

方正证券研究所证券研究报告

清水源(300437)

公司研究

化工行业

公司事件点评报告

2019.07.16/强烈推荐(维持)

环保公用事业首席分析 郭丽丽  
 执业证书编号: S1220513070001  
 TEL: 010-68584885  
 E-mail guolili@foundersec.com  
 分析师 靳晓雪  
 执业证书编号: S1220517070002  
 TEL: 010-68584885  
 E-mail jinxiaoxue@foundersec.c

**事件:** 近日,《焦点访谈》曝光长江上游黄磷工厂污染问题,部分黄磷企业停炉,公司主要生产原材料黄磷的现货价格大幅上涨。

**点评:**

**黄磷环保限产,价格急速上涨**

近日央视《焦点访谈》曝光长江上游黄磷工厂污染问题,部分黄磷企业停炉,黄磷现货价格由15500元/吨(7月9日),已急速上涨至23500元/吨(7月16日),涨幅已超过50%。黄磷主产区主要集中在云南、四川、贵州和湖北四省,考虑长江大保护战略实施推进,第二轮中央环保督察全面启动,预计环保整治力度将持续加码,黄磷价格或持续上涨。

**黄磷在水处理剂产品成本中占比50%-60%**

清水源主要的水处理药剂产品原材料主要为三氯化磷、冰醋酸、液氯等,而三氯化磷的主要原材料是黄磷,黄磷在水处理剂总营业成本中占比约50%-60%。

**产业链一体化优势凸显,行业集中度有望加速提升**

公司是水处理剂行业少数能够直接生产中间产品三氯化磷的企业,多年经营积累了稳定广泛的黄磷供应商,能够保障公司黄磷的稳定供给。考虑到行业内竞争对手的产业链布局薄弱(中间产品三氯化磷需外购),公司产业链一体化优势凸显,行业集中度有望加速提升。

**对比上一轮黄磷和水处理剂行情,此轮产品提价或超预期**

由于上游黄磷限产造成原材料成本上涨,公司的水处理药剂产品价格也将随之上涨。

上一轮黄磷价格大涨: 2007-2008年,由于电力供应不足导致和节能减排督察力度加严,黄磷价格最高涨到24000元/吨,水处理药剂的价格提高到了10000元/吨以上。

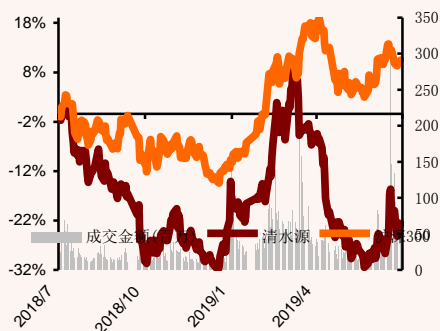
上一轮水处理剂价格大涨: 2017-2018年,水处理剂行业由于环保去产能经历过一次集中度提升,水处理剂产品价格大幅提升,公司2018年有机磷类产品均价达到7500元/吨。

2019年初公司水处理剂产品价格约6000元/吨,考虑到现阶段行业集中度较2008年更高,以及上游黄磷限产持续性或超预期,我们认为此轮水处理剂价格提升幅度或超预期。

**产品毛利率有望提升,业绩有望在三季度反弹**

2019Q1公司药剂产品价格较18年下降4%,造成毛利率略有下降,随着黄磷限产造成的药剂产品价格上涨,公司毛利率有望在三季度触底回升。目前水处理药剂在公司收入结构中占比45%,其余为环保工程类业务,目前在手工程类订单充足,下半年进入工程订单收入确认期,整体业绩同比增速有望在三季度

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

- 《业绩增长符合预期,产能扩建增长可期》2019.01.13
- 《并表效应+水处理药剂量价齐升,业绩实现大幅增长》2018.08.29
- 《水处理药剂量价齐升,外延拓展水治理产业链》2018.04.25

请务必阅读最后特别声明与免责条款

实现反弹。

### 盈利预测与投资评级

按照 19Q1 水处理剂产品价格水平预测，2019-2020 年公司预计将实现净利润 3.03 亿、4.09 亿，对应当前股价 PE 分别为 9 倍、7 倍。若考虑可转债未来的稀释摊薄，对应 2019-2020 年 PE 分别为 11 倍、8 倍。

考虑到黄磷限产带来的产品价格上涨，公司业绩存在超预期可能，给予“强烈推荐”评级。

### 风险提示

黄磷限产力度低于预期、水处理剂产品提价幅度低于预期、环保工程进度低于预期

### 盈利预测：

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1712.12	1868.45	2523.55	3387.57
(+/-) (%)	103.55	9.13	35.06	34.24
净利润	247.01	303.02	409.17	542.50
(+/-) (%)	118.10	22.68	35.03	32.59
EPS(元)	1.13	1.39	1.87	2.48
P/E	10.32	9.34	6.92	5.22

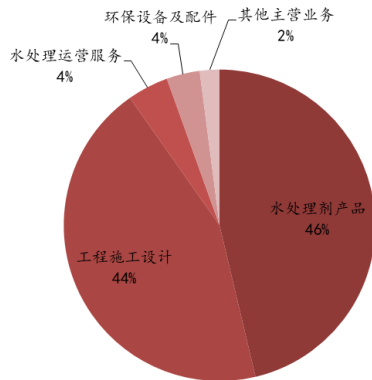
数据来源：wind 方正证券研究所

图表1: 黄磷现货价格(元/吨)



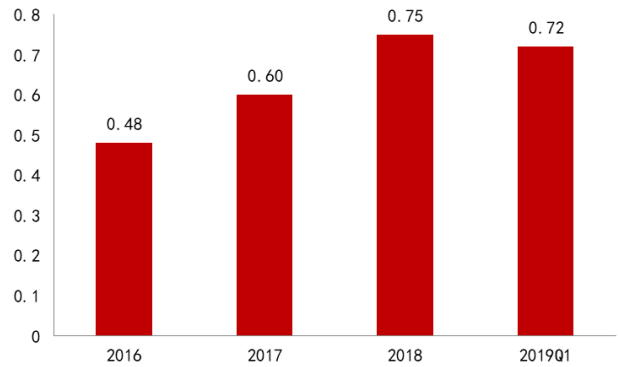
资料来源: wind、方正证券研究所

图表2: 公司收入结构(2018年年报)



资料来源: 公司公告、方正证券研究所

图表3: 公司有机磷产品价格(万元/吨)



资料来源: 公司公告、方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2004.86	1993.93	2441.16	3224.63	<b>营业总收入</b>	1712.12	1868.45	2523.55	3387.57
现金	289.39	279.69	172.63	232.68	营业成本	1075.63	1168.16	1587.14	2149.87
应收账款	875.12	870.24	1140.78	1484.96	营业税金及附加	8.92	9.73	13.15	17.65
其它应收款	134.57	163.69	221.08	296.77	营业费用	76.02	82.96	112.04	150.41
预付账款	30.20	32.80	44.57	60.37	管理费用	79.28	86.52	116.86	156.87
存货	576.78	544.07	739.21	1001.31	财务费用	53.07	39.26	39.30	39.67
其他	98.80	103.44	122.89	148.54	资产减值损失	40.65	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	1906.63	2400.08	2879.95	3346.29	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	1.54	3.08	4.62	投资净收益	1.54	1.54	1.54	1.54
固定资产	853.28	1336.45	1806.50	2263.43	<b>营业利润</b>	373.52	475.89	642.59	851.99
无形资产	991.38	1000.11	1008.40	1016.27	营业外收入	0.11	0.00	0.00	0.00
其他	61.97	61.97	61.97	61.97	营业外支出	3.42	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	3911.50	4394.01	5321.11	6570.92	<b>利润总额</b>	370.21	475.89	642.59	851.99
<b>流动负债</b>	1923.74	2084.34	2561.47	3200.44	所得税	85.82	110.31	148.95	197.49
短期借款	590.94	590.94	590.94	590.94	<b>净利润</b>	284.40	365.58	493.64	654.50
应付账款	489.09	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	37.38	62.56	84.47	111.99
其他	843.72	1493.41	1970.53	2609.51	<b>归属母公司净利润</b>	247.01	303.02	409.17	542.50
<b>非流动负债</b>	317.28	317.28	317.28	317.28	EBITDA	508.46	565.12	745.42	968.73
长期借款	291.40	291.40	291.40	291.40	EPS (元)	1.13	1.39	1.87	2.48
其他	25.88	25.88	25.88	25.88					
<b>负债合计</b>	2241.02	2401.62	2878.75	3517.72	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	243.37	305.93	390.40	502.40	<b>成长能力</b>				
股本	218.32	218.32	218.32	218.32	营业收入	1.04	0.09	0.35	0.34
资本公积	642.23	642.23	642.23	642.23	营业利润	1.61	0.27	0.35	0.33
留存收益	545.16	804.52	1170.02	1668.86	归属母公司净利润	1.18	0.23	0.35	0.33
归属母公司股东权益	1427.10	1686.46	2051.96	2550.80	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3911.50	4394.01	5321.11	6570.92	毛利率	0.37	0.37	0.37	0.37
					净利率	0.14	0.16	0.16	0.16
					ROE	0.17	0.18	0.20	0.21
					ROIC	0.15	0.14	0.16	0.18
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.57	0.55	0.54	0.54
					净负债比率	0.68	0.57	0.47	0.38
					流动比率	1.04	0.96	0.95	1.01
					速动比率	0.74	0.70	0.66	0.69
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.45	0.52	0.57
					应收账款周转率	2.07	2.14	2.51	2.58
					应付账款周转率	3.63	7.64	—	—
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.13	1.39	1.87	2.48
					每股经营现金	0.39	2.88	2.43	3.20
					每股净资产	6.54	7.72	9.40	11.68
					<b>估值比率</b>				
					P/E	10.32	9.34	6.92	5.22
					P/B	1.79	1.68	1.38	1.11
					EV/EBITDA	6.35	7.95	6.17	4.69

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 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, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有, 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。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“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

- 强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;
- 推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;
- 中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;
- 减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

- 推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;
- 中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;
- 减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com