

化学原料

**澄星股份 (600078. SH) / 9.00 元**
**长期看好的精细磷化工优势企业**

## 事 项

2010 年 9 月 28 日，华创证券化工行业研究员到澄星股份进行了调研。

## 主要观点

### 1、澄星股份具有磷化工行业所需的多种优势

公司具有超过 1.2 亿吨磷矿石储量的资源优势；公司生产用电有保障（自发电能满足公司黄磷生产 50% 以上）且成本低；公司具有精细磷化工技术优势，未来食品级磷酸和电子级磷酸可能大幅提升公司业绩。

### 2、短期、中期和长期看好磷化工行业

短期来看，目前的通胀预期是磷化工行业快速复苏的催化剂；中期来看，地方政府实行差别电价和淘汰黄磷生产落后产能将减少国内初级磷化工产品的有效产能，同时将减少行业的周期性；长期来看，国家对磷矿石资源逐渐趋紧的保护政策给磷化工行业带来趋势性的发展机会。基于以上理由，可以短期、中期和长期看好磷化工行业。

### 3、盈利预测与投资建议

预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 为 0.10 元、0.16 元和 0.27 元。

从 PE 的角度来看，公司股价已经不便宜；但考虑到公司拥有稀缺资源、具备大幅提升业绩的基本条件（高档次磷化工产品的产能和技术）、行业复苏过程中业绩弹性大可能导致业绩超预期三个方面因素，给予推荐评级。

研究员：高利

联系人：何多粮

Tel: 010-59370862

Email: heduoliang@hczq.com

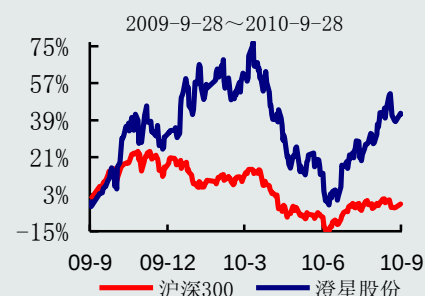
## 投资评级

|       |      |
|-------|------|
| 投资评级: | 推荐   |
| 评级变动: | 首次评级 |

## 公司基本数据

|                |           |
|----------------|-----------|
| 总股本(万股)        | 65147     |
| 流通 A 股/B 股(万股) | 51266/0   |
| 资产负债率(%)       | 71.09     |
| 每股净资产(元)       | 2.35      |
| 市盈率(倍)         | 97.86     |
| 市净率(倍)         | 3.83      |
| 12 个月内最高/最低价   | 11.4/6.09 |

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

## 相关研究报告

## 一、澄星股份具有磷化工行业所需的多种优势

### 1、具有磷矿石资源优势

公司具有超过 1.2 亿吨磷矿石储量，与其他两家公司形成了云南磷矿石资源三分天下的局面；公司的磷矿石资源逐步为公司发挥效益，预计 2010 年公司自产磷矿石将近 110 万吨，能满足公司下游磷矿石需求的 80%。

### 2、具有电力优势

磷化工产业是典型的高耗能行业，每吨黄磷耗电 14000 度。黄磷生产企业最头痛的是电力成本高和供电不足，部分黄磷企业在云南枯水期处于停产状态。澄星股份拥有 15 万千瓦的热电机组，集团拥有 10.8 万千瓦水电站的 55% 的股权，生产用电有保障（自发电能满足公司黄磷生产 50% 以上）且成本低。

### 3、公司具有精细磷化工技术优势

1) 公司在高品质磷酸生产上具有较大业绩提升的潜力。公司具备生产食品级磷酸和电子级磷酸的能力。食品级磷酸和电子级磷酸成本略高于工业级磷酸，但食品级磷酸每吨价格超过工业级磷酸 2000 元，电子级磷酸每吨产品价格超过工业级磷酸 5000 元。

公司的食品级磷酸主要供应可口可乐和百事可乐生产饮料，公司食品级磷酸在原来 4 万吨的基础上扩大 12 万吨，如果未来销售达到 16 万吨，公司业绩将提升 0.3 元以上（该业绩不一定很快能释放出来）。

公司的电子级磷酸市场逐步拓展，公司具有 4 万吨产能，随着电子级磷酸产品纯度不断提升，如果未来销售达到 4 万吨，提升公司业绩 0.3 元以上（该业绩不一定很快能释放出来）。

#### 2) 公司的磷酸氢钙技术水平较高

公司具有 4 万吨磷酸氢钙产能，主要用于高露洁牙膏生产，公司将增加 6.5 万吨磷酸氢钙（其中包括 4 万吨牙膏级磷酸氢钙）产能，该项目投产后将进一步提升公司盈利。

## 二、短期、中期和长期看好磷化工行业

国内黄磷、三聚磷酸钠等中低档磷化工产品产能过剩，行业周期性较大，目前处于相对低谷。短期来看，目前的通胀预期是磷化工行业快速复苏的催化剂；中期来看，地方政府实行差别电价和淘汰黄磷生产落后产能将减少国内初级磷化工产品的有效产能，同时将减少行业的周期性；长期来看，国家对磷矿石资源逐渐趋紧的保护政策给磷化工行业带来趋势性的发展机会。基于以上理由，可以短期、中期和长期看好磷化工行业。

## 三、盈利预测与投资建议

预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 为 0.10 元、0.16 元和 0.27 元。

从 PE 的角度来看，公司股价已经不便宜；但考虑到公司拥有稀缺资源、具备大幅提升业绩的基本条件（高档次磷化工产品的产能和技术）、行业复苏过程中业绩弹性大可能导致业绩超预期三个方面因素，给予推荐评级。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 3059 | 2732  | 2959  | 3248  |
| 现金             | 1523 | 1095  | 1383  | 1665  |
| 应收账款           | 158  | 215   | 216   | 197   |
| 其它应收款          | 14   | 8     | 10    | 11    |
| 预付账款           | 545  | 318   | 315   | 392   |
| 存货             | 575  | 741   | 779   | 698   |
| 其他             | 244  | 355   | 257   | 285   |
| <b>非流动资产</b>   | 2552 | 2453  | 2400  | 2316  |
| 长期投资           | 2    | 1     | 1     | 1     |
| 固定资产           | 2112 | 1968  | 1825  | 1682  |
| 无形资产           | 211  | 255   | 315   | 350   |
| 其他             | 227  | 229   | 260   | 282   |
| <b>资产总计</b>    | 5611 | 5184  | 5359  | 5564  |
| <b>流动负债</b>    | 3568 | 3182  | 3313  | 3356  |
| 短期借款           | 1944 | 1810  | 1845  | 1858  |
| 应付账款           | 336  | 342   | 366   | 348   |
| 其他             | 1289 | 1030  | 1102  | 1150  |
| <b>非流动负债</b>   | 420  | 300   | 209   | 151   |
| 长期借款           | 80   | -20   | -88   | -168  |
| 其他             | 340  | 321   | 297   | 319   |
| <b>负债合计</b>    | 3989 | 3483  | 3522  | 3507  |
| 少数股东权益         | 94   | 109   | 136   | 169   |
| 股本             | 651  | 651   | 651   | 651   |
| 资本公积金          | 278  | 286   | 299   | 320   |
| 留存收益           | 599  | 655   | 751   | 917   |
| 归属母公司股东权益      | 1529 | 1593  | 1702  | 1888  |
| <b>负债和股东权益</b> | 5611 | 5184  | 5359  | 5564  |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 616  | -43   | 543   | 521   |
| 净利润            | 65   | 81    | 131   | 210   |
| 折旧摊销           | 168  | 152   | 153   | 155   |
| 财务费用           | 112  | 94    | 111   | 121   |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 437  | -443  | 140   | 65    |
| 其它             | -165 | 73    | 8     | -30   |
| <b>投资活动现金流</b> | -285 | -51   | -70   | -47   |
| 资本支出           | 281  | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | -4   | -1    | 0     | 0     |
| 其他             | -8   | -52   | -69   | -47   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -110 | -324  | -166  | -162  |
| 短期借款           | 140  | -134  | 35    | 14    |
| 长期借款           | -73  | -100  | -67   | -80   |
| 普通股增加          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0    | 8     | 13    | 21    |
| 其他             | -177 | -98   | -146  | -116  |
| <b>现金净增加额</b>  | 221  | -418  | 308   | 312   |

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

| 单位：百万元          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2546 | 2052  | 2379  | 2665  |
| 营业成本            | 2145 | 1693  | 1914  | 2039  |
| 营业税金及附加         | 16   | 11    | 13    | 15    |
| 营业费用            | 156  | 107   | 125   | 148   |
| 管理费用            | 80   | 50    | 61    | 72    |
| 财务费用            | 112  | 94    | 111   | 121   |
| 资产减值损失          | -5   | 10    | 10    | 10    |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 42   | 87    | 146   | 260   |
| 营业外收入           | 40   | 21    | 21    | 31    |
| 营业外支出           | 1    | 2     | 1     | 2     |
| <b>利润总额</b>     | 81   | 106   | 166   | 289   |
| 所得税             | 16   | 24    | 36    | 79    |
| <b>净利润</b>      | 65   | 81    | 131   | 210   |
| 少数股东损益          | 5    | 16    | 26    | 33    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 60   | 66    | 104   | 177   |
| EBITDA          | 322  | 333   | 410   | 535   |
| EPS（元）          | 0.09 | 0.10  | 0.16  | 0.27  |

**主要财务比率**

|                | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | -16.6% | -19.4% | 16.0%  | 12.0%  |
| 营业利润           | -77.1% | 106.6% | 68.4%  | 77.8%  |
| 归属母公司净利润       | -48.2% | 9.8%   | 58.6%  | 69.9%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率            | 15.7%  | 17.5%  | 19.6%  | 23.5%  |
| 净利率            | 2.4%   | 3.2%   | 4.4%   | 6.7%   |
| ROE            | 3.9%   | 4.1%   | 6.1%   | 9.4%   |
| ROIC           | 4.8%   | 5.1%   | 8.4%   | 12.7%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率          | 71.1%  | 67.2%  | 65.7%  | 63.0%  |
| 净负债比率          | 56.01% | 55.89% | 54.72% | 53.30% |
| 流动比率           | 0.86   | 0.86   | 0.89   | 0.97   |
| 速动比率           | 0.70   | 0.61   | 0.63   | 0.75   |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.47   | 0.38   | 0.45   | 0.49   |
| 应收账款周转率        | 12     | 11     | 11     | 13     |
| 应付账款周转率        | 5.69   | 5.00   | 5.41   | 5.72   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益           | 0.09   | 0.10   | 0.16   | 0.27   |
| 每股经营现金         | 0.95   | -0.07  | 0.83   | 0.80   |
| 每股净资产          | 2.35   | 2.44   | 2.61   | 2.90   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 97.86  | 89.11  | 56.19  | 33.07  |
| P/B            | 3.84   | 3.68   | 3.44   | 3.10   |
| EV/EBITDA      | 21     | 21     | 17     | 13     |

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801