

化工新材料 II

巨化股份 (600160. SH) / 10.45 元

发展前景明朗 业绩大幅增长

事 项

2010 年 5 月 26 日，华创证券化工行业研究员到巨化股份进行了调研。

主要观点

1、产业政策或许给予公司更大的发展机遇

随着中国实行保护萤石资源的限制萤石出口政策，国际氟化工产业加速向中国等发展中国家转移。目前中国氟化工产品偏重于资源性产品，向高附加值精细氟化工领域拓展的空间很大。

对于巨化股份的 F22 和 R134a 产品前景不悲观，我们认为对巨化股份带来了更好的发展机遇。

2、2010 年盈利大幅增长，未来两年依然乐观

一年半内，F134a 价格从 28000 元左右涨到目前的 50000 元左右；F22 价格从 8000 元左右涨到 13800 元。我们推测，巨化股份年外销 F22 在 6 万吨以上，外销 F134a 在 2 万吨以上，导致公司的盈利较大幅度提升。

公司 CDM 项目带来 1.5 亿元左右的收入，一直延续到 2012 年；三氯乙烯和 R134a 扩建完成后公司盈利能力进一步提升；华东地区旺盛的烧碱需求给公司带来利润的同时，氯碱平衡为公司的氯气资源提供了保证。

3、盈利预测。

预测巨化股份 2010 年、2011 年 EPS 为 0.76 元和 0.86 元。

研究员：高利

联系人：何多粮

Tel: 010-59370862

Email: heduoliang@hczq.com

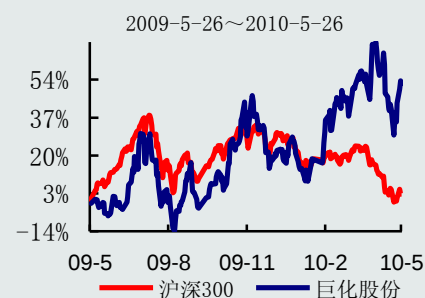
投资评级

投资评级:	不评级
评级变动:	不评级

公司基本数据

总股本(万股)	61248
流通 A 股/B 股(万股)	61248/0
资产负债率(%)	49.79
每股净资产(元)	3.57
市盈率(倍)	69.15
市净率(倍)	2.93
12 个月内最高/最低价	13.42/6.39

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、产业政策或许给予公司更大的发展机遇

萤石资源是氟化工行业目前唯一的、不可替代的非再生氟原料，世界萤石储量的 2/3 以上分布在中国，随着中国实行保护萤石资源的限制萤石出口政策，国际氟化工产业加速向中国等发展中国家转移。目前中国氟化工产品偏重于资源性产品，向高附加值精细氟化工领域拓展的空间很大。

巨化股份生产产品种类较多，产品有四大类 80 余种，出口 30 多个国家和地区。主要外销产品包括制冷剂 F22 和 R134a、含氟精细化工产品、甲烷氯化物（一氯和二氯）、烧碱、PVC、CDM 项目、化肥和副产品盐酸，公司目前主要利润来源是前四类产品以及 CDM 项目。

我们对于制冷剂行业的 F22 和 R134a 并不悲观。从行业来看，F11 和 F12 已经退出了增量市场，三年内 F22 也面临这种现实；R134a 也不是鼓励发展的产品（欧美等发达国家已经开始减少或停止 R134a 用于汽车空调）。但我们认为对巨化股份带来了更好的发展机遇，基于以下三个方面：

1、停止 F22 作为直接产品销售，主要是停止 F22 作为新制冷设备的制冷剂，对于存量的使用 F22 的空调，每年需要补充 F22，一定需要至少保留一家 F22 生产企业供应存量的使用 F22 的空调。巨化股份作为优势企业，是保留生产该产品的首选（F11 和 F12 淘汰时，巨化股份为国内唯一保留生产 F11 和 F12 就是一个很好的例子）。

2、F22 是生产四氟乙烯的原料，公司很可能抓住机遇，扩大四氟乙烯和聚四氟乙烯等高附加值的氟化工生产，在消化 F22 的产能的同时提升公司的盈利能力。

3、在 F22 和 R134a 淘汰过程中，发达国家往往先行停产，导致产品价格上涨，在过渡期给国内生产企业带来一定的机会。

二、2010 年盈利大幅增长，未来两年依然乐观

1 年半内，由于原料三氯乙烯价格上涨，国外部分企业减少 F134a 生产，F134a 价格从 28000 左右涨到目前的 50000 元左右；同时由于国外部分企业关停 F22 生产，加上原料三氯甲烷价格大幅上涨，F22 价格从 8000 元左右涨到 13800 元。我们推测，巨化股份年外销 F22 在 6 万吨以上，外销 F134a 在 2 万吨以上，导致公司的收入较大幅度提升；同时公司具有一体化的优势，充分享受价格上涨带来的丰厚利润（如果按外部采购三氯乙烯和三氯甲烷价格计算，盈利并没有多大提升，但公司的三氯乙烯和三氯甲烷自给，从产业链初始原料开始计算，盈利大幅提升）。

公司 CDM 项目带来 1.5 亿元左右的收入，一直延续到 2012 年；三氯乙烯和 R134a 扩建完成后公司盈利能力进一步提升；华东地区旺盛的烧碱需求给公司带来利润的同时，氯碱平衡为公司的氯气资源提供了保证。

三、盈利预测。

预测巨化股份 2010 年、2011 年 EPS 为 0.76 元和 0.86 元。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1140	1988	2656	3382
现金	355	1174	1749	2441
应收账款	52	65	71	71
其它应收款	50	116	147	115
预付账款	183	205	217	234
存货	155	175	173	178
其他	345	253	299	344
非流动资产	2959	2659	2398	2100
长期投资	165	139	165	156
固定资产	2428	2229	1973	1686
无形资产	138	147	143	135
其他	229	144	118	122
资产总计	4099	4647	5054	5482
流动负债	1328	1418	1446	1402
短期借款	810	855	875	847
应付账款	143	135	128	144
其他	374	428	443	411
非流动负债	713	691	691	745
长期借款	679	651	654	708
其他	34	40	37	37
负债合计	2041	2109	2136	2147
少数股东权益	70	82	95	110
股本	557	612	612	612
资本公积金	563	555	610	673
留存收益	868	1288	1601	1940
归属母公司股东权益	1988	2456	2823	3225
负债和股东权益	4099	4647	5054	5482

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	356	885	887	1009
净利润	92	477	541	632
折旧摊销	307	310	319	323
财务费用	91	103	111	115
投资损失	18	1	7	9
营运资金变动	-174	-21	-85	-37
其它	21	15	-5	-32
投资活动现金流	19	0	-44	-4
资本支出	221	0	0	0
长期投资	-16	-25	26	-9
其他	225	-24	-18	-13
筹资活动现金流	-164	-56	-248	-313
短期借款	-150	44	21	-28
长期借款	188	-27	2	54
普通股增加	0	56	0	0
资本公积增加	1	-8	54	63
其他	-202	-121	-325	-403
现金净增加额	211	829	595	692

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3700	4398	4612	4796
营业成本	3190	3387	3471	3546
营业税金及附加	16	19	19	20
营业费用	64	67	70	76
管理费用	276	269	296	319
财务费用	91	103	111	115
资产减值损失	12	29	33	25
公允价值变动收益	0	0	0	30
投资净收益	-18	-1	-7	-9
营业利润	33	523	604	715
营业外收入	14	47	42	34
营业外支出	8	9	10	10
利润总额	39	561	636	739
所得税	-53	84	95	107
净利润	92	477	541	632
少数股东损益	-0	12	13	15
归属母公司净利润	93	465	528	617
EBITDA	431	935	1034	1153
EPS（元）	0.17	0.76	0.86	1.01

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-30.6%	18.9%	4.9%	4.0%
营业利润	-44.1%	1477.7%	15.6%	18.3%
归属母公司净利润	5.8%	402.6%	13.4%	16.9%
获利能力				
毛利率	13.8%	23.0%	24.7%	26.1%
净利率	2.5%	10.6%	11.4%	12.9%
ROE	4.7%	18.9%	18.7%	19.1%
ROIC	9.1%	27.9%	38.3%	58.2%
偿债能力				
资产负债率	49.8%	45.4%	42.3%	39.2%
净负债比率	82.77%	82.16%	82.24%	82.61%
流动比率	0.86	1.40	1.84	2.41
速动比率	0.74	1.27	1.70	2.28
营运能力				
总资产周转率	0.89	1.01	0.95	0.91
应收账款周转率	51	71	64	65
应付账款周转率	24.12	24.36	26.41	26.10
每股指标(元)				
每股收益	0.15	0.76	0.86	1.01
每股经营现金	0.58	1.44	1.45	1.65
每股净资产	3.25	4.01	4.61	5.27
估值比率				
P/E	62.86	13.76	12.13	10.37
P/B	2.93	2.61	2.27	1.98
EV/EBITDA	18	8	7	7

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801