

西南干旱对公司相对偏正面，节能环保水平是公司未来核心竞争力

澄星股份 (600078)

评级: 增持 (首次)

股价 10.38 元

调研报告

2010 年 3 月 29 日 星期一

毛伟, 赵献兵
021-50586660-8630
mw@longone.com.cn
基础化工行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

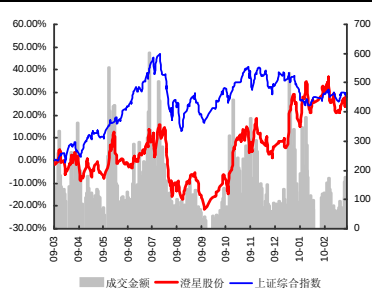
重要数据

总股本(亿股)	6.51
流通股本(亿股)	5.13
总市值(亿元)	67.57
流通市值(亿元)	53.25

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-0.20	0.88
3 个月	22.05	25.94
6 个月	53.29	46.94

个股相对深证成指走势图



投资要点

□ 磷化工产业链基本完善，节能环保水平成为公司核心竞争力

经过近年来的建设，公司目前磷化工产业链基本完善。公司建成了在云南宣威，弥勒两大初级磷产品制造基地，以及江阴工业园区的磷化工深加工产品制造基地，共形成 14 万吨黄磷，72 万吨磷酸，17 万吨五钠及 4 万吨磷酸氢钙（技改新增 2.5 万吨预计今年上半年投产）的产能。此外公司数项节能环保项目已开始建设，而在江阴市区老厂区将在几年内关停搬迁；未来公司将成为拥有高水平的节能环保及循环工艺的磷化工生产企业。

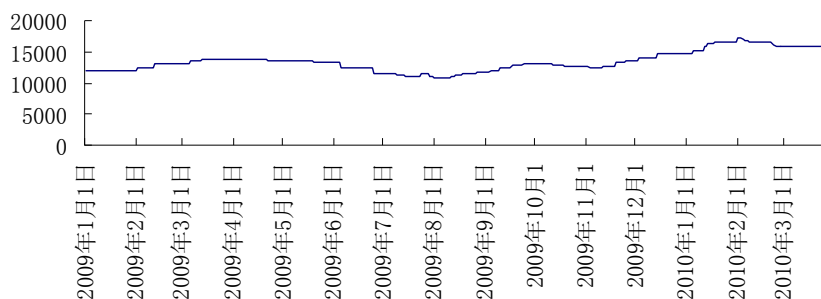
国内目前磷酸生产绝大部分仍使用热法磷酸的生产工艺，该工艺生产每吨黄磷需耗电在 14000 度左右，因此磷化工行业在国内属于传统的高耗能行业。高耗能行业无疑是目前国家重点限制的产业，而云南，贵州，四川，湖北等传统的磷化工生产省份也早已陆续出台相关规定，关闭技术水平低，能耗高，污染大的小企业，如云南将陆续关停 5000 吨/年规模以下的黄磷生产企业。我们认为随着节能减排政策的陆续推进，高污染行业的排污治污成本将进一步提高，公司规模化的生产装置，高水平的节能设备将成为公司的核心竞争力。公司今年预计将会有 3-4 项节能环保装置可建成投产，将为公司增加 7000 万左右的效益。

□ 西南干旱对公司影响偏正面，如干旱延续，黄磷价格有暴涨可能

我们认为西南干旱对磷化工行业的影响是非常大的，虽然影响尚未在产品价格中得以充分体现，但是在未来几个月内西南干旱的影响将日渐显现，如干旱延续，黄磷价格有暴涨可能。国内黄磷 75% 的产能集中在云南，贵州，四川，湖北四省，除湖北外，云南，贵州，四川都遭受到了干旱的影响。以云南为例，云南省约有 70% 的黄磷企业是中小企业，而其中绝大多数是利用小水电站的电力供应进行生产的，因此在缺水的情况下行业基本处于停工状态。

我们认为目前黄磷的价格平稳主要是因为按季节分析, 3 月份仍处于传统的枯水期, 黄磷的开工率在正常情况下就不会太高, 因此虽然现在行业开工率低, 但市场仍处于观望阶段。但是今年与历史情况是有较大差异的, 百年一遇的旱灾使很多水电站甚至出现库区干涸的情况, 因此未来即使下雨, 库区蓄水短期内也难以恢复到正常水位, 因此在二季度丰水期到来时, 即使降雨恢复正常, 我们预计发电量也将低于正常年份。此外如降水来临, 如农业抢种等灾后重建工作也需耗费大量的电力, 因此我们预计在上半年黄磷生产企业, 特别是中小企业都将维持低开工率。目前的价格在二季度出现回落的可能性较小, 如旱灾再持续一个月, 那我们预计最迟到 4 月下旬, 黄磷价格将出现快速上涨。

黄磷 价格



资料来源, 东海证券研究所

旱灾对公司的影响相对偏正面。由于公司宣威 8 万吨黄磷产能是自备火电厂, 因此电力供应基本不受到旱灾的影响。公司弥勒基地其中 70% 的电力供应来自于公司即将向大股东收购的雷打滩水电站资产。虽然目前水电站发电仍没有恢复正常, 但如果降水恢复后, 弥勒基地的黄磷生产即可恢复。因此我们认为旱灾对公司的影响相对偏正面。

□ 非公开增发有利于公司长远发展, 向下游精细化延伸是未来方向。

公告将以 7.8 元非公开增发, 用于向大股东收购雷打滩 55% 的股权, 6.5 万吨磷酸轻钙技改项目及补充流动资金。我们认为增发将使公司减少关联交易, 保证电力供应, 提升下游产品结构, 保证财务健康, 有利于公司的长远发展。

在完成磷-电-矿一体化的产业布局后, 公司未来的发展战略将利用自身的先发优势, 扩展下游精细化磷产品种类如高等级磷酸盐, 如年报中提到的磷酸铁锂等等。目前公司是国内唯一进入全球精细磷化工产品供应链体系的企业, 和宝洁, 联合利华等大企业已合作多年。在全世界磷化工行业向中国转移的大背景下, 公司产业链向需求端扩展将使公司发展具有特

续性。

□ 盈利预测

在暂时不考虑增发的情況下，我们预计公司 2010, 2011, 2012 的 EPS 分别为 0.27 元, 0.36 元和 0.49 元，基于对未来 2-3 年内磷化工行业的乐观预期及考虑公司具有良好的发展势头，首次给予“增持”评级。

资产负债表(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	1131	1300	1300	1300	1300	营业收入	3053	2549	2937	3346	3695
应收款项	453	279	452	454	519	增长率	40.3%	-17.4%	16.0%	14.7%	11.0%
存货净额	1022	758	837	941	1006	营业成本	2326	2136	2291	2580	2771
其他流动资产	81	0	0	0	0	营业成本/营业收入	76.2%	83.8%	78.0%	77.1%	75.0%
流动资产合计	2687	2337	2589	2695	2825	营业税金及附加	15	11	12	14	16
固定资产	2162	2376	2342	2280	2192	销售费用	134	120	140	158	175
无形资产及其他	203	196	189	183	176	销售费用/营业收入	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
投资性房地产	110	110	110	110	110	管理费用	64	67	71	83	91
长期股权投资	1	1	1	1	1	管理费用/营业收入	2.1%	2.5%	2.3%	2.4%	2.3%
资产总计	5163	5020	5231	5268	5304	财务费用	152	116	114	99	77
短期借款及交易性金融负债	1948	2003	1892	1511	1069	投资收益	0	0	0	0	0
应付款项	1255	954	1048	1178	1260	资产减值及公允价值变动	178	5	5	5	5
其他流动负债	(18)	0	0	0	0	其他收入	(356)	(0)	(0)	0	(0)
流动负债合计	3185	2957	2940	2689	2329	营业利润	183	105	314	417	571
长期借款及应付债券	153	153	153	153	153	增长率		-42.9%	200.1%	32.8%	36.9%
其他长期负债	230	230	230	230	230	营业外净收支	3	2	7	7	7
长期负债合计	383	383	383	383	383	利润总额	186	107	321	424	578
负债合计	3568	3340	3322	3071	2712	增长率	24.2%	-42.7%	200.5%	32.1%	36.3%
少数股东权益	120	120	181	248	340	所得税费用	12	13	40	53	73
股东权益	1475	1561	1728	1949	2252	少数股东损益	59	0	102	135	183
负债和股东权益总计	5163	5020	5231	5268	5304	归属于母公司净利润	116	93	179	236	322
						增长率		-19.2%	36.1%	32.1%	36.3%
关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	现金流量表(百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.18	0.14	0.27	0.36	0.49	净利润	116	93	179	236	322
每股红利	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03	资产减值准备	173	(178)	0	0	0
每股净资产	2.26	2.40	2.65	2.99	3.46	折旧摊销	144	236	254	279	308
ROS	4%	4%	6%	7%	9%	公允价值变动损失	(178)	(5)	(5)	(5)	(5)
ROE	8%	6%	10%	12%	14%	财务费用	152	116	114	99	77
毛利率	24%	16%	22%	23%	25%	营运资本变动	472	58	(158)	24	(48)
EBIT Margin	23%	9%	15%	15%	18%	其它	(114)	178	61	67	92
EBITDA Margin	27%	18%	23%	24%	26%	经营活动现金流	613	382	330	602	668
收入增长	40%	-17%	15%	14%	10%	资本开支	(643)	(260)	(208)	(206)	(208)
净利润增长	36%	-19%	91%	32%	36%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
资产负债率	71%	69%	67%	63%	58%	投资活动现金流	(644)	(260)	(208)	(206)	(208)
息率	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	权益性融资	0	0	0	0	0
P/E	33.5	71.4	37.3	28.3	20.7	负债净变化	(29)	0	0	0	0
P/B	2.6	4.3	3.9	3.4	3.0	支付股利、利息	(7)	(8)	(11)	(15)	(19)
EV/EBITDA	7.6	27.2	18.0	14.6	11.3	其它融资现金流	573	55	(111)	(381)	(442)
资料来源：公司资料，东海证券预测						融资活动现金流	502	47	(123)	(396)	(460)

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 华鲁恒升, 烟台万华, 建峰化工, 巨化股份, 诺普信, 东华科技, 友利控股。

赵献兵, 基础化工首席行业分析师, 经济学硕士, 高级经济师, 曾就职六国化工(600470) 8 年, 中信建投证券研发部 8 年。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点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, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 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。本报告可能因时间和其他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。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。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。

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, 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。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122