

分析师：于姝丽
执业证书编号：S0050511040003
Tel：010-59355991
Email：yuwl@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



澄星股份(600078.SH)

产业链完善的精细磷化工龙头

投资要点

● 磷矿石、电力的高度自给将为公司业绩持续增长提供条件。澄星股份是国内最大的精细磷化工产品生产企业，目前拥有超过1.3亿吨的磷矿石储量及黄磷生产所配套的电力供给。近期全国范围内电力供应普遍紧张，对高能耗产品实施了限电政策，将导致黄磷生产开工不足，价格也将出现一定的上涨，电力自给率较高的企业盈利能力将得到显著提升。

● 较高经济附加值的磷化工产品为公司业绩提供稳定增长。公司70万吨磷酸全部达到食品酸的标准，其中12万吨能做电子酸，目前公司磷酸开工率达到80%-90%。另外公司6.5万吨/年磷酸钙盐技改工程也将于近期完工，产品下游产能不断增加，此次新增产能的释放不会对产品价格造成较大影响，公司的盈利能力也将由于规模效应进一步提高。未来公司仍以精细磷化工产品的高精尖为发展方向，利用国际中低端磷化工产能转移的机遇，占领国内相关产品市场。

综合评价及评级调整：

随着国家对于磷矿石资源管理力度的提高，磷矿石价格随之上涨，另外公司磷酸钙盐新增产能的释放也将使盈利能力由于规模效应进一步提升，预计2011年、2012年EPS为0.27元、0.46元。公司磷矿石的可采储量巨大，或将超过目前的勘探储量，相应磷矿石资源资产使得当前股价的安全边际较高，给予“买入”评级。

风险提示：

资源税出台后，中小黄磷企业关停力度不足导致黄磷价格仍然低位运行。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2499.99	3062	3828	4594
增长率(%)	-1.80	22.48	25.02	20.01
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	48.42	177	302	372
增长率(%)	-19.17	265.55	70.62	23.18
毛利率(%)	16.42	21.61	24.96	25.22
净资产收益率(%)	3.09	10	14	17
EPS(元)	0.07	0.27	0.46	0.57
P/E(倍)	129.17	35.52	20.84	16.82
P/B(倍)	3.98	4.44	4.52	4.64

来源：公司年报、民族证券

化工

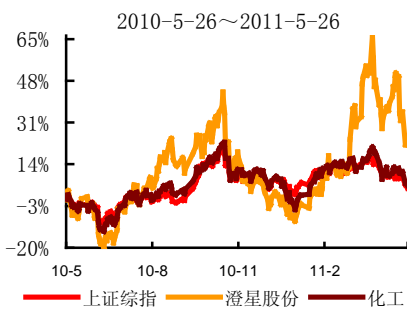
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	首次
目标价格：	15.0

市场数据

市价(元)	9.59
上市的流通A股(亿股)	6.52
总股本(亿股)	6.52
52周股价最高最低(元)	6.09-13.48
上证指数/深证成指	2741.74/11615.42
2010年股息率	0.13%

52周相对市场表现



相关研究

一、磷矿石、电力的高度自给将为公司业绩持续增长提供条件

澄星股份是国内最大的精细磷化工产品生产企业，公司通过不断向上拓展，目前已形成了从矿山（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的完整磷化工产业链。

公司收购宣威磷电公司和弥勒磷电公司，并以此为平台，以收购、勘探等方式获得磷矿、煤矿资源。目前公司已经获得采矿权或探矿权的磷矿资源储量超过 1.3 亿吨，已获采矿权证的核定年开采量 110 万吨，成为国内拥有磷矿资源最多的磷化工企业之一。随着对磷矿的进一步整合，公司不仅能够保障公司生产黄磷的磷矿需求，而且在资源升值过程中扩大公司产品的盈利空间。

表 1：公司矿产资源分布情况

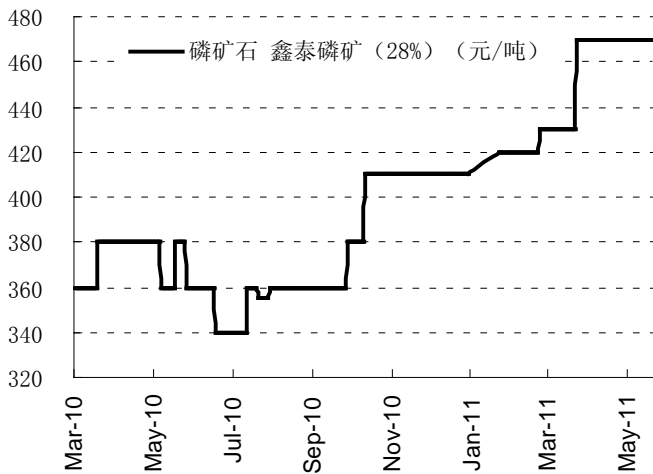
公司名称	地点	矿名	储量	核定开采量
磷矿				
会泽恒威矿业有限公司	云南省会泽县	以礼桃树湾磷矿	528	15
		拖车磷矿	521	25
沾益县恒威矿业有限公司	云南省沾益县	石纳租磷矿	933	20
		热水磷矿	577	20
会泽龙威矿业有限公司	云南省会泽县	梨树坪磷矿	3497	
云南弥勒磷电化工责任有限公司	云南省宜良县	对歌山-海巴磷矿	4960	15
	云南省石林县	老石洞-太平滩磷矿	931	15
	云南省宜良县	汞坡磷矿	689	
煤矿				
云南宣威磷电化工有限公司	云南省宣威市	新店子煤矿	701	
云南省宣威磷电化工有限公司	云南省宣威市	新茂煤矿		

资料来源：民族证券

我国是世界磷矿石生产大国，国内磷矿石 80%用于生产磷酸，用于生产精细磷化工的较少，产品附加值很低，资源优势未能很好的转化为经济优势。而且磷矿资源丰而不富，目前我国可开采的保有磷矿资源储量只有 21.11 亿吨，其中，品位大于 30%的富矿仅有 11.08 亿吨，以目前的开采速度大约 20 年左右就能开采完毕，磷化工产业对磷矿的需求较大，未来国际磷矿石的供需趋紧。因此出于保护资源的需要，国家出台相关政策限制初始产品磷矿石出口；同时为提高磷矿石资源的利用率，国家或将出台相关磷矿石级差资源税制，磷矿石价格将持续上涨的走势。澄星股份目前拥有超过 1.3 亿吨的磷矿石储量，且公司为了资源的持续利用，目前开采量较少，以目前公司外购可用于生产的磷矿石 250-300 元/吨价格计算，公司磷矿石资源的资产将到达 320-400 亿元左右，安全边际较高。

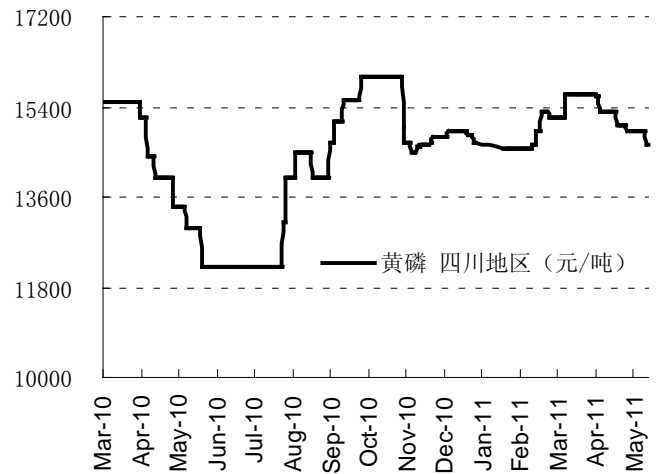
黄磷生产为高耗能行业，电耗约占黄磷生产成本比例的 60%，我国黄磷生产工艺较落后，能耗高，国外黄磷电耗为 1.25 万度/吨，我国普遍在 1.5 万度左右，澄星股份能耗控制较好，约 1.3 万度/吨。同时公司宣威、弥勒磷电公司均有配套电厂提供稳定的电力供给，2010 年雷打滩水电站 3*36MW 的水电机组提供弥勒磷电公司 70%左右的电力供给，宣威磷电火电的自给率达到了 80%。近期全国范围内电力供应普遍紧张，对高能耗产品实施了限电政策，将导致黄磷生产开工不足，价格也将出现一定的上涨，电力自给率较高的企业盈利能力将得到显著提升。

图 1：磷矿石价格持续上涨



资料来源：百川资讯，民族证券

图 2：黄磷价格近期小幅回落

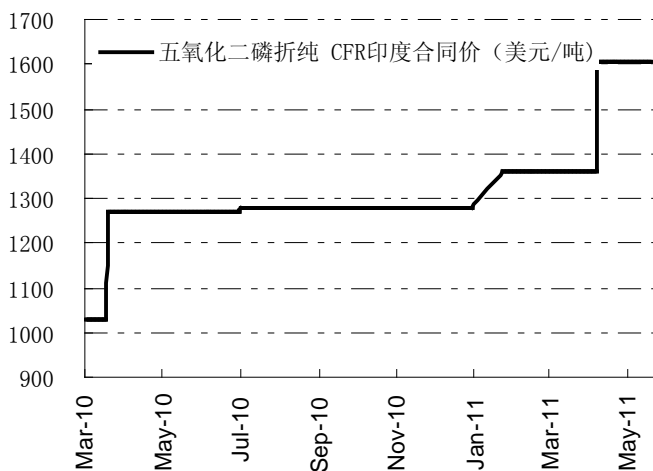


资料来源：百川资讯，民族证券

二、较高经济附加值的精细磷化工产品为公司业绩提供稳定增长。

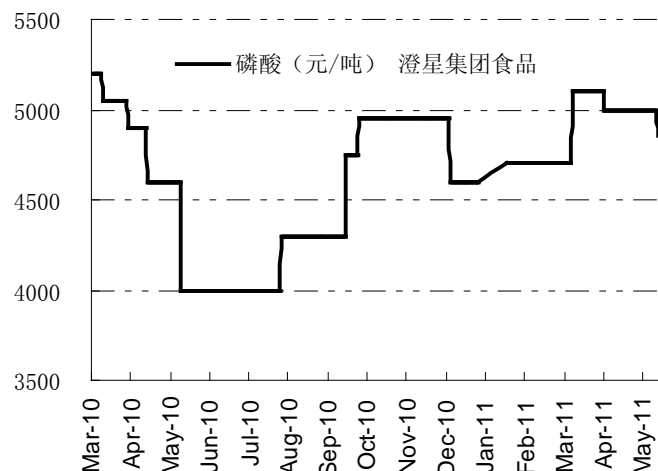
澄星股份目前拥有 15 万吨黄磷、70 万吨磷酸及 20 万吨磷酸盐的生产能力，产品经济附加值较高，70 万吨磷酸全部达到食品酸的标准，其中 12 万吨能做电子酸，每年有 4-5 万吨出口，目前公司磷酸开工率达到 80%-90%，50%对外销售，50%用于下游精细磷化工产品的生产。另一主要产品磷酸氢钙产品已纳入国际跨国公司高露洁、宝洁、可口可乐、百事可乐等的全球供应链。公司利用自有资金进行的 6.5 万吨/年磷酸钙盐技改工程也将于近期完工，本项目将新建生产线，分别生产磷酸氢钙和磷酸三钙两个系列的产品，由于产品下游产能不断增加，此次新增产能的释放不会对产品价格造成较大影响，公司的盈利能力也将由于规模效应进一步提高。未来公司仍以精细磷化工产品的高精尖为发展方向，利用国际中低端磷化工产能转移的机遇，占领国内相关产品市场。

图 3：国际磷酸价格近期大幅上涨



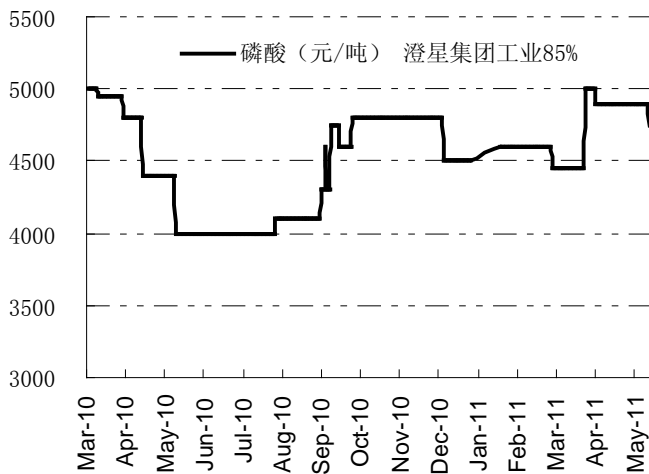
资料来源：百川资讯，民族证券

图 1：公司产品价格小幅下跌



资料来源：百川资讯，民族证券

图 5：公司产品价格小幅下跌



资料来源：百川资讯，民族证券

三、循环经济助公司成本进一步降低

澄星股份在提高磷矿石、水、电等资源利用效率的同时，综合利用各种副产品和废弃物，通过发展循环经济提高精细化工基础产品的综合竞争能力。公司目前利用占磷矿石生产黄磷过程中 50%-60%的磷矿石废渣生产渣砖及水泥，目前此项盈利约为 1000-2000 万，未来随着宣威磷电公司利用废气替代标煤发电项目的完成，公司每产生 1-2 亿元黄磷利润的同时，将获得 8000 万左右的相对废渣效益。另外磷酸合成为放热反应，生产过程中会放出大量的热，目前江阴厂区利用此部分热进行发电的项目也在进行之中。

四、运输将为公司的持续发展提供地域优势

我国磷化工行业经过多年的发展，已逐渐形成母体产品黄磷等靠近原料产地，沿海地区重点发展磷系衍生物及精细化学品的格局。但按照 2005 年 7 月 27 日批准发布的《危险货物物品名表》表中的规定，黄磷属于剧毒类，第 4 类易燃固体、自燃物品和遇湿易燃物品，自燃点低，因此黄磷从产地到沿海地区的运输受到一定的限制。澄星集团在开通黄磷铁路自备车运输后，又于 2010 年成功开通了海运黄磷，公司地处长江流域，未来还将开通价格更加低廉的水运，在完善自身产业链的同时，还将把江阴打造成为华东地区黄磷贸易的集散地。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3322	3628	4069	4552
现金	1657	1727	1802	2059
应收账款	406	447	621	745
其它应收款				
预付账款				
存货	869	995	1193	1432
其他	390	478	453	460
非流动资产				
长期投资	21	40	58	77
固定资产	2435	2659	2851	3017
无形资产	208	201	194	187
其他	91	91	91	91
资产总计	6078	6619	7264	7924
流动负债	3657	4333	5247	6250
短期借款	1898	2318	2831	3351
应付账款	1723	1974	2366	2839
其他	36	41	50	60
非流动负债	742	796	851	906
长期借款	556	556	556	556
其他	186	240	295	349
负债合计	4399	5130	6098	7156
少数股东权益	112	(60)	(353)	(714)
股本	651	671	671	671
资本公积金	278	278	278	278
留存收益	518	497	465	653
归属母公司股东权益	1567	1549	1519	1482
负债和股东权益	6078	6619	7264	7924
现金流量表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	454	182	226	297
净利润	48	177	302	372
折旧摊销	159	172	200	227
财务费用	124	129	155	183
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	284	1	14	55
其它	(50)	(168)	(293)	(361)
投资活动现金流	(372)	(407)	(407)	(407)
资本支出	(353)	(388)	(388)	(388)
长期投资	21	40	58	77
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	52	225	181	111
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	262	0	0	0
支付股利、利息	(131)	(195)	(332)	(409)
其它融资现金流	(210)	420	513	520
权益性融资	0	0	0	0
现金净增加额	134	70	145	257

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2500	3062	3828	4594
营业成本	2089	2383	2850	3408
营业税金及附加	16	18	23	27
营业费用	126	153	191	230
管理费用	66	69	84	100
财务费用	124	129	155	183
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	64	296	510	631
营业外收支	9	9	9	9
营业外支出				
利润总额	73	305	519	640
所得税	0	27	46	56
净利润	73	278	473	583
少数股东损益	24	101	171	211
归属母公司净利润	48	177	302	372
EBITDA	361	612	880	1056
EPS (元)	0.07	0.27	0.46	0.57
主要财务比率				
	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	2500	3062	3828	4594
营业利润	64	296	510	631
归属母公司净利润	48	177	302	372
获利能力				
毛利率	15.77%	21.61%	24.96%	25.22%
净利率	1.94%	5.79%	7.89%	8.10%
ROE	3.09%	11.44%	19.88%	25.12%
ROIC	5.04%	9.62%	14.18%	16.77%
偿债能力				
资产负债率	72.38%	77.50%	83.95%	90.31%
净负债比率				
流动比率	0.91	0.84	0.78	0.73
速动比率	0.67	0.61	0.55	0.50
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.46	0.53	0.58
应收帐款周转率	6.16	6.16	6.16	6.16
应付帐款周转率	1.21	1.21	1.20	1.20
每股指标(元)				
每股收益	0.07	0.27	0.46	0.57
每股经营现金	0.70	0.28	0.35	0.46
每股净资产	2.41	2.38	2.33	2.27
估值比率				
P/E	141.94	35.52	20.84	16.82
P/B	4.39	4.44	4.52	4.64
EV/EBITDA	25.52	15.75	11.57	10.15

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

2007年4月毕业于天津大学化工学院，工学硕士。之后进入资产评估公司，从事资产评估工作，熟悉企业会计及财务分析。2008年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，主要负责化工行业及上市公司的研究工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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或征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn