

化工新材料III

侯宏森

010-66276985

houhongsen@cjis.cn

6-12个月目标价: ----元

当前股价: 7.92元

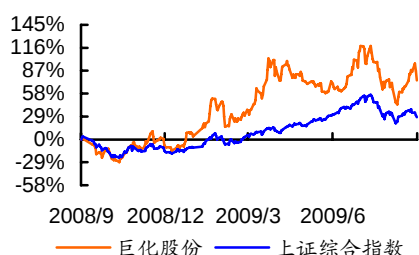
评级调整: 提高

基本资料

上证综合指数	2842.72
总股本(百万)	557
流通股本(百万)	557
流通市值(亿)	44
EPS (TTM)	0.10
每股净资产(元)	3.67
资产负债率	51.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
巨化股份	0.25	2.32	28.86
上证综合指数	-3.99	-1.73	22.24



相关报告

巨化股份

600160

强烈推荐

集低碳、重组、创投三重概念，且业绩支撑有安全边际

近期，我们调研了巨化股份，就目前公司的 CDM 项目运转情况，以及生产和销售状况做了深入探讨，并对 09 年及今后所面临的发展机遇和困境进行了交流。

投资要点：

- **作为国内氟化工龙头企业，应承担氟化工崛起重任。**公司是国内最大的煤化工、氯碱化工、氟化工综合配套的氟化工制造基地，经过多年的发展，具有产业链完整及其配套优势，具有规模和技术优势，还具有品牌和市场优势。公司是“国家氟材料工程技术研究中心”“浙江巨化中俄科技合作园”的依托单位。目前低端产品产能过剩和技术创新投入不足是制约我国氟化工行业发展两大瓶颈，公司具有良好的基础打造国内氟化工的最高发展极。
- **CDM 项目收益具有可持续性，存在安全边际。**目前国际已经形成比较成熟的碳交易市场。公司将生产 F-22 产品的副产物 F-23 进行环保处理从而得到 CO2 的可交易量。公司目前拥有三个 CDM 项目，CDM 项目盈利客观并具有可持续性。估算前两个 CDM 项目每年每股收益可贡献 0.35 元左右。
- **重组之路日渐明朗，氟化工航母打造指日可待。**省国资委大力促进，第三方欲插足，集团内部整顿等多因素将加速推进中化和巨化已达 3 年的重组之路。中化集团坐拥大量氟化工资产，不但拥有 500 万吨的萤石资源，还是国内最大的 HFC-134a 生产商，并控股国内领先的氟化工技术研究院所-浙江化工研究院，该企业 2007 年主营业务收入 11.5 亿元，总资产达 13.6 亿元，出口创汇 7300 万美元。从石建集团被中化控股的历程来看巨化重组之路已不远矣。
- **气候变暖、低碳经济又将成为主题投资热点，胡锦涛主席出席了气候变化峰会并在开幕式上讲话，表示中国将进一步把应对气候变化纳入经济社会发展规划，并继续采取强有力的措施。大力发展绿色经济，积极发展低碳经济和循环经济。**
- **巨化股份持有浙江创投集团 16.5% 的股权，拥有浓重的创投概念。**浙江创投已经有两个创投项目上市，在国内创投领域排名在前。
- **给予强烈推荐评级。**CDM 项目盈利具有可持续性，为寻找向下安全边际，我们保守预测公司 09 年-11 年的 EPS 分别为 0.34 元、0.46 元和 0.44 元。未来公司还有高端产品将成为新的盈利增长点，有强烈资产注入预期，且氟化工依然是朝阳行业，如果巨化股份能被打造成资源-技术-规模都极具优势的氟化工航母，未来成长不可限量。我们给予公司 10 年 20 倍市盈率，因有较好的业绩支撑，且目前 PB 很低，我们认为 6-12 个月股价 9.2 元为其向下安全边际，公司兼有低碳经济、资产重组和创投三重概念，有非常大的上行空间，因此给予强烈推荐评级。
- **风险提示：**资产重组可能存在一定不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5329	4633	5302	5439
同比(%)	2%	-13%	14%	3%
归属母公司净利润(百万元)	87	192	254	246
同比(%)	-58%	119%	33%	-3%
毛利率(%)	12.2%	13.0%	13.9%	13.7%
ROE(%)	4.5%	9.2%	11.3%	10.3%
每股收益(元)	0.16	0.34	0.46	0.44
P/E	50.42	23.00	17.35	17.94
P/B	2.26	2.11	1.96	1.85
EV/EBITDA	12	11	9	8

资料来源: 中投证券研究所

目 录

1、行业龙头，应承担我国氟化工崛起重任.....	3
1.1 公司已经形成了自身的独特优势，但却面临行业的普遍困难	3
1.2 低端产品产能过剩和技术创新投入不足是制约我国氟化工行业发展两大瓶颈	3
1.3 公司应首当其冲承担我国氟化工崛起的重任.....	5
2、CDM 项目收益有可持续性，存在安全边际	6
2.1 公司清洁发展机制项目（CDM）盈利逻辑.....	6
2.2 公司目前拥有三个 CDM 项目	7
2.3 CDM 项目盈利客观并具有可持续性.....	7
3、重组日渐明朗，氟化工航母打造指日可待.....	9
3.1 多因素将加速推进中化和巨化已达 3 年的重组之路.....	9
3.2 中化坐拥大量氟化工资产，欲打造我国氟化工航母.....	10
4、公司氯碱产品不具成本优势，适当考虑盈利.....	13
5、气候变暖、低碳经济又将成主题投资热点.....	14
6、巨化股份持有浙江创投集团 16.5%的股权	15
7、盈利预测	15
 表 1：09 年上半年 CDM 项目盈利状况	8
表 2：预计今后几年两个 F-23 分解的 CDM 项目盈利状况分析	8
表 3：预计 09 年-11 年两个 CDM 项目净利润和每股收益贡献分析	8
表 4：中化集团所属的化工和医药上市公司情况一览（巨化股份签订意向）	10
表 5：预计 09 年-11 年两个 CDM 项目净利润和每股收益贡献分析	16
表 6：盈利预测.....	17
 图 1：氟化工产品的各种独特性能.....	4
图 2：氟化工产品可持续发展方向.....	5
图 3：PVC 产品近三年的价格走势	14
图 4：烧碱近三年的价格走势.....	14
图 5：公司近 5 年分产品领域销售收入比较（万元）	15
图 6：公司近 5 年分产品领域毛利率比较.....	16

1、行业龙头，应承担我国氟化工崛起重任

1.1 公司已经形成了自身的独特优势，但却面临行业的普遍困难

公司是国内最大的煤化工、氯碱化工、氟化工综合配套的氟化工制造基地，主营氟化工原料及后续产品、基本化工原料及后续产品和化肥、农药、食品添加剂的生产与销售。公司周围几百公里内集聚了全国一半左右的萤石资源，目前已经成为了国内最大的甲烷氯化物生产基地，其氟致冷剂、甲烷氯化物的市场占有率全国第一，总资产迅速增长，成功跻身世界氟化工前列。

公司经过多年的发展，具有明显的优势，主要有：

首先，具有产业链完整及其配套优势。公司形成以氟化工为核心，煤化工、氯碱化工为配套的完整产业链，循环经济特征明显，抗市场波动风险能力较强。

其次，具有规模和技术优势。公司核心产业氟化工及其它主导产品在规模、技术上处于行业领先水平。公司 16 种主要产品标准采用国际标准或国际先进企业标准。甲烷氯化物、离子膜烧碱、R134a 等主导产品生产技术达到国际先进水平。

还有，具有品牌和市场优势。公司氟产品系列、有机氯产品系列获“浙江省名牌产品”、F22 产品获“中国名牌产品”称号。“巨化”牌商标为浙江省著名商标。公司地处浙江，产品市场相对集中在“长三角”、南方发达经济区域，具有市场指向地的特征，能够较快地响应市场变化。依托良好的品牌和行业领先地位，公司拥有健全的市场网络和忠实的顾客群，主导产品在浙江及周边地区能够领衔市场价格。

但公司目前也存在着较大的困难，主要是产能过剩和技术创新这两大瓶颈。公司的困难不仅仅是公司本身的，也整个行业的。

尽管公司所处的化工行业有筑底企稳的迹象，但“去产能化”的过程缓慢，本公司仍然受到产能过剩的竞争压力。同时，资源品价格虽有所下降，但随着需求的回升，价格依然坚挺，给公司效益的提升带来巨大的压力。尽管本公司重视技术创新和产业结构的调整，但由于研发能力难以满足公司发展的需要，增强了公司产业转型升级的紧迫性和艰巨性。

1.2 低端产品产能过剩和技术创新投入不足是制约我国氟化工行业发展两大瓶颈

由于氟元素本身具有独特的原子结构，其化合物具有很多特殊的特性。尤其是氟原子和碳原子之间的结合力度非常大，从而使得有机氟化工产品具有耐热、防水、耐气候、自洁性、绝缘性等各种优良的性能。

图 1: 氟化工产品的各种独特性能



资料来源：氟硅行业协会、中投证券研究所

氟化工因高技术、高性能、高附加值的特性，被誉为“黄金产业”。目前我国已成为世界最大的氟化工初级产品生产国和出口国，然而，应用研发不足、技术水平落后让国内氟化工产业难以摆脱低端产品过剩、高端产品不足的被动局面。

我国氟化工产业自 20 世纪 90 年代以来一直保持着强劲的发展势头，目前，我国已成为世界四大氟化工产业区之一，成为氟化工生产和消费增长最快的国家。既培育了东岳、巨化、三爱富等营业额过百亿元的氟化工巨头，也扶植了千余家中小氟化工企业。然而，我国氟化工产业看似繁荣，实际上泡沫很多。全球金融危机使得业界已清醒地认识到国内氟化工存在的产业结构问题。

我国的氟化工已经拥有多个世界第一：

- 中国萤石总产量世界第一；
- 中国氢氟酸总生产能力、总产量世界第一；
- 中国氟化铝总生产能力、总产量世界第一；
- 中国 R22 总生产能力、总产量世界第一；
- 中国 HFC 总产品生产能力、总产量世界第一。

我国低端氟化工产品产能严重过剩，而高端产品仍被国外公司垄断。但我国企业过于集中在产业链的上游，低端产品生产能力过剩，高附加值产品严重欠缺，产业结构明显不合理。我国氟化工产能占世界总量的 40%，但销售额仅占世界总量的 15%。使中国成为廉价初级氟产品的世界工厂。众多专家指出，中国氟化工产业的结构调整势在必行。去年至今年上半年，国内氟化工企业的经济效益明显下滑，其主要产品萤石、氢氟酸、氟化铝的价格一路走跌。相反，国际氟化工企业如巴斯夫、大金等一如既往地加大氟树脂、氟涂料、氟橡胶等

研发和生产，规模、效益同步良性发展。

从氟化工产业链来看，随着产品加工深度的增加，产品的附加值就成几何级数增长。如产业链上游的萤石，其价格只有数百元一吨；无水氢氟酸的价格为数千元一吨；F22 的吨价在万元左右；聚四氟乙烯的吨价为数万元；位于产业链下游的氟橡胶，其价格则要十几万元一吨；含氟精细化工产品的价格更是达到了百万元一吨。可见，氟化工产业的价值重心在中下游。

从各类氟化工产品的前景分析，氟氯烷已经进入衰退期，其替代品将因此而获得广阔的市场；氟树脂进入了成熟期，其主要产品聚四氟乙烯的市场竞争将加剧；氟橡胶进入了增长期，随着我国汽车产业的发展，市场对氟橡胶的需求将明显增长；氟涂料将随着建筑和化工产业的增长而增长；含氟精细化学品的发展空间则最为广阔。

图 2：氟化工产品可持续发展方向



资料来源：氟硅行业协会、中投证券研究所

科技投入不足、自主创新乏力和技术水平落后是目前的最大问题。作为典型的技术密集、资本密集型行业，氟化工对于企业的技术实力有很高要求。然而，国内企业在提高产品质量、增加产品品种、开发高端产品方面投入有限。自主技术的缺乏导致氟化工这个“黄金产业”只能产出低档产品。氟化工行业要想真正走出困境，就必须加大氟化学研究的投入力度，使氟化工真正回归高新技术产业的属性。国内企业为用户提供全方位技术指导的国外同行存在很大差距。据了解，我国氟化工企业科研投入仅占销售收入的 2% 左右，而许多跨国公司如杜邦、大金等都在 5% 以上，有的甚至高达 10%。

1.3 公司应首当其冲承担我国氟化工崛起的重任

公司发展氟化工步步为营，技术创新取得不断的进步。其集团公司是“全国无机氟化物与氟精细化学品专业委员会”主任委员单位，拥有国家级企业技

术中心，建有企业博士后工作站，是“国家氟材料工程技术研究中心”“浙江巨化中俄科技合作园”的依托单位。公司的技术创新也在不断取得进展。

- 早在 1994 年，巨化集团公司就与俄罗斯国家应用化学研究院合资经营浙江巨圣氟化学有限公司举行签字仪式。
- 1995 年 1 月，巨化氟化工一期工程通过国家竣工验收，是“八五”期间国家氟化学工业特大引进装置工程、浙江省重点建设工程。
- 1998 年 3 月，巨化氟制冷剂替代品——R134a 项目经国务院批准立项。
- 1999 年 7 月，巨化氟化工二期——聚四氟乙烯工程通过国家竣工验收。
- 2002 年 8 月，巨化股份公司氟聚厂开工建设。
- 2006 年 3 月，巨化股份公司与日本 JMD 公司合作的 CDM 项目——一年分解 500 吨 HFC—23 项目举行开工典礼，这是中国第一家实施二氧化碳排放权交易的氟化工企业。同年 8 月，该 CDM 项目举行了生产交接仪式。
- 2006 年 11 月，巨化股份公司与日本昭和电工、日立公司举行 HFC—134a 项目生产交接仪式，该项目也是巨化“三次创业”的标志性项目。
- 2006 年 11 月，中国“俄罗斯年”暨“长三角中俄科技创新合作活动周”在巨化开展科技交流活动。期间巨化万吨级四氟乙烯技改、聚全氟乙丙烯、大直径氧化铝晶体等三个中俄科技合作项目举行了建成投产仪式。

公司的不仅具有产业链完整及其配套优势，还具有规模和技术优势，是全国最大的氟化工基地；并且品牌、市场和资源优势也很突出，公司地处萤石资源丰富的地区，这些都为公司打造中国氟化工先进制造业基地提供良好支撑，公司具有良好的基础打造国内氟化工的最高发展极。

2、CDM 项目收益有可持续性，存在安全边际

2.1 公司清洁发展机制项目（CDM）盈利逻辑

清洁发展机制，简称 CDM(Clean Development Mechanism)，是《京都议定书》中引入的灵活履约机制之一。CDM 允许发达国家缔约方与非发达国家缔约方联合开展二氧化碳等温室气体减排项目。这些项目产生的减排数额可以被发达国家缔约方作为履行他们所承诺的减排或减排量。对发达国家而言，CDM 提供了一种灵活的履约机制；而对于发展中国家，通过 CDM 项目可以获得部分资金援助和先进技术。

企业获得 CDM 最终收益，一般需要经过开发（企业）、批准（国家发改委）、注册（联合国）、核证（联合国）、签发（联合国）五道程序，

目前国际已经形成比较成熟的碳交易市场。卖家的唯一风险主要是能否签发。买家分为两种，一种是碳基金，中间交易商，一种是最终买家，如大型电厂、电解铝厂或钢厂等。目前减排量已经成为一种可以进行大批量交易的‘配额’，已经没有所谓的‘最终买家’、‘中间买家’，交易主体都以进行买和卖，这样不但进行对冲以规避市场风险，还可以通过交易获利

公司将生产 F-22 产品的副产物 F-23 进行环保处理从而得到 CO₂ 的可交易量。由于公司氟产品 F-22 副产物 F-23 温室效应潜值是 CO₂ 的 1.17 万倍，故而公司通过减少 F-23 的排放折算成 CO₂ 时候数量巨大，公司减排 F-23 的方法是将 F-23 收集后，进行高温分解为二氧化碳、氟化氢和氯化氢。

2.2 公司目前拥有三个 CDM 项目

公司目前已经成功注册的三个 CDM 项目。两个 F-23 分解项目，对应的 F-22 产品产量约 3 万吨，还有一个电石渣生产水泥熟料清洁生产项目。

第一个项目，为每年 500 吨 HCFC-23 分解项目。公司与日本 JMD 温室气体减排株式会社签订了《温室气体减排合作合同》，约定向其转让总量不超过 4,000 万吨二氧化碳当量，转让价格每吨不低于 6.5 美元，转让期 7 年。

第二个项目，为每年 570 吨 HCFC-23 分解项目。公司与气候变化资本有限公司（英国）和气候变化碳基金 2s.a.r.l（卢森堡）签订了《购买温室气体减排量合作合同》，约定公司向其转让总量不超过 3,500 万吨二氧化碳当量，每吨二氧化碳当量转让价格不低于 9 欧元。

另外，2008 年 6 月 16 日，公司子公司浙江衢州巨泰建材有限公司与日挥株式会社签订《浙江衢州巨泰电石渣生产水泥熟料项目 CERS 购买合同》，约定公司向其转让总量不超过 75 万吨二氧化碳当量，每吨二氧化碳当量转让价格为 9.9 欧元。2009 年 4 月 28 日，巨泰公司 CDM 项目——电石渣生产水泥熟料项目在联合国 CDM 执行理事会（EB）注册成功。目前巨泰公司 42 万吨/年固体废渣综合利用项目尚处联动试车阶段。该项目估计 10 年将产生收益。

2.3 CDM 项目盈利客观并具有可持续性

国家税收等调控政策如下：

按照国家《清洁发展机制项目运行管理暂行办法》等规定，清洁发展机制项目收入的 65%上交国家，35%归入企业。

09 年 4 月 1 日，财政部、国家税务总局联合下发的《关于中国清洁发展机制基金及清洁发展机制项目实施企业有关企业所得税政策问题的通知》，根据

通知要求，公司自实施 CDM 项目取得第一笔减排量转让收入所属纳税年度起，第一年至第三年免征企业所得税，第四年至第六年减半征收企业所得税；该通知自 2007 年 1 月 1 日期执行。

企业 CDM 项目的盈利分析：

表 1：09 年上半年 CDM 项目盈利状况

序号	项目名称	合作方	单价 /吨	交易二氧化碳 当量（吨）	公司确认营业收入 （35%）	折合人民币 （元）
500 吨/年						
1	HFC-23 分解项目	日本	6.5 美元	2,379,000	5,412,225.00 美元	36,961,012
570 吨/年						
2	HFC-23 分解项目	英国	9 欧元	2,840,049	8,946,154.35 欧元	81,673,022

资料来源：公司公告 中投证券研究所

经了解，正常情况下，两个 CDM 项目的成本、费用大约有 3000 万元。分摊到两个项目上，第一个项目的成本和费用大概为 14,018,692 元，第二个项目的成本和费用大概为 15,981,308 元。

表 2：预计今后几年两个 F-23 分解的 CDM 项目盈利状况分析

序号	项目名称	合作方	单价 /吨	估计年减排量 （吨）	归属公司收益 （35%）（元）	成本费用 （元）
500 吨/年						
1	HFC-23 分 解项目	日本	6.5 美元	5,714,286	80,210,004	14,018,692
570 吨/年						
2	HFC-23 分 解项目	英国	9 欧元	5,000,000	156,312,765	15,981,308

资料来源：公司公告 中投证券研究所

注：汇率取 1 美元=6.82808 人民币，1 欧元=9.92462 人民币；

由于巨泰建材的电石渣生产水泥熟料项目 CERs 交易约定总量不超过 75 万吨二氧化碳当量，因此对公司贡献业绩的较小。并且该 CDM 项目的正常运行依赖于巨泰公司 42 万吨/年固体废渣综合利用项目的正常运行，以及温室气体减排量的核查核证能否顺利。因此暂不考虑在内。

表 3：预计 09 年-11 年两个 CDM 项目净利润和每股收益贡献分析

时间	2009 年	2010 年	2011 年
两个项目的净利润 （元）	206,522,769	196,496,519	176,957,423
每股收益（元）	0.37	0.35	0.32

资料来源：公司公告 中投证券研究所

注：股本维持 5.568 亿股不变。项目一 2010-2012 年减半征收所得税，税率为 12.5%，项目二 2011-2013 年减半征收所得税，税率为 12.5%。

公司未来 CDM 项目盈利可持续分析:

据了解公司在 2003 年以后还建设了大量的 F-22 的清洁生产装置,目前还尚未注册,但由于建设期是在 2003 年以后,虽然目前注册难度较大,但是仍不排除获得注册的可能。因为各国都在量化减排任务,发展中国家也将承担必要的重任,中国将会参与强制性减排。今后,低碳经济也将日益深入到我国生产制造的每个环节。

总量来讲中国已经跟美国相当成为世界第一排放大国,从人均方面我们也接近全球平均的水准,说明国内的减排压力非常大。在国际谈判中这些因素使我们处于一个非常被动的局面。现在发达国家尤其是以欧盟为首的国家,向发展中大国施加压力,因此我国参与强制性减排已在所难免。

3、重组日渐明朗,氟化工航母打造指日可待

3.1 多因素将加速推进中化和巨化这 3 年的重组之路

中化与巨化的重组之路已走过三年,但一直未有实质性进展,而目前巨化已经到了非常阶段。2007 年 11 月底中化集团和巨化集团签订《合作意向书》,中化集团将以 51% 的股权绝对控股巨化股份的大股东巨化集团。巨化集团未来更将成为中化集团打造氟化工产业的首选平台。中化集团是通过注资获得巨化集团 51% 的股权,且投入资本金不低于 16 亿元。但事实上,至今双方股权并未完成交割。经济危机下,急等中化 16 亿元巨资提振企业氟化工行业地位的巨化集团已经急不可待,企业急需资金的大力支持和产业升级。

前期传出有第三方来竞购巨化集团的控股权,这对中化集团的动作是个促进。《中国经营报》记者曾披露,久拖不决的巨化嫁中化事件或将生变,而新加入的第三者亦是某中字头央企,其同样看中巨化的氟化工产业前景。中化集团没有动作主要是对一些债务等历史包袱与浙江省国资委没有达成一致,而新涉入的某央企表示愿意和国资委共同承担。

浙江省大力促进巨化的重组事宜,并且坚持与中化集团合作不动摇。就在 2009 年 4 月,省委常委、副省长葛慧君还深入巨化集团所在地的衢州一线,强调当前巨化正处发展上升期,引进战略合作者、推进改制合作是促进产业优化升级、推进产权多元化改革和做强做大主业的重要途径。据 21 世纪经济报道,8 月 26 日前后,一份《省国资委主任传达的葛慧君副省长对巨化的五点要求》在巨化集团内部传达,其中一条就是坚持与中化的战略合作方向不动摇,特别提到了与中化的战略合作。

在政府的强力推动下,以及经济危机压力下,巨化股份的重组之路不会长时间拖延。

3.2 中化坐拥大量氟化工资产，欲打造我国氟化工航母

3.2.1 中化集团简介

中化集团是国务院国资委直接监管的国有重要骨干企业，成立于1950年，前身为中国进口公司，1961年更名为中国化工进出口总公司，2003年全称更名为中国中化集团公司。

中国中化集团公司（简称“中化集团”）集中发展农业、能源、化工、金融和地产五大主业，为国内最大的化肥产供销一体化企业，四大石油国家队之一，最大的农药进出口商。中化集团已18次进入《财富》全球500强，2008年名列第257位。

特别提醒的是中化集团与中国化工集团是两个不同的大型化工集团企业。

表4：中化集团所属的化工和医药上市公司情况一览（巨化股份签订意向）

上市企业	主要业务	08年EPS	备注	股权
中化化肥	分销服务为导向、产业链上下游一体化经营	0.274	中化集团控股	52.53%
中化国际	化工物流、橡胶、农化、冶金能源、化工分销	0.49	中化集团控股	55.76%
江山股份	农药	1.52	中化国际控股	29.19%
英特集团	药品、生物制品销售	0.092	中化蓝天(石建集团)	28.08%
盐湖钾肥	钾肥	1.78	中化化肥参股	18.49%
鲁西化工	尿素	0.21	中化化肥参股	3.8%
巨化股份	氟材料 氨产品 氯碱产品	0.157	意向控股	29.02%

资料来源：中化集团 中投证券研究所 2008年数据

3.2.2 中化集团进军浙江的战略意图分析

中化集团瞄准浙江，瞄准浙江石建集团和巨化集团，主要是看好当地氟化工基础和两大企业的氟化工生产和技术能力，并借此打造国内氟化工生产航母，推动我国氟化工行业的崛起。

从浙江氟化工产业的规模和水平来看，浙江的氟化工产业担当着打破国际垄断的重任。

从规模看，浙江拥有最大的氟化工生产基地——巨化集团，全省氟化工产值

占浙江省化工业生产总值的 17%，占全国氟化工总产值近 50%。目前，浙江氟化工行业年销售收入 500 万元以上企业有 50 家，氟化工产值 80 亿元，约占全国同行的 42%。

从产品生产水平看，浙江拥有氟化工技术研发领先单位——石建集团控股的浙江化工研究院，全省实现了多个系列产品的规模化生产并在国内处于领先地位，部分产品居全国绝对优势，且已形成规模化装置。

3.2.3 中化集团目前拥有的氟化工资产分析

资源上：

中化集团在江西拥有 500 万吨的萤石资源，这是发展氟化工的主要原料。并将继续扩大资源储备规模。通过参与上游资源的整合，公司一方面保障了自身氟化工业务的可持续发展，另一方面在萤石这一国家战略资源的有序开发、有效利用上发挥了积极引导和带动作用。

业务规模和技术水平：

氟化工业务是中化集团近年来通过自主创新实现较快发展的业务，中化集团为国内最大的 HFC-134a 生产商，并开发多个 ODS 替代物品种。中化集团于 2001 年 7 月与西安近代化学研究所合作，控股组建了高科技企业——中化近代环保化工(西安)有限公司，该公司是实施《中国逐步淘汰消耗臭氧层物质国家方案》进程中唯一拥有自主知识产权的 HFC-134a 生产厂家，是中国 HFC-134a 国标起草单位。目前该公司拥有在西安拥有 1 万吨 HFC-134a 生产能力，后来中化集团又在江苏太仓港口开发区建设了年产 2 万吨的 HFC-134a 生产装置，中化集团已经成为世界上第三大 HFC-134a 生产商，每年可为国内外市场提供 3 万吨氟里昂替代产品。并完成了多个 ODS 替代物品种的研发、小试及中试，为进一步丰富产品链做好技术储备。太仓园区与中科院上海有机所成立的氟化工联合实验室已正式启用。

控股国内领先的氟化工技术研究院所——浙江化工研究院（浙江化工科技集团有限公司）。进入 2008 年，中化集团加大了优质项目投资力度。6 月，公司控股浙江石化建材集团有限公司，间接控股浙江省化工研究院。浙江省化工研究院介绍成立于 1950 年，已有 50 多年的历史，是浙江省规模最大的科研开发类院所，目前是国家南方农药创制中心浙江基地、国家消耗臭氧层物质（ODS）替代品工程技术研究中心及浙江省氟化工工程技术研究中心的依托单位，于 1999 年 9 月整体转制成立浙江化工科技集团有限公司。下属 8 个研究所、8 个控股子公司、5 个参股公司。主要从事 CFCs 替代品和 Halon 替代品、含氟新农药创制、氟树脂及其制品、有机硅材料等精细化工和新材料产品。2007 年，浙

江化工科技集团公司主营业务收入 11.5 亿元，总资产 13.6 亿元，出口创汇 7300 万美元。

浙江化工研究院旗下有蓝天环保高科技公司，是生产氟化工产品的主要载体，是浙江化工研究院利润的主要贡献单位。蓝天环保高科技公司成立于 2000 年 11 月 6 日，是由浙江化工科技集团有限公司、国家消防工程技术研究中心等六家社会法人和四位自然人共同发起设立的国有控股股份有限公司。公司专业从事哈龙及其替代品、氯氟烃替代品以及含氟涂料和树脂及氟精细化学品的技术开发和生产经营，是目前国内技术开发实力最强、产品品种最全、生产规模最大的消耗臭氧层物质（ODS）替代品生产企业。

3.2.3 从石建集团被中化控股的历程看巨化重组之路

浙江石建集团，为浙江省属国有独资企业，是 2007 年央企中化集团计划打包收购的两家企业之一，另一家就是巨化集团。07 年 11 月，中化与上述两家企业同时签订了《合作意向书》。2008 年 6 月，中化集团通过对石建集团的增资，成为其控股股东。但一个月后，石建集团原董事长王先龙即被调查。而对巨化集团的增资却被拖延了下来。

2008 年 6 月 12 日，浙江省国资委与中国中化集团公司（简称“中化集团”）签署《浙江省石化建材集团有限公司增资协议》，有关情况如下：

(1) 双方同意石化建材集团在现有注册资本 45,800 万元的基础上，按资本公积金、盈余公积金和未分配利润的顺序转增注册资本 26,200 万元，再增加注册资本 75,000 万元，增资额由中化集团以现金加股权的方式认购。

(2) 完成本次增资后，石化建材集团的注册资本为 147,000 万元。其中，浙江省国资委持有 49% 股权，中化集团持有 51% 股权。

(3) 中化集团以现金 4 亿人民币和中化集团所持有的中国新技术发展贸易有限责任公司 70% 的股权支付该增资额认购对价。

3.2.4 对巨化的重组利好依然有乐观期盼

2007 年 11 月 28 日下午，中化集团与巨化集团签订了《合作意向书》。中化投入的资本金将不低于 16 亿元，持有巨化 51% 的股权。

近期对政府巨化集团的内部整顿引发了资产重组加速的预期。目前巨化集团和中化集团之间的商谈还在进行中。

资产重组后，公司将会有较大利好：

一方面，巨化集团每年在 22 项社会职能上需投入达 3.5 亿，资产负债率

高达 69%。若改制成功，巨化集团便可将负债率降至 54%，将轻装上阵，着力氟化工等主业的发展。

另一方面，巨化股份发展氟化工具备了资源优势，中化集团的 500 万吨萤石资源有望注入。

最重要的是，中化集团的氟化工业务和巨化股份的氟化工业务联手后，将成为世界范围内主要的氟化工生产基地，在部分产品上将获得压倒性优势，做大作强氟化工业务，打造氟化工航母指日可待。

4、公司氯碱产品不具成本优势，仅适当考虑

公司为氟化工业务配套上马了大规模氯碱项目，目前公司拥有电石法 PVC 产能 23 万吨，拥有隔膜法烧碱 13 万吨产能，离子膜法烧碱 39 万吨产能，2009 年烧碱产能达 52 万吨，经过技改，2010 年离子膜烧碱产能有望扩张至 46 万吨，届时，烧碱产能将达到 59 万吨。

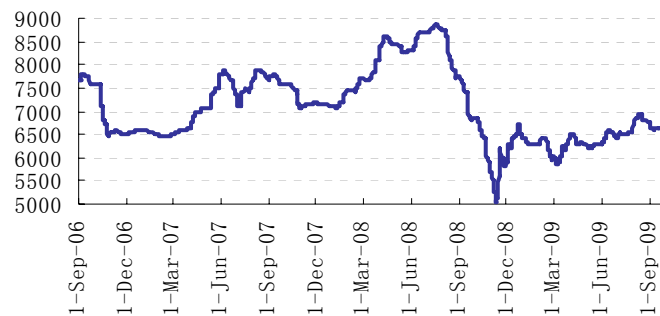
但是公司的氯碱项目并不具备成本优势。伴随着电、煤、运以及电石的价格提升，使得巨化集团步履维艰。巨化股份日常生产每年需耗 80 万吨烟煤，30 万吨无烟煤，30 万吨电石，煤价每吨提升约 200 元，成本就提高 3 亿左右。在运输方面，近两年铁路运输模式改变，场地和卸载能力不足，巨化股份不得不以船运到宁波港口，再以汽车运输。相比之下，光是此项成本，每吨运输成本也将增加 300 元左右。整体来看公司的电石成本相对于西部氯碱企业要高出 500 元/吨以上。这些年一直供电紧张的浙江省，巨化股份作为用电大户自身也在持续地承担着用电压力。今年起，每度电提价 0.035 元，成本就将提升 1000 万元左右。

由目前电石法 PVC 的成本分析，PVC 价格为 6800 时，行业才能实现整体盈利。一般情况下每吨 PVC 消耗电石 1.5 吨，控制好的电石消耗折标 1.4-1.47 吨。电石成本占 PVC 原料成本的 70%左右，成本与电石来源(有热电和网电等因素)和管理水平有关。按照电石价格 3200 元/吨计算，外购电石的企业成本应该在 6800 元左右。然而如果实现一体化电石法进行生产，运用西部便宜煤炭资源自产电石(拥有自身的热电)，则 PVC 平均完全成本可以降到 5800 元左右。

因此我们判断公司今后的氯碱中的 PVC 业务只能作为公司的氟化工业务的配套环节，并不具备长期盈利能力，因此不再考虑 PVC 业务对公司的盈利贡献。

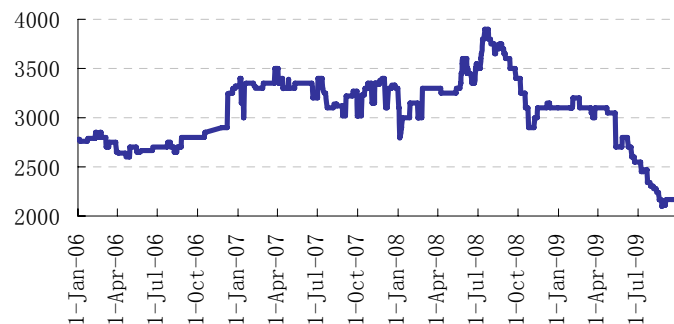
针对烧碱，由于公司地处长三角消费市场地区，销售问题不大，鉴于公司烧碱的规模较大，我们给予适当考虑。但今年烧碱价格持续低迷，只能期盼明后年有一定的反弹空间。

图 3: PVC 产品近三年的价格走势



资料来源：化工在线、中投证券研究所

图 4: 烧碱近三年的价格走势



资料来源：化工在线、中投证券研究所

5、气候变暖、低碳经济又将成主题投资热点

胡锦涛主席出席气候变化峰会并在开幕式上讲话。此次气候变化峰会于 9 月 2 2 日在联合国总部举行，主要是为年底哥本哈根会议凝聚政治共识，注入政治推动力。应联合国秘书长潘基文邀请，胡锦涛主席在开幕式上进行了讲话。

峰会伊始，背景屏幕上美丽蓝色星球、灿烂人类文明和无边的沙漠、融化的冰川形成鲜明对比，画外声音更加真情凝重，震撼人心：**不要空谈，我们现在已没有时间！**

胡锦涛在在峰会上全面阐述了中国在气候变化问题上的看法和主张，呼吁国际社会加强合作，应对气候变化带来的挑战，并介绍了中国所做的努力，宣布中国将采取的进一步措施。

胡锦涛主席表示，中国已明确提出了建设生态文明的重大战略任务，强调要坚持节约资源和保护环境的基本国策，将在加快建设资源节约型、环境友好型社会和建设创新型国家的进程中不断为应对气候变化作出贡献。中国已经制定和实施了《应对气候变化国家方案》，明确提出 2005 年到 2010 年降低单位

国内生产总值能耗和主要污染物排放等有约束力的国家指标。今后，中国将进一步把应对气候变化纳入经济社会发展规划，并继续采取强有力的措施。大力发展绿色经济，积极发展低碳经济和循环经济，研发和推广气候友好技术。

6. 巨化股份持有浙江创投集团 16.5%的股权

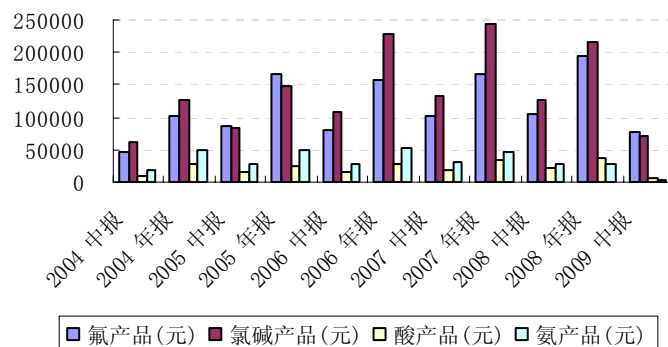
浙江创投已经有两个成功投资案例，在国内创投领域排名在前。浙江省创业投资集团有限公司是经浙江省人民政府批准设立的专业性风险投资机构，公司成立于 2000 年 9 月，注册资金人民币壹亿元，股东单位分别为浙江省发展资产经营有限公司、浙江汇丰控股有限公司、浙江巨化股份有限公司、浙江东南发电股份有限公司、浙江省电力实业总公司。公司投资重点为新材料、新能源、生物医药、信息技术等具有巨大市场增长潜力的高新技术项目。公司成立以来已成功投资多个项目，其中瑞泰科技股份有限公司（股票代码：002066）及西部金属材料股份有限公司（股票代码：002149）已先后在深圳中小板挂牌上市。在国内创投领域中，深圳创新集团、浙江天堂硅谷、浙江创投、珠海清华科技园、紫光创新科技都是绝对的龙头企业。从孵化出中小板公司来看，深圳创业投资集团公司目前输送了五家中小板公司，排名第二的就是巨化股份参股的浙江创业投资公司，目前输送了两家中小板公司，而输出一家的公司则有浙江天堂硅谷与深圳达晨创投等，其他多家创投公司目前还没有孵化出来。

巨化股份持有浙江创投集团 16.5%的股权。公司 08 年又对浙江创投注资，受让浙江省创业投资集团有限公司 1.5%股权，受让后，本公司对浙江省创业投资集团有限公司的累计投资为 1,650 万元，占该公司持股比例的 16.50%。

7、盈利预测

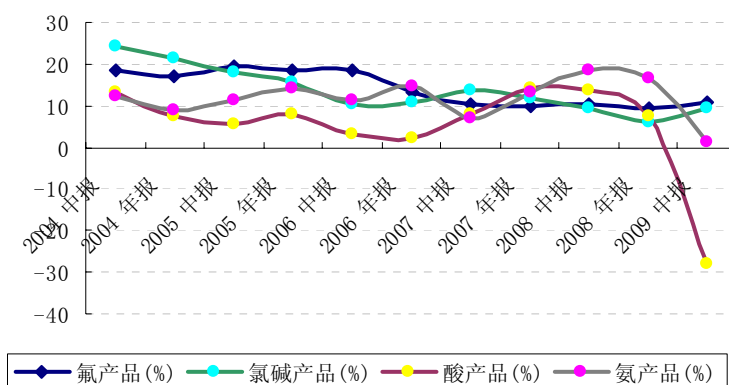
从 2006 年下半年以后目前公司氟化工产品、氯碱产品毛利率急剧下降基本维持在 10%左右，而酸产品和氨产品仅在 08 年有所变现，但很快处于亏损状态，在不考虑今后资产注入的情况下，我们对今后产品盈利情况处谨慎态度。

图 5：公司近 5 年分产品领域销售收入比较（万元）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 6: 公司近 5 年分产品领域毛利率比较



资料来源：氟硅行业协会、中投证券研究所

盈利预测假设:

- 1、 由于第三个 CDM 项目体量较小，并且还有一定不确定因素，因此暂不
该项目的收益情况，假设 09 年-11 年前两个 CDM 项目净利润和每股收
益贡献分析如下:

表 5: 预计 09 年-11 年两个 CDM 项目净利润和每股收益贡献分析

时间	2009 年	2010 年	2011 年
两个项目的净利润 (元)	206,522,769	196,496,519	176,957,423
每股收益 (元)	0.37	0.35	0.32

- 2、 由于氟化工产品近三年的毛利率也仅维持 10%左右，因此我们暂不考
虑近两年的氟化工的产品收益。
- 3、 我们暂不考虑 09 年氯碱业务的盈利。
- 4、 由于公司 PVC 极不具备成本优势，PVC 行业的东部产能将处于被淘汰
趋势，因此我们对今后其盈利能力不太看好，暂不考虑今后盈利贡献。
- 5、 假设公司烧碱10年-11年产销量均达到 45 万吨,10 年均价维持在 2700
元/吨, 11 年均价维持在 3000 元/吨, 每吨净利率均为 5%左右。
- 6、 暂不考虑资产注入的因素，假设股本维持 5.568 亿股不变。

初步盈利预测:

我们预测公司 09 年的 EPS 为 0.34 元，对今后两年进行保守预测，10 年的 EPS 为 0.46 元，11 年的 EPS 为 0.44 元。

未来公司还有高端产品持续增长:

公司还有 5000 吨电子级氟化氢，还有六氟丙烯和偏氯乙烯等高端产

品项目，但是目前产能都不大，随着研究和投资的深入，在经济复苏条件下，有望成为公司新的赢利增长点。

资产注入存在强烈预期：

集团还有聚四氟乙烯产品项目，目前盈利能力较好，有望在恰当时期注入到上市公司。

中化集团的氟化工资产，如 500 万吨萤石资源、3 万吨 134a 产品项目，还有浙江化工究院及其下属的蓝天环保公司等，也有望被整合到巨化股份中来。

给予强烈推荐评级。为寻找向下安全边际，我们在公司规模化生产销售产品的基础上进行较为保守的预测，CDM 项目盈利具有可持续性，公司 09 年-11 年的 EPS 分别为 0.34 元、0.46 元和 0.44 元。但由于未来公司还有高端产品将成为新的盈利增长点，并且有强烈资产注入预期；还有，氟化工依然是朝阳行业，如果巨化股份能被打造成资源-技术-规模都极具优势的氟化工航母，未来成长不可限量。我们给予公司 10 年 20 倍市盈率，因有较好的业绩支撑，且目前 PB 很低，我们认为 6-12 个月股价 9.2 元为其向下安全边际，公司兼有低碳经济、资产重组和创投三重概念，有非常大的上行空间，因此给予强烈推荐评级。

表 6：盈利预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5329	4633	5302	5439
同比(%)	2%	-13%	14%	3%
归属母公司净利润	87	192	254	246
同比(%)	-58%	119%	33%	-3%
毛利率(%)	12.2%	13.0%	13.9%	13.7%
ROE(%)	4.5%	9.2%	11.3%	10.3%
每股收益(元) (摊薄)	0.16	0.34	0.46	0.44
P/E	50.42	23.00	17.35	17.94
P/B	2.26	2.11	1.96	1.85
EV/EBITDA	12	11	9	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1195	2249	3128	3987	营业收入	5329	4633	5302	5439
现金	161	1369	2213	3041	营业成本	4680	4033	4566	4696
应收账款	94	85	91	92	营业税金及附加	21	19	22	22
其它应收款	295	102	129	142	营业费用	71	61	70	72
预付账款	170	139	157	163	管理费用	301	256	295	302
存货	241	333	306	314	财务费用	131	99	100	110
其他	234	221	232	235	资产减值损失	59	0	0	0
非流动资产	3057	2967	2985	2987	公允价值变动收益	-6	5	-3	-6
长期投资	191	95	98	111	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	2341	2433	2462	2442	营业利润	59	169	246	231
无形资产	152	157	165	179	营业外收入	67	74	70	72
其他	372	282	260	254	营业外支出	11	10	11	10
资产总计	4251	5215	6113	6974	利润总额	115	234	306	293
流动负债	1680	1539	1665	1666	所得税	35	42	57	55
短期借款	961	719	824	835	净利润	79	192	249	237
应付账款	121	258	249	232	少数股东损益	-8	-0	-5	-9
其他	598	562	592	599	归属母公司净利润	87	192	254	246
非流动负债	527	1491	2106	2850	EBITDA	501	547	661	690
长期借款	491	1491	2106	2850	EPS (元)	0.16	0.34	0.46	0.44
其他	36	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	2207	3030	3772	4516	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	94	94	89	80	成长能力				
股本	557	557	557	557	营业收入	2.4%	-13.1%	14.4%	2.6%
资本公积	563	563	563	563	营业利润	-64.7%	185.9%	45.2%	-6.2%
留存收益	831	967	1131	1263	归属于母公司净利润	-57.8%	119.2%	32.5%	-3.3%
归属母公司股东权益	1950	2091	2253	2379	获利能力				
负债和股东权益	4251	5215	6113	6974	毛利率	12.2%	13.0%	13.9%	13.7%
现金流量表					净利率	1.6%	4.1%	4.8%	4.5%
单位: 百万元					ROE	4.5%	9.2%	11.3%	10.3%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	3.9%	6.9%	8.8%	8.5%
经营活动现金流	636	809	643	649	偿债能力				
净利润	79	192	249	237	资产负债率	51.9%	58.1%	61.7%	64.7%
折旧摊销	311	279	316	350	净负债比率	77.40%	81.05%	84.32%	87.10%
财务费用	131	99	100	110	流动比率	0.71	1.46	1.88	2.39
投资损失	1	0	0	0	速动比率	0.55	1.24	1.69	2.20
营运资金变动	60	282	-28	-43	营运能力				
其它	54	-43	7	-5	总资产周转率	1.28	0.98	0.94	0.83
投资活动现金流	-463	-194	-333	-351	应收账款周转率	49	39	46	45
资本支出	450	310	310	310	应付账款周转率	27.35	21.28	18.01	19.50
长期投资	-53	-114	2	14	每股指标 (元)				
其他	-66	2	-21	-27	每股收益(最新摊薄)	0.16	0.34	0.46	0.44
筹资活动现金流	-186	593	534	529	每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.45	1.16	1.17
短期借款	168	-241	105	11	每股净资产(最新摊薄)	3.50	3.76	4.05	4.27
长期借款	-154	1000	615	744	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	50.42	23.00	17.35	17.94
资本公积增加	13	0	0	0	P/B	2.26	2.11	1.96	1.85
其他	-213	-166	-186	-225	EV/EBITDA	12	11	9	8
现金净增加额	-7	1208	844	828					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

侯宏森, 中投证券研究所基础化工行业分析师, 北京工商大学硕士, 3 年化工行业经历, 4 年投资咨询从业经验。曾就职于大型化工企业和国内知名咨询研究机构, 曾为某些公司进行上市前的业务拓展规划, 还曾为北京、济宁、阳泉等城市及上海金山、惠州大亚湾等化工园区进行产业发展战略规划。对化工行业有着较深的了解和敏感度, 善于从大战略把握行业发展脉络和未来发展趋势, 从技术发展路线挖掘最新投资热点。

主要研究覆盖公司: 新安股份、蓝星新材、宏达新材、金发科技、红宝丽、巨化股份、沧州明珠、杨农化工、诺普信、沙隆达、华星化工、湖北宜化、华鲁恒升、建峰化工、六国化工、兴化股份、浙江龙盛、青岛金王、威远生化等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商会中心 A 座 19 层
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434