发生实质性好转前，磷化工产品价格难以大幅反弹。
- 产能扩增，但毛利率将下滑。**公司 12 万吨特种磷酸和 2 万吨特种磷酸氢钙项目将于 09 年投产；主营产品产销量增长将帮助公司在未来两年实现利润增长。不过值得注意的是，随着公司下游产能的扩增，未来两年公司黄磷自给率将显著下降，产品综合毛利率将因此下滑。

自有黄磷产能方面：08 年公司宣威磷电项目已经稳定运行，未来随着技术改进电力和原料消耗将进一步降低，但宣威项目磷矿石自给率偏低，预计黄磷成本将维持在 9000 元/吨以上；弥勒磷电黄磷产量仍将受供电限制，黄磷成本预计在 7500 元/吨以上。

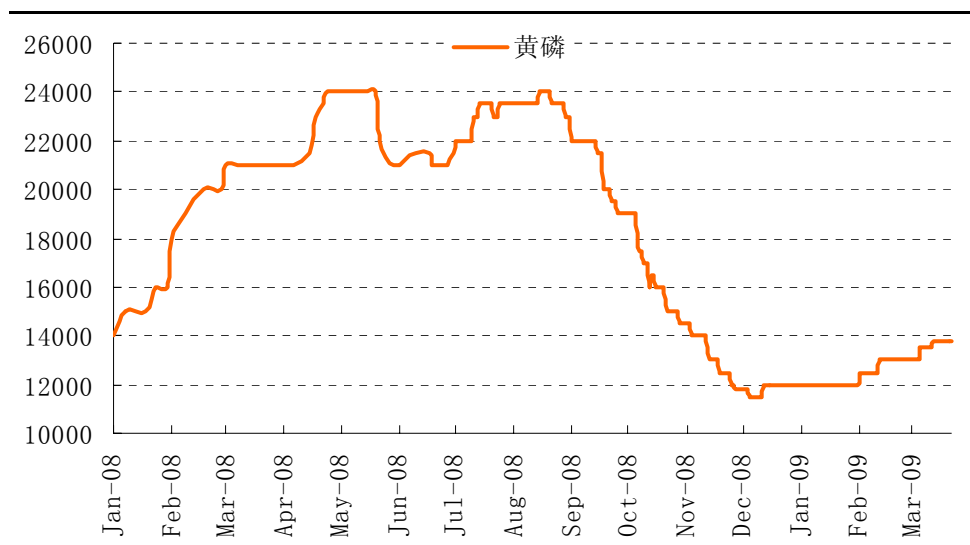
- **盈利预测与估值：**暂按 6.51 亿的股本计算，我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.19 元和 0.21 元，对应动态 PE 分别为 43 倍和 40 倍。虽然磷化工产品价格正从周期底部逐步回升，且公司 EPS 对磷酸产品价格波动的敏感度较高（磷酸年度均价上涨 100 元/吨，公司 09 年 EPS 增厚 0.027 元），但考虑到行业恢复可能慢于预期，且当前估值水平已经部分反应行业复苏的预期，同时随着可转债进一步转股将摊薄未来两年 EPS，我们给予公司“中性”投资评级。
- **风险提示：**由于 09 年一季度国内磷化工产品价格均低位运行，我们对公司当期盈利状况表示悲观；未来一段时间公司股价面临回调压力。

澄星股份盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业收入	217,654	305,318	246,500	281,000
减：营业成本	178,692	232,612	197,986	227,181
毛利	38,962	72,706	48,514	53,819
增长率 (%)	102.12%	86.61%	-33.27%	10.93%
综合毛利率 (%)	17.90%	23.81%	19.68%	19.15%
营业税金及附加	874	1,519	1,521	1,693
销售费用	11,226	13,448	11,093	12,645
管理费用	4,422	6,367	5,423	6,182
财务费用	9,411	15,227	12,325	14,050
资产减值损失	502	17,819	500	500
加：公允价值变动收益	0	0	-	-
投资净收益	0	0	-	-
二、营业利润	12,527	18,326	17,653	18,749
加：营业外收入	2,981	358	-	-
其中：补贴收入				
减：营业外支出	505	49	-	
三、利润总额	15,003	18,635	17,653	18,749
减：所得税费用	4,942	1,163	3,588	3,442
四、净利润	10,061	17,472	14,065	15,307
增长率 (%)			-19.50%	8.83%
归属于母公司所有者的净利润	8,493	11,559	12,463	13,481
增长率 (%)			7.82%	8.17%
少数股东损益	1,568	5,913	1,602	1,827
(基本) 每股收益	0.130	0.177	0.191	0.207

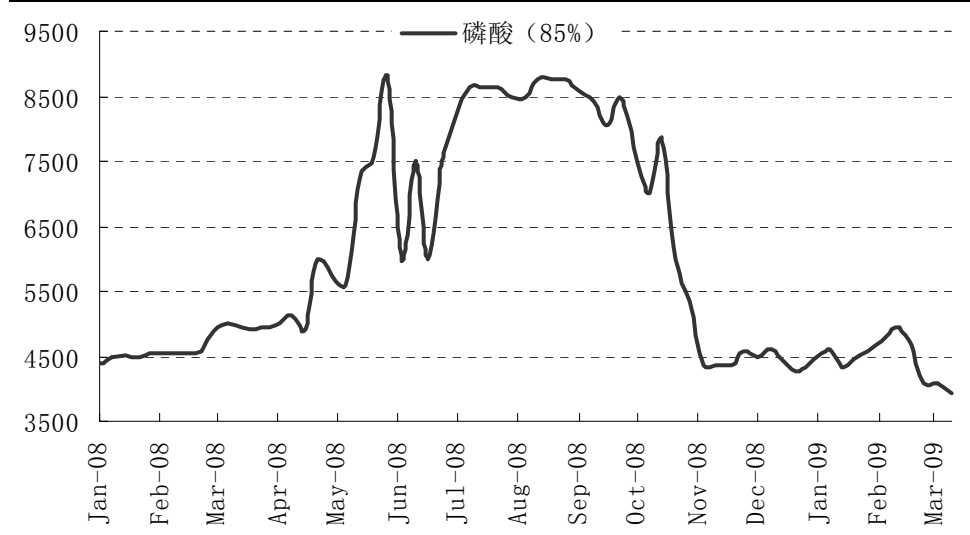
资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 1：国内黄磷价格走势



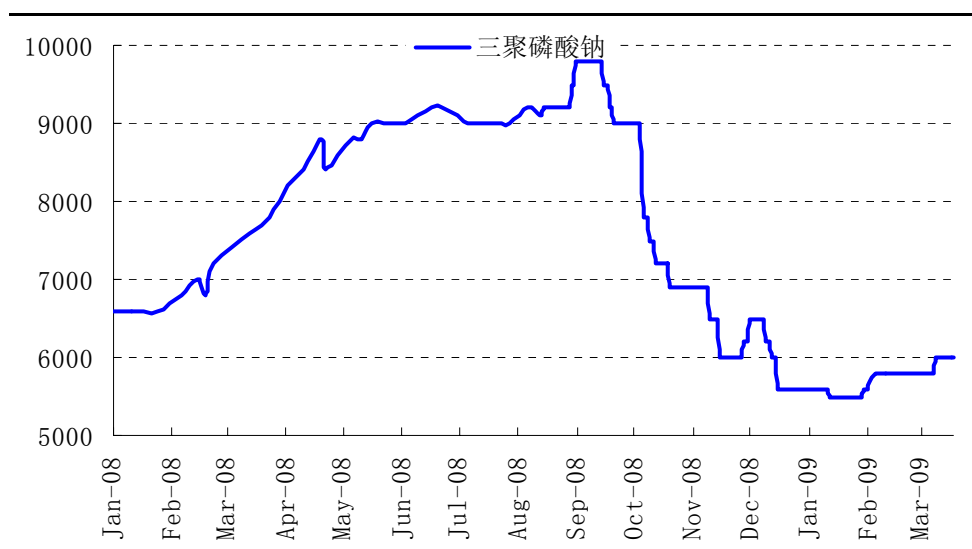
资料来源：化工在线

图表 2：国内磷酸价格走势



资料来源：化工在线

图表 3：国内五钠价格走势



资料来源：化工在线

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002