

氟化工行业龙头，碳交易收益稳定

——巨化股份（600160）调研简报

要点：

- 巨化股份的控股股东巨化集团是浙江省国资委下属的国有独资公司。公司的主营业务包括氟化工和氯化工两大部分。公司的核心业务在氟化工，氯碱部分由于国内产能过剩等多种原因，盈利能力较差，目前采取以氯定产措施，基本上 PVC 处于停产状态。
- 公司拥有 R22 产能 10 万吨，R134a 产能 1.8 万吨（计划扩产到 2.8 万吨）。由于 R22 对臭氧层有破坏作用，同时温室气体潜能值高达 1700，是被蒙特利尔议定书强制淘汰的产品。R134a 虽然不破坏臭氧层，但是温室气体潜能值也高达 1300，同样受限。
- 今年以来，R22 和 R134a 的价格都大幅上涨。原因一是在国内家电下乡等政策的拉动下，空调、冰箱、汽车等使用制冷剂的产品产量迅速增加，带动了制冷剂的需求。二是欧美淘汰相关生产装置，一方面减少了供给，另一方面配套的氯碱等装置的关闭，减少了原料三氯乙烯和甲烷氯化物等的供给，原材料成本开始上涨。
- 但是在这样一个特殊的历史时期，我国仍处于强制淘汰的前夜，仍未开始正式禁止生产销售，而处于拉动经济的考虑 R22 的下游又受到了国家政策的鼓励和拉动，所以 R22 产业反而迎来了一个“夕阳黄金期”。
- 公司有三个碳交易 CDM 项目，为公司带来稳定的收益，跟据我们的测算，CDM 项目今明两年可为公司实现收益 0.30 元和 0.27 元。
- 根据我们的预测，巨化的主营业务收入今明两年分别达到 0.31 元和 0.43 元，加上 CDM 的收入总的 EPS 为 0.61 元和 0.70 元，给予 2010 年 20-25 倍 PE，合理股价区间在 12.2 元至 15.3 元。给予推荐投资评级。

分析师

王 刚

☎ (86-10) 88366060—8867

✉ wanggang@cgws.com

执业证书编号：S1070210020006

凌学良

☎ (86-10) 88366060—8886

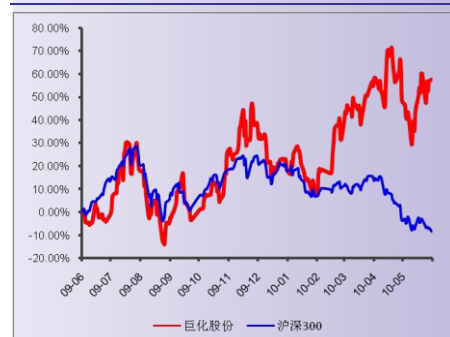
✉ lxl@cgws.com

投资评级：推荐

盈利预测

万元	10E	11E	12E
营业收入	414728	439948	453948
营业成本	321742	342210	351310
营业利润	44519	54276	57720
利润总额	44519	54276	57720
所得税	7270	11188	12049
净利润	37249	43088	45671
EPS	0.61	0.70	0.75

近日走势



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

巨化股份的基本情况

巨化股份的控股股东巨化集团是浙江省国资委下属的国有独资公司。公司的主营业务包括氟化工和氯化工两大部分。

公司的核心业务在氟化工，氯碱部分由于国内产能过剩等多种原因，盈利能力较差，目前采取以氯定产措施，基本上 PVC 处于停产状态。公司的核心产品包括烧碱 46 万吨，R22 制冷剂 10 万吨（外销 5 万吨），R134a 制冷剂 1.8 万吨（今年将扩产到 2.8 万吨，相应的原料 TCE 从 2.5 万吨扩产到 5 万吨）。

公司还有数种其它产品，包括电子级氢氟酸 6000 吨，PTFE6000 吨，己及 F46、R227、R125 等多种制冷剂。

国内粘胶短纤产能分布



资料来源：公司公告、长城研究所

制冷剂的过去、现在和未来

R22 和 R134a 都是广泛使用的制冷剂，主要用于空调领域，（R134a 主要用于汽车空调），国内冰箱已经广泛使用 R600，国外的空调则普遍采用 R410 和 R407c。

由于 R22 对臭氧层有破坏作用，同时温室气体潜能值高达 1700，是被蒙特利尔议定书强制淘汰的产品。R134a 虽然不破坏臭氧层，但是温室气体潜能值也高达 1300，同样受限。

根据协定，发达国家已经在 2010 年 1 月 1 日全面停止了 R22 的生产和使用。发展中国家以 2009 和 2010 年平均生产量和消费量为基准，在 2013 年冻结 R22 的生产和销



售量，2030 年全部停止 R22 的生产和消费，2030 至 2040 年允许有年平均 2.5%的 R22 供维修使用。

协议的淘汰进程是，2013 年开始不超过基准量 100%，2015 年开始不超过 90%，2020 年开始不超过 65%，2025 年开始不超过 32.5%，2030 年开始不超过 0%。

欧洲在淘汰 R134a 方面走在前列。2004 年欧盟通过的法规要求，2011 年 1 月 1 日起，禁止新生产的汽车使用 GWP 值高于 150 的制冷剂，在 2011 年至 2017 年六年间，按比例淘汰 GWP 大于 150 的制冷剂，2017 年 1 月 1 日起，禁止所有汽车空调使用 GWP 大于 150 的制冷剂。

2009 年 5 月曾有消息称，德国汽车业协会已经停止了所有有关新制冷剂的研发，准备抵制欧盟的禁令。

R22 目前国内产能约 40 万吨，需求量约 30 万吨，其中 20 万吨用作制冷剂，10 万吨用作化工原料。

今年以来，R22 和 R134a 的价格都大幅上涨。原因一是在国内家电下乡等政策的拉动下，空调、冰箱、汽车等使用制冷剂的产品产量迅速增加，带动了制冷剂的需求。二是欧美淘汰相关生产装置，一方面减少了供给，另一方面配套的氯碱等装置的关闭，减少了原料三氯乙烯和甲烷氯化物等的供给，原材料成本开始上涨。

R22 和 R134a 09 年时低点价格分别在 7000 元和 3 万元，而目前最高达到了 16000 和 56000 元。

对于这两种制冷剂的未来，如果说 R134a 淘汰不淘汰还有点争议外，R22 作为破坏臭氧层的物质，是没有任何争议的。长期来看，这两种物质由于其温室气体潜能，也不得不退出历史舞台。R22 的淘汰要比 R134a 更加迫切。

但是在这样一个特殊的历史时期，我国仍处于强制淘汰的前夜，仍未开始正式禁止生产销售，而处于拉动经济的考虑 R22 的下游又受到了国家政策的鼓励和拉动，所以 R22 产业反而迎来了一个“夕阳黄金期”。

未来 3-5 年，乐观情况下国内将不会再新增 R22 产能（需要发改委审批），而在淘汰过程中，规模较大、有配套原料的大企业必将受益。所以短期内，可看好巨化的产业，长期来看，巨化也必须寻找发展方向。



碳交易，带来稳定收益

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 允许附件 1 缔约方与非附件 1 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附件 1 缔约方作为履行他们所承诺的限排或减排量。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。但是，CDM 只能作为全球减排和技术转让的手段之一。实现真正意义上的减排和技术转让还需要发达国家做出更多的努力。

巨化股份有三个 CDM 项目：

项目一：经《国家发展改革委关于同意浙江巨化股份有限公司每年 500 吨 HFC-23 分解项目作为清洁发展机制项目的批复》（发改地区[2005]2613 号），巨化与日本 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。2009 年度累计转让 5,679,519 吨二氧化碳当量，确认营业收入人民币 88,239,618.34 元。

项目二：经《关于同意浙江巨化股份有限公司第二个 HFC-23 分解项目作为清洁发展机制项目的批复》（发改地区[2006]1951 号），巨化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。2009 年度累计转让 3,632,600 吨二氧化碳当量，确认营业收入人民币 107,225,063.90 元。

项目三：经《国家发展改革委关于浙江巨泰电石渣生产水泥熟料项目作为清洁发展机制项目的批复》（发改地区[2008]246 号），2008 年 6 月 16 日，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，已经在联合国 CDM 项目注册。目前工程已经完工，但尚未正式投产。

三个项目中，前两个项目可为公司带来稳定的收入，第三个项目规模较小，且为投产，目前可暂时不考虑。

对于 CDM 的收入，目前的政策是国家留 65%，企业留 35%。税收方面，确认收入年



度起前三年免税，接下来三年减半征税。项目一 2010 到 2012 年减半，项目二 2011 到 2013 年减半。

我们预计，今明两年 CDM 项目可为公司带来每股收益 0.30 元和 0.27 元。

中化重组，路途遥远，目标仍在

2007 年底，中化集团和巨化集团曾签订合作意向书，中化集团以 51% 的股权控股巨化集团。但是此时向已经过了三年，仍未有实质性进展。

中化集团具有多种氟化工资产，包括在江西的 500 万吨萤石资源，3 万吨 R134a 产能，以及浙江化工研究院。浙江化工研究院的母公司浙江石化建设集团是与巨化集团同时和中化集团签订了合作议定书，但中化对石建的控股已经于 2008 年 6 月完成。浙江化工研究院在氟化工领域有着科研优势，是国家消耗臭氧物质 ODS 替代品工程技术研究中心和浙江省氟化工工程技术研究中心的依托单位，其旗下的蓝天环保高科技公司是其生产氟化工产品的主要单位。

如果整合能够成功，那么中化将成为国内氟化工领域的巨型航母，日后以为巨化股份为平台进一步内部整合氟化工资产也是可以预见的。

浙江省等各方面均表示仍有诚意继续推动中化控股巨化，我们也可以继续关注。

业绩预测

根据我们的预测，巨化的主营业务收入今明两年分别达到 0.31 元和 0.43 元，加上 CDM 的收入总的 EPS 为 0.61 元和 0.70 元，给予 2010 年 20-25 倍 PE，合理股价区间在 12.2 元至 15.3 元。给予推荐投资评级。

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	369961	414728	439948	453948
营业成本	319026	321742	342210	351310
销售费用	6385	7854	8358	8638
管理费用	27562	31414	33432	34552
营业利润	3312	44519	54276	57720
利润总额	3930	44519	54276	57720
所得税	-5316	7270	11188	12049
净利润	9256	37249	43088	45671
EPS	0.166	0.608	0.704	0.746

三张表预测，不包含 CDM

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	369961	392680	417900	431900	成长性				
营业成本	319026	318742	339210	348310	营业收入增长	-30.6%	6.1%	6.4%	3.4%
销售费用	6385	7854	8358	8638	营业成本增长	-31.8%	-0.1%	6.4%	2.7%
管理费用	27562	31414	33432	34552	营业利润增长	-44.1%	669.0%	38.3%	9.8%
财务费用	9075	7628	0	0	利润总额增长	-65.7%	548.2%	38.3%	9.8%
投资净收益	-1805	0	0	0	净利润增长	5.8%	106.4%	38.3%	9.8%
营业利润	3312	25471	35228	38672	盈利能力				
营业外收支	617	0	0	0	毛利率	13.8%	18.8%	18.8%	19.4%
利润总额	3930	25471	35228	38672	销售净利率	2.5%	4.9%	6.3%	6.7%
所得税	-5316	6368	8807	9668	ROE	4.5%	8.5%	10.5%	10.3%
少数股东损益	-10	0	0	0	ROIC	10.3%	7.0%	7.4%	8.1%
净利润	9256	19103	26421	29004	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%
流动资产	113993	136196	169119	203058	管理费用/营业收入	7.4%	8.0%	8.0%	8.0%
货币资金	35460	50086	77479	108597	财务费用/营业收入	2.5%	1.9%	0.0%	0.0%
应收帐款	5192	7854	8358	8638	投资收益/营业利润	-54.5%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	33768	39268	41790	43190	所得税/利润总额	-135.3%	25.0%	25.0%	25.0%
存货	15480	15937	16961	17416	应收帐款周转率	56.72	48.44	49.18	49.02
非流动资产	295903	293034	289871	286448	存货周转率	20.31	19.38	19.74	19.61
固定资产	262251	260387	258228	255811	流动资产周转率	2.96	2.57	2.25	1.95
资产总计	409896	429230	458990	489506	总资产周转率	0.88	0.88	0.88	0.85
流动负债	132807	133037	136376	137888	偿债能力				
短期借款	81049	81049	81049	81049	资产负债率	49.8%	47.6%	45.2%	42.7%
应付款项	21182	21164	22523	23127	流动比率	0.86	1.02	1.24	1.47
非流动负债	71296	71296	71296	71296	速动比率	0.74	0.90	1.12	1.35
长期借款	67850	67850	67850	67850	每股指标（元）				
负债合计	204103	204333	207672	209184	EPS	0.166	0.312	0.431	0.474
股东权益	205793	224897	251318	280322	每股净资产	3.70	3.67	4.10	4.58
股本	55680	61248	61248	61248	每股经营现金流	0.64	0.53	0.77	0.85
留存收益	143096	156631	183053	212057	每股经营现金/EPS	3.8	1.7	1.8	1.8
少数股东权益	7017	7017	7017	7017	估值				
负债和权益总计	409896	429230	458990	489506	PE	65.1	34.7	25.1	22.8
现金流量表（万元）					PEG	0.61	0.91	2.57	-
经营活动现金流	35571	32401	47027	52013	PB	2.9	2.9	2.6	2.4
其中营运资本减少	3598	-8070	-2192	-1309	EV/EBITDA	16.38	14.96	14.05	12.94
投资活动现金流	1905	-17774	-19634	-20895	EV/SALES	2.04	2.08	1.95	1.89
其中资本支出	-22140	-18498	-19634	-20895	EV/IC	2.16	2.28	2.26	2.27
融资活动现金流	-16395	0	0	0	ROIC/WACC	1.12	0.76	0.80	0.88
净现金总变化	21131	14626	27393	31118	REP	1.92	2.99	2.83	2.59

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

王 刚: 2000 年至 2007 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2007 年加入长城证券，石油化工与基础化工行业研究员。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

凌学良: 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系，获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券
免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。