

## 黄磷整治供应收紧，价格上涨趋势确立

## 最近一年行业指数走势



## 联系信息

虞小波

分析师

SAC 证书编号: S0160518020001

yuxb@ctsec.com

张兴宇

分析师

SAC 证书编号: S0160518120001

zhangxingyu@ctsec.com

赵新裕

联系人

zhaoxy@ctsec.com

021-68592339

## 相关报告

- 1 《万华7月聚合MDI挂牌价维稳，油价带动聚酯产业链全面上涨：化工周报（201906/24-06/28）》 2019-07-02
- 2 《从全球背景看中国化工发展，关注低成本龙头：化工行业中期策略报告》 2019-06-30
- 3 《聚合MDI、甲醇价格反弹，PTA价差扩大：化工周报（20190617-20190621）》 2019-06-28

**事件：**近日央视《焦点访谈》曝光长江上游黄磷工厂污染问题，黄磷厂电炉生产黄磷的尾气直接排入大气，含磷污水肆意排放。事件发酵后，引发贵州地区、云南、四川等部分地区黄磷装置停炉，产品价格快速跳涨。

此前黄磷行业处于长期过剩状态，随成本定价，利润空间小。根据卓创资讯，2010-2018年国内黄磷产能开工率一直徘徊在40%上下，虽然有水电成本因素(依靠西南地区6-10月丰水期的低水电价格才勉强盈利)，但根本原因还是前期产能扩张过快带来的供需失衡。**长期过剩导致龙头企业盈利能力一般：**以拥有磷矿资源的国内黄磷龙头企业澄星股份为例，其黄磷业务毛利率长期低于15%以下，其中2018年毛利率低于7%。

过去政策执行效果一般，本轮整治力度有望超预期。其实《黄磷行业准入条件》早已于2009年开始执行，对装置规模、尾气废渣处理等方面做了严格的准入措施，并要求不达标企业进行整改，限时淘汰，但收效甚微。我们认为主要原因还是：**1) 从全国乃至全球看，磷化工都是西南地区能够有竞争优势的产业；2) 产能所在地的经济水平相对较差，人口就业、地方财政等对磷化工产业的依赖性较强，存在地方保护主义。**但本轮环保整治由生态环境部牵头、央视专题曝光，根据以往经验，后续有望迎来政府大力度的整治措施。

**黄磷供给受较大冲击，价格上涨趋势确立。**云贵川三地产能占比超过90%，根据百川盈孚，央视曝光后，贵州地区、云南玉溪地区、云南昆明地区部分企业、四川马边地区等地共计21个企业停炉，对应产能57.8万吨，占行业有效产能45.2%。根据卓创资讯，目前开工率和社会库存也处于较低水平。**短期供应收紧带动价格快速上涨。**截至2019.7.12，国内黄磷现货价为2.15万/吨，同比涨幅49%，较上周上涨42%。此外，磷酸和三氯化磷两个黄磷直接下游产品价格跟涨明显，草甘膦等终端产品蓄势待发。

**建议关注国内黄磷企业：**澄星股份和兴发集团分别拥有黄磷产能18万吨和14.25万吨，假设公司开工率100%且产品全部外售，黄磷含税价每上涨1000元/吨，则其利润弹性分别为1.35亿和1.07亿。

- **风险提示：**产品价格上涨不及预期，环保及安全生产风险。

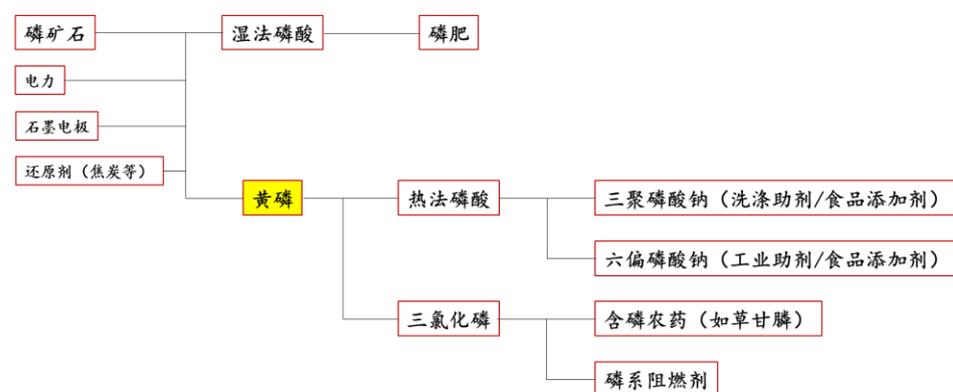
表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (07.12)	EPS (元)	PE	投资评级
600078	澄星股份	37.57	5.67			未评级
600141	兴发集团	92.35	12.70			未评级

## 1、黄磷产业链概览

黄磷（又称白磷）是一种基础化工原料，主要通过磷矿石（含五氧化二磷）高温熔融还原得到。其下游应用较为广泛，1）制备磷酸后可加工成三聚磷酸钠和六偏磷酸钠，主要应用在食品和工业领域；2）制备三氯化磷后可用于含磷农药（如草甘膦）以及磷系阻燃剂的制备。根据卓创资讯，黄磷下游需求分布主要是磷酸（43%）、三氯化磷（37%）、社会库存（5%）和其他（15%）。

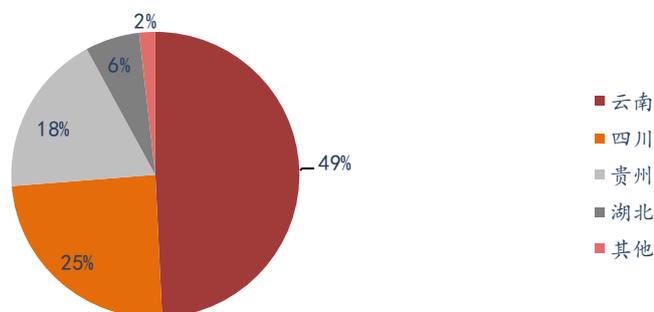
图 1：黄磷产业链一览



数据来源：财通证券研究所

云、贵、川三地黄磷产能占比超过 90%。从国内黄磷产能分布看，云南（49%）、四川（25%）和贵州（18%）三地合计占比超过 90%，这主要和当地丰富的水电资源有关，丰水期期间，黄磷可以作为一个很好的“储电介质”。

图 2：国内黄磷产能分布

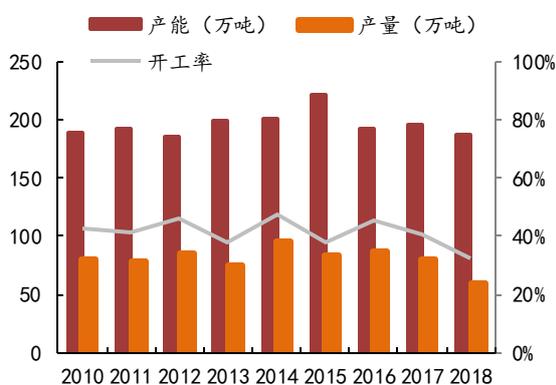


数据来源：卓创资讯，财通证券研究所

## 2、此前黄磷行业处于长期过剩状态，随成本定价 利润空间小

黄磷行业产能严重过剩，利润空间长期压缩。根据卓创资讯，2010-2018 年国内黄磷产能开工率一直徘徊在 40%上下，虽然有水电成本因素（依靠西南地区丰水期的低水电价格才能够实现盈利），但根本原因还是前期产能扩张过快带来的供需失衡。以拥有磷矿资源的国内黄磷龙头企业澄星股份为例，其黄磷业务毛利率长期低于 15%以下，其中 2018 年毛利率低于 7%。

图 3：国内黄磷供给和开工率变化



数据来源：卓创资讯，财通证券研究所

图 4：黄磷龙头企业澄星股份毛利率变化



数据来源：Wind，财通证券研究所

## 3、过去政策执行效果一般，本轮整治力度有望超预期

其实《黄磷行业准入条件》早已于 2009 年开始执行，对装置规模、尾气废渣处理等方面做了严格的准入措施，并要求不达标企业进行整改，限时淘汰，但收效甚微。我们认为主要原因还是 1) 从全国乃至全球看，磷化工都是西南地区能够有竞争优势的产业；2) 产能所在地的经济水平相对较差，人口就业、地方财政等对磷化工产业的依赖性较强，存在地方保护主义。

2019 年 4 月底，生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，所谓“三磷”，就是磷矿、磷化工和磷石膏。总体安排上，今年先行完成黄磷企业的环境整治。

2019 年 7 月 3 日，央视《焦点访谈》栏目播放了“聚焦黄磷产业：整改整改 痼疾难改”专题片，揭露了西南地区黄磷生产企业污染状况的不容乐观。根据以往经验，央视曝光的环保相关问题一般会引发后续政府较大力度的整治措施。

#### 4、黄磷供给受较大冲击，价格上涨趋势确立

根据百川盈孚统计，自从7月3日晚间央视《焦点访谈》栏目曝光黄磷污染问题后，贵州地区、云南玉溪地区、云南昆明地区部分企业、四川马边地区等地共计21个企业停炉，对应产能57.8万吨，占行业有效产能45.2%。

根据卓创资讯，从开工率看，本周(7.08-7.12)开工率环比上周下滑5.9%至19.8%。从社会库存看，由于黄磷前期处于价格下行周期，同时刚进入丰水期不久，整个库存水平处于历史低位。

图 5：国内黄磷装置开工率



图 6：国内黄磷社会库存（单位：千吨）



数据来源：卓创资讯，财通证券研究所

数据来源：卓创资讯，财通证券研究所

短期供应收紧带动价格快速上涨。截至2019.7.12，国内黄磷现货价为2.15万/吨，同比涨幅49%，较上周上涨42%。根据百川盈孚，从价格表现看，多数工厂仍不报价，实际价格保持上调。短期供应收紧，复产时间不确定。价格上涨趋势确立。

图 7：国内黄磷价格变化（单位：元/吨）

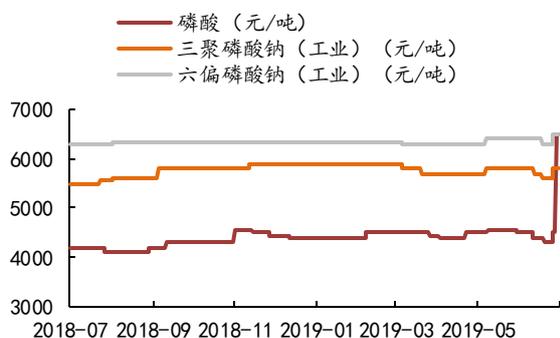


数据来源：Wind，财通证券研究所

## 5、黄磷上涨带来的成本上升有望传导至下游

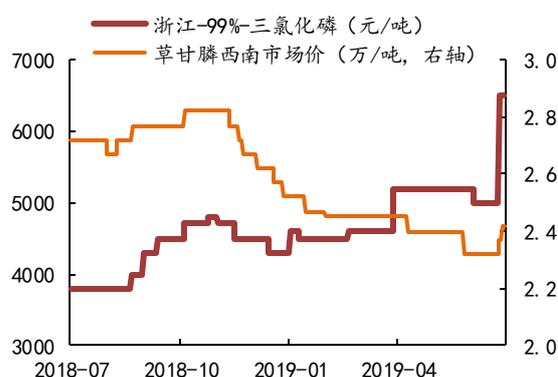
黄磷上涨带来的成本上升有望传导至下游：1) 磷酸及磷酸盐，2) 三氯化磷及草甘膦价格近期跟涨。根据百川盈孚，磷酸及下游方面，截至 2019.7.12，西南地区磷酸价格 6500 元/吨（较上周上涨 51.2%），下游三聚磷酸钠（工业级）价格 5800 元/吨（较上周上涨 3.6%）、六偏磷酸钠（工业级）价格 6500 元/吨（较上周上涨 3.2%）。三氯化磷及草甘膦方面，截至 2019.7.12，三氯化磷价格 6500 元/吨（较上周上涨 30%）、草甘膦价格 2.42 万/吨（较上周上涨 4.3%）。从价格涨幅看，磷酸和三氯化磷两个直接下游产品涨幅明显，后续关注终端下游产品的价格上涨。

图 8：西南地区磷酸及磷酸盐近期价格跟涨



数据来源：百川盈孚，财通证券研究所

图 9：三氯化磷及草甘膦近期价格跟涨



数据来源：百川盈孚，财通证券研究所

## 6、黄磷涨价受益标的利润弹性测算

澄星股份和兴发集团分别拥有黄磷产能 18 万吨和 14.25 万吨，假设公司开工率 100%且产品全部外售，黄磷含税价每上涨 1000 元/吨，其利润弹性分别为 1.35 亿和 1.07 亿。

表 1：黄磷涨价利润弹性测算

公司	产能 (万吨)	上涨 1000 元/吨利润弹性 (亿)	19E 归母净利润 (亿)	18 年归母净利润 (亿)	18 年销售含税均价 (万/吨)	18 年外销量 (万吨)
澄星股份	18	1.35	/	0.19	1.46	3.73
兴发集团	14.25	1.07	5.18	4.02	1.38	1.50

数据来源：公司公告，财通证券研究所 注：利润测算假设黄磷全部外售；增值税率 13%，所得税率 15%；19E 归母净利润取 Wind 一致预期

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。