



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009 年 6 月 9 日

化工行业

研究部

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

维持中性

澄星股份(600078.CH)

非公开发行股票收购集团水电资产等

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,585	2,177	3,053	2,628	2,838
(+/-)	-2%	37%	40%	-14%	8%
主营业务利润	208	381	712	467	548
(+/-)	29%	83%	87%	-34%	17%
净利润	67	85	116	155	203
每股盈利(元)	0.06	0.13	0.18	0.23	0.30
(+/-)	30%	103%	36%	28%	31%
市盈率	138.6	68.2	50.1	39.1	29.9
市净率	5.1	4.6	3.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	39.9	22.0	10.2	14.1	11.7
净资产收益率	5.8%	6.7%	7.8%	9.6%	11.3%
ROCE	4.2%	4.5%	5.8%	7.3%	8.6%
现金分红收益率	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.3%
每股经营现金流(元)	0.09	-0.18	1.57	0.25	0.68
股价/经营现金	102.37	n.m.	5.67	36.00	13.08

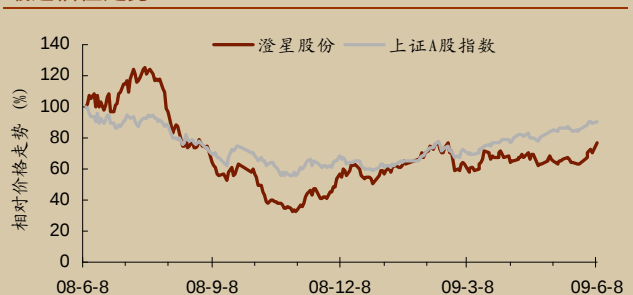
股票信息

	A股
股票代码	600078 CH
当前股价	人民币8.89
目标价格	-
日成交量(百万股)	48.90
52周最高价/最低价	人民币15.16/3.66
发行股数(百万股)	651.47
总市值(百万元)	5791.58
流通股(百万股)	438.54
主要股东(持股比例)	江阴澄星实业集团有限公司(26.26%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600078.SH]	+14.26	+16.50	+21.43	+37.57
[上证A股指数]	+1.73	+5.43	+26.22	+47.15
[中金化工指数]	+2.24	+0.93	+19.38	+59.33

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况：

澄星股份公告董事会决议，公司计划非公开发行股票3000万股~15000万股，非公开发行对象不超过十名，增发价格为前20日均价的90%，约为7.0元/股，计划募集资金不超过10亿元。募集资金主要用于（1）收购控股股东澄星集团持有的雷打滩水电站55%股权；（2）6.5万吨/年磷酸钙盐技改工程；（3）偿还公司银行贷款与补充流动资金。

目前雷打滩水电站装机容量为3×3.6MW，每年利用小时在5000~6000小时，2008年实现销售10480万元，净利润为4092万元，目前净资产为3.12亿元，评估值为4.55亿元，为1.46倍净资产，由于水电利润率高，盈利稳定，该评估值基本合理。澄星集团拥有55%股权，主要为上市公司控股的弥勒磷电供电，2008年关联交易为7638万元。

项目将新建2条生产线，分别生产磷酸氢钙和磷酸三钙两个系列产品，建成后生产能力将达到磷酸氢钙5.5万吨/年，磷酸三钙1万吨/年。公司将发挥精细磷化工的优势，利用国际企业罗地亚等退出市场的机遇扩大市场份额。公司预计项目达产后每年能实现净利润4600万元。

其余募集资金用于偿还贷款和补充流动资金，预计降低财务费用每年1590万元。

评论：

雷打滩水电站收购后，能够减少关联交易，增强企业的盈利稳定性，公司每年将增加净利润2250万元。磷酸盐项目建设完成后，将增加年化利润4600万元。在我们假设2010年新建磷酸盐项目贡献一半产能的假设下，我们的敏感性分析表明，增发数量超过1亿股，收购和新建项目对每股盈利的增厚将并不明显。我们每股盈利预测中还没有考虑澄星转债全部转股后还有5%的摊薄。

估值与建议：

我们认为磷化工今明两年将处于行业低谷，大幅回升可能性比较小。考虑到增发方案尚有不不确定性，我们暂时维持盈利预测，公司目前股价对应的估值水平仍然比较高（09年37×PE以及3.5×PB），维持“中性”评级。

图表 1：募集资金项目明细

序号	项目	投资金额（万元）
1	收购控股股东澄星集团持有的雷打滩水电站55%股权	25,020.60
2	6.5 万吨/年磷酸钙盐技改工程	19,632.69
3	偿还公司银行贷款与补充流动资金	55,000.00
合计		99,653.29

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：6.5 万吨/年磷酸盐技改项目明细

序号	产品	产能（吨/年）	生产线
1	牙膏级DCPD	35,000	1 号
2	牙膏级DCPA	5,000	2 号
3	食品级DCPD	5,000	1 号
4	医药级DCPD	4,000	1 号
5	医药级DCPD（颗粒）	2,000	1 号
6	医药级DCPA	1,000	2 号
7	医药级DCPA（颗粒）	3,000	2 号
8	TCP（EPS / 食品级）	10,000	2 号
合计		65,000	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 3：增发前后每股盈利的简单敏感性分析

增发股份数量（股）	增发后总股本（股）	融资额（元）	增发前09 预测 EPS	增发后09年预测EPS	增发前10年预测 EPS	增发后10年预测EPS
30,000,000	681,470,808	210,000,000	0.24	0.26	0.31	0.36
50,000,000	701,470,808	350,000,000	0.24	0.25	0.31	0.35
80,000,000	731,470,808	560,000,000	0.24	0.24	0.31	0.34
100,000,000	751,470,808	700,000,000	0.24	0.24	0.31	0.33
120,000,000	771,470,808	840,000,000	0.24	0.23	0.31	0.32
150,000,000	801,470,808	1,050,000,000	0.24	0.22	0.31	0.31

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4：历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入净额	1,585	2,177	3,053	2,628	2,838
主营业务利润	208	381	712	467	548
营业费用	50	112	134	118	128
管理费用	30	44	64	58	62
财务费用	58	94	152	48	40
营业利润	82	125	183	243	317
所得税	25	49	12	61	79
净利润	67	85	116	155	203
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	57	(116)	1,022	161	443
投资活动现金流净额	(538)	(207)	(476)	(210)	(111)
融资活动现金流净额	428	333	(266)	(582)	(332)
货币资金增加额	(53)	10	280	(631)	-
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,613	2,479	2,687	1,978	2,095
固定资产	1,847	2,012	2,162	2,180	2,082
流动负债	1,963	2,695	3,185	2,337	2,123
长期负债	381	574	383	367	377
股东权益	1,144	1,264	1,475	1,614	1,797
总资产	3,553	4,601	5,163	4,465	4,478
财务指标					
主营业务利润率	13.5%	17.9%	23.8%	18.2%	19.7%
息税前利润率	8.8%	10.3%	16.8%	11.1%	12.6%
净利润率	4.2%	3.9%	3.8%	5.9%	7.1%
净资产收益率	5.8%	6.7%	7.8%	9.6%	11.3%
总资产收益率	1.9%	1.8%	2.2%	3.5%	4.5%
总资产负债率	66.0%	71.0%	69.1%	60.6%	55.8%
净资产负债率	204.9%	258.7%	241.9%	167.5%	139.1%
流动比率	0.8	0.9	0.8	0.8	1.0
速动比率	0.6	0.7	0.5	0.5	0.6
应收帐款周转期	135.3	196.7	62.2	97.8	97.8
存货周转期	120.0	103.2	120.6	103.2	103.2
分红比例	10.0%	10.0%	5.6%	10.0%	10.0%

资料来源：公司信息，中金公司研究部

图表 5、行业可比公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
				09-6-8	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010
国内化肥公司													
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	23.29	20.9	35.9	18.7	3.7	2.8	2.6	10.2	10.5	7.7
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	审慎推荐	53.2	29.9	11.8	12.5	14.2	7.8	7.1	13.9	7.2	7.2
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	7.87	19.5	12.6	11.0	2.4	2.2	1.9	5.6	5.7	5.0
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	15.5	20.3	16.8	13.8	3.2	2.8	2.4	10.4	9.8	8.9
六国化工	600470 CH	CNY	中性	9.99	34.0	24.5	22.6	2.1	2.0	1.9	13.2	8.8	8.4
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	26.48	333.5	20.1	14.2	11.7	7.4	4.9	234.4	283.9	240.2
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	14.46	16.5	19.1	12.5	4.7	4.1	3.3	11.5	9.5	6.0
中化化肥	297 HK	HKD	中性	4.13	13.0	25.1	13.1	1.8	1.7	1.6	10.8	16.3	10.6
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	26.04	53.1	23.3	22.2	12.5	8.1	6.0	25.9	11.4	10.5
平均					60.1	21.0	15.6	6.3	4.3	3.5	37.3	40.3	33.8
中间值					20.9	20.1	13.8	3.7	2.8	2.6	11.5	9.8	8.4
国内材料公司													
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	16	17.6	19.1	17.6	5.5	4.3	3.4	14.1	16.8	11.6
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	36.38	6.2	18.7	13.4	3.5	3.1	2.7	4.3	11.4	8.6
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	12.27	n.a.	43.2	27.2	2.2	2.1	1.9	23.8	11.5	8.9
三爱富	600636 CH	CNY	中性	8.51	n.a.	93.7	82.6	4.1	3.9	3.8	28.9	16.1	14.3
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	7.73	26.5	32.9	33.6	2.1	2.1	2.0	9.3	9.3	9.2
山西三维	000755 CH	CNY	中性	7.82	310.3	49.7	26.0	1.7	1.7	1.6	16.9	13.1	10.7
沈阳化工	000698 CH	CNY	中性	7.1	48.8	36.6	18.7	1.7	1.6	1.6	13.2	10.7	7.8
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.89	50.1	37.4	28.5	3.9	3.6	3.2	10.5	14.3	12.2
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	14.47	14.8	24.8	18.0	3.9	3.4	3.0	9.6	11.6	8.7
云维股份	600725 CH	CNY	中性	14.11	30.7	73.8	39.0	2.6	2.5	2.4	9.6	10.0	7.8
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	18.4	425.9	112.1	28.8	27.3	5.2	4.5	950.7	44.4	12.4
丹科B	900921 CH	USD	推荐	1.210	153.4	51.6	13.3	9.8	2.4	2.1	382.5	22.4	8.2
平均					108.4	49.5	28.9	5.7	3.0	2.7	122.8	16.0	10.0
中间值					39.7	40.3	26.6	3.7	2.8	2.5	13.7	12.3	9.1

资料来源：Wind，中金公司研究部

图6、国际化工公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
			09-6-8	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
国际化肥公司															
加拿大化肥公司															
Potashcorp	POT CN	CAD	123.82	35.38	9.49	7.77	6.94	6.51	4.92	3.14	2.17	19.57	7.06	5.87	5.46
Agrium	AGU CN	CAD	50.8	15.49	4.90	5.72	5.76	2.60	1.66	1.27	1.06	9.97	3.81	4.30	4.44
美国化肥公司															
Mosaic	MOS US	USD	51.24	10.90	6.53	5.37	5.12	3.38	2.30	1.42	1.23	6.76	4.05	3.32	3.16
Terra Industry	TRA US	USD	26.08	12.02	4.48	6.96	8.47	3.77	2.32	1.77	n.a.	3.65	2.12	3.93	6.63
Terra Nitrogen	TNH US	USD	108.96	10.00	n.a.	n.a.	n.a.	9.83	n.a.	n.a.	n.a.	8.73	n.a.	n.a.	n.a.
欧洲化肥公司															
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	3.87	128.62	7.16	6.44	3.62	41.73	6.00	2.80	1.91	21.24	5.35	3.89	2.72
Yara	YAR NO	NOK	202	9.81	4.43	7.97	6.96	2.80	1.96	1.67	1.41	12.46	4.28	7.18	6.31
K+S	SDF GR	EUR	50.95	n.m.	8.52	7.20	7.06	9.03	5.28	3.53	2.66	20.24	5.50	5.50	5.50
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	4375	27.15	6.28	6.57	4.90	8.11	5.26	4.14	3.40	5.32	6.11	6.38	4.77
平均				31.17	6.47	6.75	6.11	9.75	3.71	2.47	1.98	11.99	4.79	5.05	4.87
中间值				12.02	6.28	6.96	6.94	5.14	2.32	1.77	1.79	9.35	4.28	5.50	5.46
国际材料公司															
聚氨酯公司															
Bayer AG	BAY GR	EUR	40.7	6.97	11.02	10.62	9.51	1.86	1.82	1.65	1.54	8.05	7.08	6.74	6.49
BASF AG	BAS GR	EUR	30.67	7.37	7.85	11.00	10.62	1.53	1.51	1.51	1.46	3.77	3.96	4.80	4.66
Dow Chemical Co	DOW US	USD	16.85	5.56	6.28	8.18	7.30	0.82	0.81	0.81	0.77	4.73	4.93	5.34	5.20
平均				6.63	8.38	9.93	9.14	1.40	1.38	1.32	1.25	5.52	5.32	5.63	5.45
中间值				6.97	7.85	10.62	9.51	1.53	1.51	1.51	1.46	4.73	4.93	5.34	5.20
有机氟公司															
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	3190	12.10	15.96	16.82	14.41	1.70	1.63	1.49	1.35	7.01	8.16	8.18	7.19
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	779	13.13	13.32	15.57	13.58	0.96	0.98	0.94	0.94	4.68	4.95	5.98	5.94
Solvay SA	SOLB BB	EUR	60.995	6.45	8.62	9.50	8.32	1.16	1.12	1.05	0.97	3.96	4.78	5.22	4.86
3M Co.	MMM US	USD	59.22	10.39	11.45	12.67	12.93	3.58	3.46	3.07	2.87	7.12	6.82	7.56	7.84
平均				10.52	12.34	13.64	12.31	1.85	1.80	1.64	1.53	5.69	6.18	6.73	6.46
中间值				11.24	12.38	14.12	13.26	1.43	1.38	1.27	1.16	5.84	5.88	6.77	6.57
有机硅公司															
GE Co.	GE US	USD	13.43	6.16	7.22	9.52	9.47	1.16	1.07	1.11	1.09	15.79	13.68	14.27	14.39
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4800	11.25	10.77	11.12	10.18	1.43	1.32	1.22	1.13	4.24	4.84	4.57	4.57
Rhodia SA	RHA FP	EUR	6.241	4.84	4.65	6.56	4.67	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.63	3.04	3.25	3.00
Cabot Corp	CBT US	USD	15.7	7.62	12.31	7.04	6.46	0.86	0.73	0.68	n.a.	4.55	4.91	3.94	4.66
平均				7.47	8.74	8.56	7.70	1.15	1.04	1.00	1.11	6.80	6.62	6.51	6.65
中间值				6.89	9.00	8.28	7.97	1.16	1.07	1.11	1.11	4.39	4.87	4.26	4.61
环氧树脂公司															
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	6	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.43	0.91	8.45	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	340	10.55	10.75	14.11	15.38	0.52	0.52	0.51	0.51	5.68	6.24	6.74	7.04
Sunoco Inc	SUN US	USD	27.66	3.72	4.78	7.88	6.61	1.28	1.05	0.97	0.89	3.36	3.43	4.80	4.06
Ciba	CIBN VX	CHF	49.4	13.99	23.20	18.35	16.01	1.00	1.19	1.17	1.14	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均				9.42	12.91	13.44	12.67	0.81	0.92	2.78	0.84	4.52	4.83	5.77	5.55
中间值				10.55	10.75	14.11	15.38	0.76	0.98	1.07	0.89	4.52	4.83	5.77	5.55

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图7、国际可比公司行业板块估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
美国特殊化学品	15.6	11.8	19.2	10.7	2.3	2.3	2.1	2.3	7.9	9.2	6.7	6.8
美国大宗化学品	7.4	11.5	18.8	9.9	1.4	1.4	1.2	0.9	4.9	4.9	5.4	5.0
欧洲化工	11.1	9.7	10.2	9.2	1.8	1.9	1.6	1.4	6.8	6.3	6.4	6.0
日本化工	14.1	21.2	16.6	14.2	1.0	1.0	0.9	0.9	4.9	5.7	6.0	5.6
亚太化工	11.0	13.0	15.3	15.5	1.5	1.9	1.7	1.6	15.6	11.2	14.2	15.5
平均	12.1	13.5	15.5	11.7	1.6	1.6	1.5	1.4	8.0	7.1	7.3	7.3
分类别估值												
	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
多元化化工	8.6	15.8	13.9	13.2	1.1	1.1	1.1	1.0	10.6	7.4	9.8	10.6
工业气体	13.6	16.4	13.4	11.9	2.1	2.1	1.9	1.7	10.1	10.9	8.7	7.8
大宗化学品	13.6	12.2	17.7	10.9	1.7	1.6	1.4	1.1	6.1	5.3	5.9	5.5
特殊化学品	13.9	13.3	16.8	11.5	1.9	2.0	1.8	1.7	7.5	7.7	6.7	6.6
平均	12.1	13.5	15.5	11.7	1.6	1.6	1.5	1.4	8.0	7.1	7.3	7.3
流通市值分类估值												
	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
大盘公司	12.0	14.2	14.0	12.5	2.3	2.2	1.9	1.8	8.0	7.3	7.6	7.5
中盘公司	11.1	11.8	14.2	10.3	1.0	1.0	0.9	0.9	8.5	6.3	7.6	7.8
小盘公司	15.5	17.3	28.9	16.1	1.3	1.9	1.4	1.2	6.6	9.1	4.7	3.4
平均	12.1	13.5	15.5	11.7	1.6	1.6	1.5	1.4	8.0	7.1	7.3	7.3

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话：(8610) 6505-1166
传真：(8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话：(8610) 8567-9238
传真：(8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话：(8621) 5879-6226
传真：(8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话：(8621) 6386-1195
传真：(8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话：(852) 2872-2000
传真：(852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话：(86755) 8832-2388
传真：(86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。