

磷化工产品价格回暖至合理水平

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

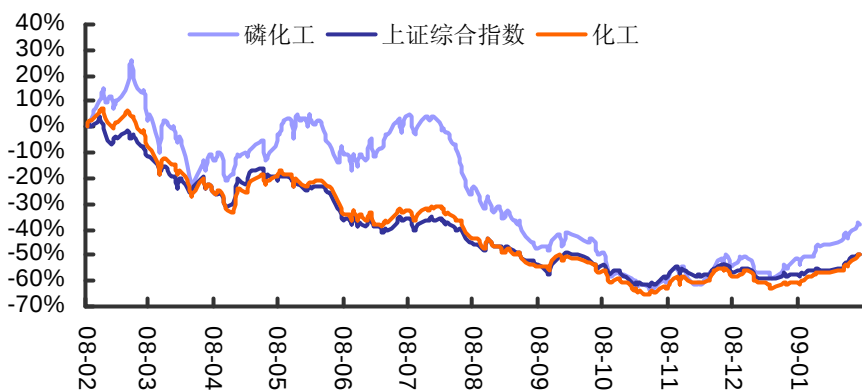
《化工 2009 年投资策略: 适合一直超配的行业》20081224

《化工行业: 黄磷价格持续回暖》20090113

《化工行业: 化工产品价格大范围回暖》20090203

- 自 2008 年 12 月底磷化工产品价格回暖以来, 黄磷最大涨幅达到 30%, 回升至合理价位。短期去库存化主导的磷化工行业回暖基本结束, 未来行业发展将由短期边际供求主导逐渐转向长期供求主导。
- 上游磷矿石开采企业以销售库存为主, 预计将在 3 月份后开始生产。与煤炭行业类似, 磷矿石生产企业不愿以低价销售。
- 中游黄磷价格回升至 1.3 万元/吨, 生产企业基本可以实现微利。由于下游需求没有明显好转, 黄磷生产企业在复产与继续等待中徘徊。
- 春耕临近, 国际国内化肥、农药需求开始启动, 国内食品级磷酸出口价量齐升成为磷化工行业一大亮点。国内食品级磷酸和磷酸盐是没有被征收特别出口关税的两类磷化工产品。与东南亚地区外购原料、采用湿法工艺生产磷酸进一步生产磷肥相比, 国内食品级磷酸具有明显的成本优势。
- 下游磷酸盐市场仍然没有明显的变化, 成交量依旧低迷, 产品价格维持。在原料成本压力下, 五钠生产企业计划近期内销上涨 500 元/吨, 出口上调 30-50 美元/吨。
- 国内草甘膦和磷酸一铵开工率明显提高, 磷酸二铵的开工率预计将在 2 月底开始逐渐恢复。
- 当前黄磷价格 1.3 万元/吨, 全行业盈亏平衡。我们以此测算, 兴发集团和澄星股份两公司 09 年 PE 均为 20 倍左右, PB 3.5 倍左右, 估值基本合理。
- 磷化工行业仍然处于低谷期, 两家上市公凭借成本优势仍然能取得较好的收益水平。未来行业发展趋势还需要我们密切关注。我们维持磷化工行业长期“增持”评级。

最近 52 周股价表现



分析师
 肖晖
 +755-82493656
 xiaohui@lhqz.com
 潘波
 +755 82492395
 panbo@lhqz.com

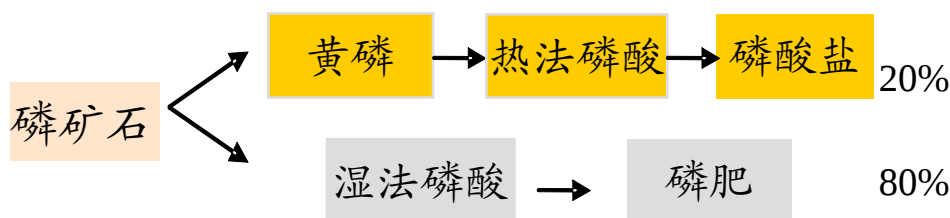
磷化工主导将由边际供求向长期供求转变

整个磷化工上、中、下游产业链中，下游磷肥和草甘膦为代表的农药行业随着春耕日益临近需求逐渐增加，中游的黄磷和磷酸行业由于库存消化和下游需求增加最先于 2008 年 12 月底表现出价格回暖和开工率有所恢复。

边际供求关系变化导致黄磷及其下游产品价格回暖，其中云南省黄磷价格回升幅度达到 30%，黄磷价格的上涨还将滞后性传导到下游磷酸盐等行业中去。

如今，行业超跌恢复的过程随着产品价格恢复至合理水平而结束，未来磷化工行业的盈利能力将由边际供求关系主导转向长期供求关系主导。

图 1、磷化工产业链



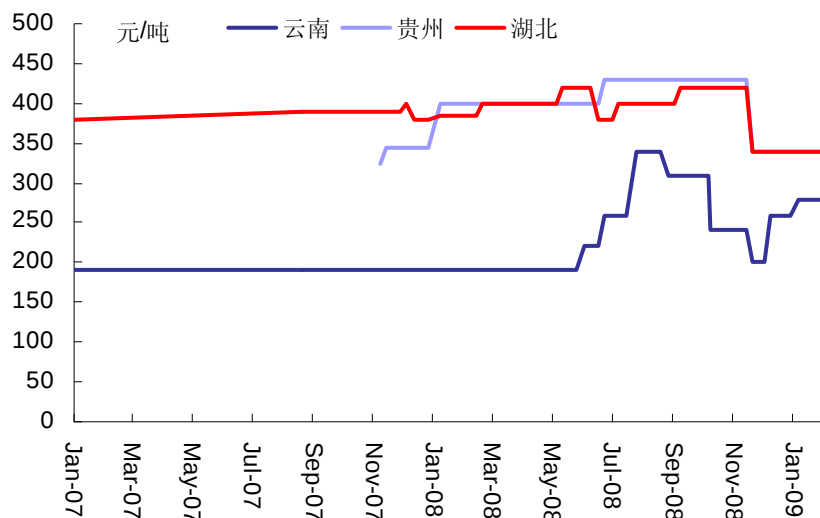
资料来源：联合证券研究所

磷矿石企业以消化库存为主

春节过后，磷矿石下游需求黄磷、磷肥生产企业采购并不积极，基本为小量采购来补充库存原料以维持正常产销。

云南和贵州的磷矿石库存较多，与煤炭企业相似，磷矿石开采企业不愿低价销售。矿山企业将在 3-4 月份陆续恢复生产。

图 2、国内磷矿石价格平稳



资料来源：中华商务网

黄磷价格回暖至合理水平

自 2008 年 12 月以来，黄磷价格持续回暖，春节之后黄磷价格更是回升到 1.2-1.3 万元/吨左右，行业基本达到盈亏平衡。下游需求仍然没有好转，黄磷生产企业在复产与继续等待中徘徊。

根据中华商务网的调研统计，各地区黄磷企业开工规划没有大幅度提前。

表 1、黄磷各地区开工情况

	原开工时间	现开工计划
云南	4 月底丰水期来临	无明显预期，目前存货惜售
贵州	春节之后	基本未开工，预计到 3 月初有部分企业计划生产
湖北	3 月初	预计 3 月初开工
四川	3 月底	基本未开工，预计到 3 月中下旬会部分开工，企业集中于震区，普遍反映资金紧张

资料来源：中华商务网

当前黄磷价格下，企业生产基本可以实现微利。

表 2、云南省枯水期黄磷生产成本测算

	数量	单价	成本
矿石	10	250	2500
电力	13500	0.4	5400
焦炭	2	2000	4000
硅石	2	150	300
折旧	1	150	150
人工	1	120	120
合计			12470

资料来源：联合证券研究所

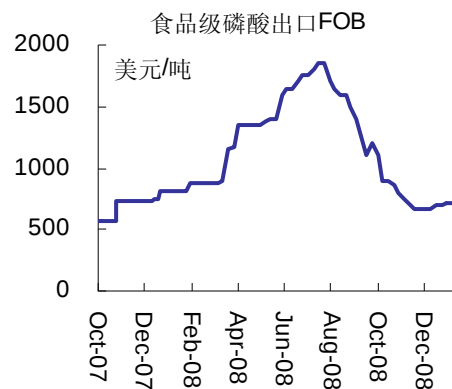
食品级磷酸出口显现成本竞争力

国内磷酸价格也逐渐回暖，华北、华东、华中地区价格上涨幅度较大，平均涨幅在 200-300 元，但实际成交量没有明显好转。

食品磷酸价量齐升

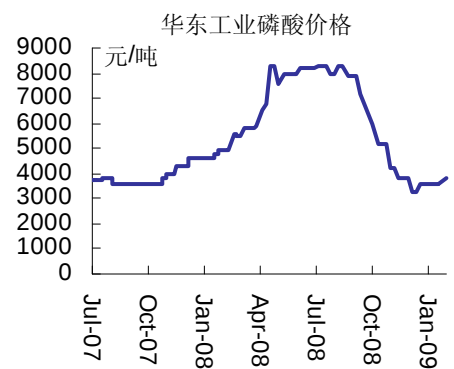
与国内磷酸市场需求低迷相反，食品级磷酸自 1 月中下旬以来出口量逐渐增加，食品级磷酸最低 FOB 报价回升至 720 美元/吨，国际采购商主要用于磷肥生产。

图 3、食品磷酸价格上涨



资料来源：中华商务网

图 4、工业磷酸价格平稳



资料来源：中华商务网

与国际部分地区（如东南亚）外购生产原料、采用湿法工艺生产磷酸相比，国内食品级磷酸出口价格具有竞争力。以国际磷矿石价格 230 美元/吨、硫磺价格 60 美元/吨测算，湿法磷酸的原料成本将达到 900 美元/吨。目前国内食品级磷酸最高的出口价格在 850 美元/吨左右。

磷酸盐价量仍然低迷

春节过后磷酸盐市场没有明显的变化，成交量依旧低迷，产品价格维持。在原料成本压力下，五钠生产企业计划近期内销上涨 500 元/吨，出口上调 30-50 美元/吨。

下游草甘膦和磷肥需求开始启动

春节后草甘膦生产企业开工率回升，多数开工企业订单排至三月中上旬。中小型的企业仍然成观望态度。

受库存消化和原料涨价影响，甘氨酸路线草甘膦 95%原粉目前现货成交价格上调在 2.3 万元/吨；IDA 路线草甘膦原粉价格上涨到 2.4 万元/吨。草甘膦原粉订单执行价格在 2.2-2.25 万元/吨。

磷肥开工率也在一月份逐渐回升，其中以磷酸一铵为代表。磷酸一铵出厂价格已经回升至 1700-1750 元/吨，小企业基本实现满负荷开工，大企业开工率在 60-80%。磷酸一铵的下游复合肥已经开工率也已经由春节前的 20%上升至 60%。

磷酸二铵暂时没有明显表现，需求预计在 2 月底回升。

投资建议

在全行业盈利恢复之时，磷化工的上市公司兴发集团和澄星股份更显示出低于行业平均水平的成本优势。

当前黄磷价格 1.3 万元/吨是全行业盈亏平衡价格。我们以此作为起点对兴发集团和澄星股份进行盈利预测。当前两公司 09 年 PE20 倍，PB 3.5 倍，估值基本合理。我们需要进一步关注行业发展趋势，维持长期“增持”评级。

表 3、盈利预测					元	
	08EPS(E)	09EPS(E)	10EPS(E)	09PE	10PE	PB
兴发集团	1.18	0.78	1.09	20.0	14.3	3.5
澄星股份	0.47	0.40	0.44	21.5	19.5	3.3

资料来源：联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。