

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: 9.68 元

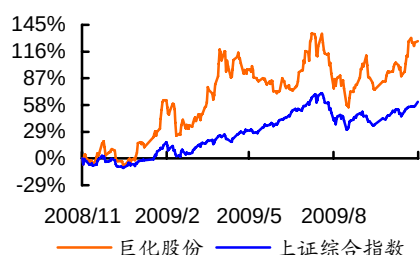
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3275.05
总股本(百万)	557
流通股本(百万)	557
流通市值(亿)	53
EPS (TTM)	0.01
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	17.36	18.08	17.17
上证综合指数	10.03	7.49	23.81



相关报告

《公司研究--巨化股份-集低碳、重组、创投三重概念，且业绩支撑有安全边际》

巨化股份

600160

强烈推荐

将收购集团优良资产，理顺氟化工产业链，静待重组

公司近日公告，拟出资 6867 万元人民币，受让巨化集团公司所持有的巨圣公司 74.5% 的股权，成为其控股股东，该交易已经由巨圣公司董事会审议通过。

投资要点:

- 巨圣公司主要生产四氟乙烯，是巨化集团的优质资产，并具有外资背景，技术力量很强。公司最初是与俄罗斯应用化学科研中心合资创建，现有四氟乙烯单体 (TFE) 10000 吨/年、聚四氟乙烯 (PTFE) 6250 吨/年。是全国第一家引进国外先进技术生产聚四氟乙烯的企业，也是中俄化工合作领域规模最大、水平最高的项目之一，俄罗斯国际化学出口公司在 2003 年介入。
- 巨圣公司已经表现出了很强的盈利能力。公司始建于 96 年，99 年正式投产，但由于四氟乙烯产品作为高端材料，技术难度较大，国内市场也还有待开发等因素，公司一直处于亏损状态，伴随着技术的提高，产品质量的完善和市场的开拓，近两年开始步入盈利快速增长阶段。08 年实现盈利 676.5 万元，而 09 年前三季度就实现净利 1595.1 万元，净资产收益率高达 37.5%。
- 巨化股份收购资产的溢价率不是很高。09 年三季度末公司净资产为 4251 万元，对比收购的评估价值 9217 万元，溢价率仅为 216.8%。
- 该交易有利于完善本公司氟化工产业链，加快氟化工核心优势产业发展步伐，进一步改善本公司氟化工产业的盈利能力，提升核心竞争能力。巨化股份收购后不但优化了自身的产品结构，还将壮大自身研究团队，囊括巨圣众多科研成果。
- 该交易完成后，集团旗下氟化工资产就全部装入了上市公司中，实现了巨化集团内部氟化工资产的整合。另据了解，中化集团内部的氟化工资产也都进行了调整和划转，以便与巨化股份进行顺利的对接和整合。
- 中化集团与巨化集团的重组仍在进行中，虽然日期不可预测，但是方向基本明确。重组后，巨化股份有望成为名副其实的氟化工航母，尤其是将垄断国内高端制冷剂 F134a，这必将在短期内就会带来丰厚利润。
- 低碳经济正在成为主题投资热点，CDM 项目收益不仅具有可持续性，而且还具有很大的市场空间，碳交易价格预期会上扬，且 10 年国内的碳交易市场有望启动。
- 维持强烈推荐评级。公司 CDM 项目四季度有望实现较多确认收益，且进入四季度来，公司制冷剂产品持续热销，价格已上涨 30% 以上，F22 价格已接近 1 万元/吨。假设巨圣明公司明年贡献 2000 万利润，仍不考虑 10 年 PVC 的收益，我们提高公司 10 年和 11 年业绩，近三年 EPS 分别为 0.25 元、0.49 元和 0.52 元。我们提高安全边际至 9.8 元，公司兼有低碳、重组和创投概念，未来潜在收益较多，股价想象空间较大，因此维持强烈推荐评级。

风险提示: 资产收购还需有关部门批准，中化重组还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	5602	5782
同比(%)	2%	-13%	21%	3%
归属母公司净利润(百万元)	87	138	275	287
同比(%)	-58%	58%	99%	4%
毛利率(%)	12.2%	11.5%	14.0%	14.1%
ROE(%)	4.5%	6.8%	12.2%	11.9%
每股收益(元)	0.16	0.25	0.49	0.52
P/E	61.62	38.95	19.60	18.78
P/B	2.76	2.64	2.40	2.24
EV/EBITDA	14	14	10	9

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)
1	500 吨/年 HFC-23	日本	6.5 美元	2,379,000	5,412,225.00 美元	36,961,012
	分解项目					
2	570 吨/年 HFC-23	英国	9 欧元	2,840,049	8,946,154.35 欧元	81,673,022
	分解项目					

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)
1	500 吨/年 HFC-23 分	日本	6.5 美元	5,714,286	80,210,004	14,018,692
	解项目					
2	570 吨/年 HFC-23 分	英国	9 欧元	5,000,000	156,312,765	15,981,308
	解项目					

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;

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%。

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	2203	3148	4038	营业收入	5329	4633	5602	5782
现金	161	1315	2182	3035	营业成本	4680	4098	4819	4965
应收账款	94	85	96	98	营业税金及附加	21	19	23	24
其它应收款	295	102	136	151	营业费用	71	61	74	77
预付账款	170	142	166	172	管理费用	301	256	312	321
存货	241	338	323	332	财务费用	131	99	100	110
其他	234	221	245	250	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	104	271	280
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	5169	6133	7025	利润总额	115	169	331	342
流动负债	1680	1547	1693	1694	所得税	35	30	61	65
短期借款	961	719	824	835	净利润	79	138	269	277
应付账款	121	262	263	246	少数股东损益	-8	-0	-6	-10
其他	598	565	606	614	归属母公司净利润	87	138	275	287
非流动负债	527	1491	2106	2850	EBITDA	501	482	687	739
长期借款	491	1491	2106	2850	EPS (元)	0.16	0.25	0.49	0.52
其他	36	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	2207	3037	3800	4544	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	94	94	88	78	成长能力				
股本	557	557	557	557	营业收入	2.4%	-13.1%	20.9%	3.2%
资本公积	563	563	563	563	营业利润	-64.7%	76.2%	159.6%	3.2%
留存收益	831	913	1124	1287	归属于母公司净利润	-57.8%	58.2%	98.7%	4.4%
归属母公司股东权益	1950	2038	2245	2403	获利能力				
负债和股东权益	4251	5169	6133	7025	毛利率	12.2%	11.5%	14.0%	14.1%
现金流量表					净利率	1.6%	3.0%	4.9%	5.0%
单位: 百万元					ROE	4.5%	6.8%	12.2%	11.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	3.9%	5.3%	9.3%	9.7%
经营活动现金流	636	755	641	684	偿债能力				
净利润	79	138	269	277	资产负债率	51.9%	58.8%	62.0%	64.7%
折旧摊销	311	279	316	350	净负债比率	77.40%	80.86%	83.69%	86.55%
财务费用	131	99	100	110	流动比率	0.71	1.42	1.86	2.38
投资损失	1	0	0	0	速动比率	0.55	1.21	1.67	2.19
营运资金变动	60	281	-54	-49	营运能力				
其它	54	-43	11	-4	总资产周转率	1.28	0.98	0.99	0.88
投资活动现金流	-463	-194	-333	-351	应收账款周转率	49	39	47	45
资本支出	450	310	310	310	应付账款周转率	27.35	21.39	18.36	19.52
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	0.25	0.49	0.52
筹资活动现金流	-186	593	559	520	每股经营现金流(最	1.14	1.36	1.15	1.23
短期借款	168	-241	105	11	每股净资产(最新摊	3.50	3.66	4.03	4.32
长期借款	-154	1000	615	744	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	61.62	38.95	19.60	18.78
资本公积增加	13	0	0	0	P/B	2.76	2.64	2.40	2.24
其他	-213	-166	-161	-234	EV/EBITDA	14	14	10	9
现金净增加额	-7	1154	867	853					

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