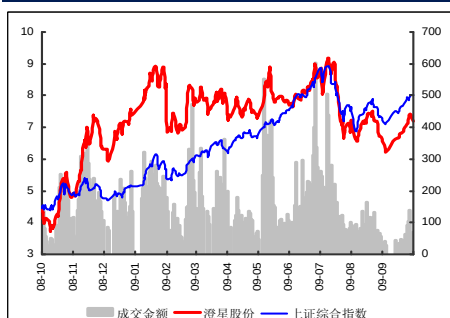


2009 年 10 月 27 日

澄星股份 (600078.SH) 调研快报

推荐

最近 52 周走势:



相关研究报告:

存货计提甩开包袱, 09 年轻装上阵--澄星股份 2008 年年报点评

报告作者:

王席鑫

0510-82833507

wangxx@glsc.com.cn

茅玉峰

021-58766036-216

独立性申明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响, 特此申明。

maoyf@glsc.com.cn

投资要点:

- **深化产品结构, 扩大市场份额。**公司积极推进“磷电矿一体化”的战略, 实现从“矿山(磷矿、煤矿)-电力-黄磷-精细磷化工系列产品-磷化工产品物流配送”完整的产业链。公司在目前价格和毛利低迷的情况下, 加大销售力度抢占市场。一旦当磷化工行业需求恢复时, 公司将能抢得先机。
- **市场回暖, 产品价格逐步提高。**黄磷目前价格在 12000 元/吨。预计 11 月中旬进入枯水期之后, 价格会逐步上涨至 12500-13000 元/吨, 目前企业均处于惜售阶段。黄磷与其下游产品磷酸和磷酸盐的价格具有联动性, 黄磷价格的上涨将能带动磷酸价格的同步上涨, 直接拉动企业业绩增长。
- **循环经济和磷电一体化建设将降低公司生产成本。**公司前期在宣威、弥勒进行黄磷尾气和废渣回收利用循环经济项目以及在江阴本部利用余热发电项目。根据测算, 该项目将能直接降低黄磷生产成本接近 2000 元/吨, 大幅降低黄磷生产成本。此外, 公司拟增发收购的雷打滩水电站, 属于清洁能源, 未来将使公司黄磷成本继续下降, 确保公司在磷化工生产一体化水平。
- **不考虑未来增发对业绩摊薄的影响, 预计公司 09, 10, 11 年每股收益为 0.15, 0.58 和 0.77 元。**10 年较 09 年有较大幅度增长, 这主要受益于循环经济一体化建设使黄磷成本大幅下降, 此外水电厂 09 年开始贡献受益, 如果考虑到明年通胀因素和油价上涨从而带动磷化工产品价格上涨, 则有超预期的可能。目前股价对应 10 年市盈率仅为 12.5 倍, 给予“推荐”的投资评级。

事件:

10月23日,我们对澄星股份进行调研,与公司方就最近的经营情况和市场情况进行了交流。

调研纪要:

深化产品结构,扩大市场份额

受金融危机影响,公司主要产品价格大幅下降。但公司依靠产能扩大和销量的增加,使得营业收入仍维持在较高水平,但利润却大幅下降。公司在价格和毛利低迷的情况下,采取的策略是加大销售力度,加快抢占市场的步伐。一旦当磷化工行业需求恢复时,公司将能抢得先机。

澄星正积极推进“磷电矿一体化”的战略,进行磷化工资源优化配置和行业整合,实现集约化发展,有效控制磷化工资源,实现产业链向上下游的延伸;同时不断加大科技投入,提高产品的附加值,公司未来目标将是实现从“矿山(磷矿、煤矿)-电力-黄磷-精细磷化工系列产品-磷化工产品物流配送”完整的产业链。目前,公司正拟通过非公开发行股票,募集资金,新建两条磷酸钙盐生产线,加大医药、食品和牙膏级磷酸盐产品提供能力,提高公司在高品级磷化工产品中的地位。

公司目前拥有黄磷产能15万吨,其中宣威09年底产能由6万吨增至8万吨,设计12万吨。产能弥勒,60000万-70000万吨。预计09年宣威产量在5万多吨,弥勒4-5万吨,合计全年产量10万吨。

表1: 公司主要产品产能情况

产品	现有产能(万吨)	拟新建产能
黄磷	14	
磷酸	72	
三聚磷酸钠	17	
磷酸钙盐	4.5	6.5

数据来源: 国联证券研究所整理

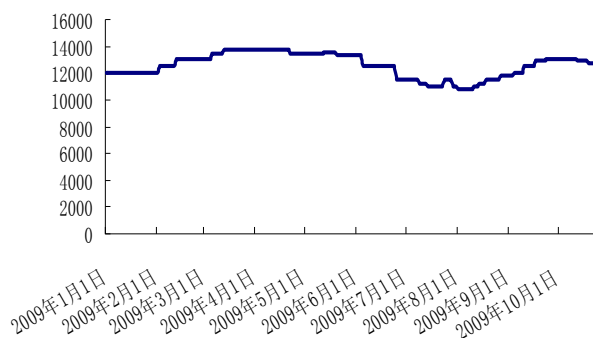
市场回暖, 产品价格逐步提高

目前市场正处于回暖过程中, 虽然这一过程会有波动, 但是整体状况要好于上半年。从9月开始, 西南地区黄磷企业下游需求增加, 企业订单

接满，并开始上调黄磷价格。虽然 10 月黄磷价格有所反复，但是考虑到枯水期即将来临，云南等地区执行枯水期电价将抬高黄磷成本，未来黄磷价格仍有一定上涨空间。而且，黄磷与其下游产品磷酸和磷酸盐的价格具有联动性。一般来说，黄磷价格的上涨将能带动磷酸价格的同步上涨，而磷酸盐价格要滞后 3~6 个月，但趋势向上。公司作为国内最大的磷化工企业之一，磷化工产品价格上涨，将直接拉动企业业绩增长。

黄磷目前价格在 12000 元/吨。预计 11 月中旬进入枯水期之后，价格会逐步上涨至 12500 元/吨，目前企业均处于惜售阶段。我们保守预计 09 年均价在 12000 元/吨，10 年均价在 12500 元/吨。

图 1: 黄磷价格走势



数据来源：化工在线 国联证券研究所

循环经济和磷电一体化建设将降低公司生产成本

公司前期投入一个多亿,在宣威、弥勒进行黄磷尾气和废渣回收利用循环经济项目以及在江阴本部利用余热发电项目。该项目完成后，将能充分利用副产磷矿渣，将其投入生产磷酸和五钠产品。并能将原工艺中的磷炉尾气发电循环使用。目前，项目一期已经完成，根据测算，该项目将能直接降低黄磷生产成本接近 2000 元，预计将为公司带来 1~1.5 亿的效益。

公司正计划通过非公开发行募集资金收购雷打滩水电站，该水电站主要为弥勒磷电供电，08 年净利润 4000 多万元，由于水力发电成本基本不变，因此购电价格相对稳定，此次公司拟增发收购其 55% 的股权，预计收购后每年保底贡献盈利 2000 多万元。

我们认为，水电属于清洁能源，未来水电火电同网同价只是时间问题，但是预计枯水期结束之前，不会有相关政策出台。未来一旦水火电同网同价，水电企业的盈利能力将有较大幅度提升。雷打滩水电站的收购，将能

提高公司在磷化工生产一体化水平，降低公司生产成本。

专注于精细磷化工产品的开发，技术优势国内领先

此前国家出台对包括磷肥在内的化肥加征出口关税和对磷矿石和黄磷加征出口特别关税，而食品级磷酸和磷酸盐一直以来都未在加征之列。我们认为，国家的政策导向就是要限制磷资源的出口，包括磷矿石在内的低附加值磷化工资源品的出口，稳定国内磷肥价格，同时鼓励国内发展黄磷深加工的高附加值磷酸盐产品。中国是全球最大的磷酸盐生产国和出口国，并以出口初级工业用途产品为主，相当于简单出口了廉价的磷矿石资源。提高出口产品附加值，减少工业级产品出口，增加食品级、医药级等高级别产品产量和出口量已经成为精细磷酸盐行业的发展趋势。

公司在国内的磷化工行业中精细化技术优势明显，其中磷酸和磷酸钙盐是其优势拳头产品。其中牙膏级产品通过世界知名牙膏厂的供应商认证，已融入可口可乐、百事可乐、高露洁等国际知名企业的原料供应链。而公司在磷酸特别是食品级磷酸的竞争优势更是优于国内同类企业，这也是公司能够在磷化工行业激烈的竞争环境中不断扩大市场份额的根本原因。

盈利预测及评级

主营业务预测

		2009E	2010E	2011E
黄磷	销售收入	240000000	275000000	320000000
	价格	12000	12500	12800
	产量	20000	22000	25000
	毛利率	13%	32%	34%
磷酸	销售收入	1200000000	1362500000	1547005208
	价格	4000	4166.67	4340.28
	产量	300000	327000	356430
	毛利率	20%	38%	40%
三聚磷酸钠(五钠)	销售收入	705000000	783333333.3	866970486.1
	价格	4700	4895.83	5099.826389
	产量	150000	160000	170000
	毛利率	13%	28%	31%
磷酸氢钙	销售收入	225000000	244791666.7	265842013.9
	价格	5000	5208.33	5425.347222
	产量	45000	47000	49000
	毛利率	10%	26%	29%
磷酸三钙	销售收入		56000000	58000000
	价格		5600	5800

	产量		10000	10000
	毛利率		30%	30%
磷酸盐	销售收入	930000000	1084125000	1190812500
	价格			
	产量			
	毛利率	13%	28%	31%
其他	销售收入	33,540,539		
	销售成本	27864315.7		
	总收入	2437081078	2721625000	3057817708
	总成本	2037132740	1815378070	1961234030
	毛利率	16.41%	33.30%	35.86%

我们认为，对于磷化工企业来说，对上游资源的控制程度和下游产品的精细化程度是产业链中最重要的两个环节。随着公司循环经济磷电一体化建设，公司上游黄磷成本优势显现，而弥勒磷电收购水电厂，使公司矿电磷一体化优势更为明显，也为公司未来向精细化磷化工产品发展打下了坚实的基础。不考虑未来增发对业绩摊薄的影响，预计公司 09，10，11 年每股收益为 0.15，0.58 和 0.77 元。10 年较 09 年有较大幅度增长，这主要受益于循环经济一体化建设使黄磷成本大幅下降，此外水电厂 09 年开始贡献受益，如果考虑到明年通胀因素和油价上涨从而带动磷化工产品价格上涨，则有超预期的可能。目前股价对应 10 年市盈率仅为 12.5 倍，给予“推荐”的投资评级。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2687	2294	2466	2654	营业收入	3053	2437	2826	3194
现金	1131	975	1204	1183	营业成本	2326	2037	1879	2044
应收账款	276	220	256	289	营业税金及附加	15	11	13	15
其他应收款	6	5	6	6	营业费用	134	113	140	145
预付账款	81	223	135	185	管理费用	64	52	65	70
存货	1022	732	705	809	财务费用	152	108	102	108
其他流动资产	171	139	160	181	资产减值损失	178	0	0	0
非流动资产	2476	2444	3039	3632	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	0	10	0	0
固定资产	2026	1984	2485	2996	营业利润	183	126	627	812
无形资产	203	201	199	198	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	247	259	355	437	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5163	4738	5506	6285	利润总额	186	126	627	812
流动负债	3185	2649	2876	2984	所得税	12	24	106	128
短期借款	1804	1634	1687	1904	净利润	175	102	521	684
应付账款	419	162	378	211	少数股东损益	59	2	146	183
其他流动负债	962	852	811	869	归属母公司净利润	116	100	375	501

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国联证券所有, 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。