

氟化工



郑方铤 张弛

证书号: S0190207120108

021-38565927

zhengfb@xyzq.com.cn

巨化股份 (600160)

氟化工龙头受益制冷剂景气回升

推荐

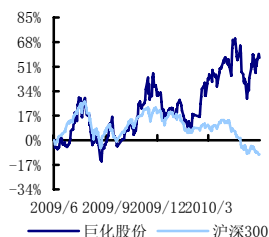
市场数据

报告日期	2010-6-10
收盘价(元)	11.24
52周最高/最低(元)	13.09/6.57
总股本(百万股)	612.48
流通股本(百万股)	612.48
总市值(百万元)	6884.28
流通市值(百万元)	6884.28
净资产(百万元)	2084.33
总资产(百万元)	4674.05

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3700	4750	5145	5416
同比增长(%)	-30.6%	28.4%	8.3%	5.3%
净利润(百万元)	93	302	331	363
同比增长(%)	5.8%	226.4%	9.6%	9.6%
毛利率(%)	13.8%	18.0%	17.2%	16.8%
净利率(%)	2.5%	6.4%	6.4%	6.7%
净资产收益率(%)	4.7%	13.5%	12.9%	12.3%
每股收益(元)	0.17	0.54	0.59	0.65
每股经营现金流(元)	0.64	1.06	1.25	1.36

股价走势



相关报告

投资要点

我们近期赴衢州对巨化股份进行了调研,与公司管理层进行沟通交流,了解公司的业务情况和发展战略,主要内容和结论如下:

- **公司是国内氟化工行业领先企业:** 巨化股份是国内氟化工行业领先企业,拥有较为完整的氟化工产业链,主要产品为氟系列产品、氯碱系列产品、酸系列产品。09 年营业收入 37 亿元,净利润 0.93 亿元。
- **下游家电、汽车带动制冷剂产品需求迅速攀升:** 2009 年下半年以来,伴随经济复苏和国家政策扶持,冰箱、空调和汽车产品销量快速增长,拉动制冷剂产品需求相应增长,目前主要产品 R22、R134a 价格达到 13400 元/吨和 49000 元/吨,均处于近年较高水平。随着 6 月 1 日起国家扩大家电以旧换新试点范围,制冷剂产品需求旺盛的局面还将延续。
- **公司独享成本优势带来的行业机遇:** 制冷剂 R22、R134a 所需原料甲烷氯化物和三氯乙烯长期部分依赖进口,随着国外逐步淘汰传统制冷剂并关停配套氯碱装置,甲烷氯化物供应趋紧,虽然近期虽有所缓和,但价格仍处于高位。大部分制冷剂小企业由于原料成本较高,难以释放产能,巨化股份由于具备完整产业链,将充分享受下游景气带来的行业机遇。
- **给予“推荐”评级:** 氟化工业务是公司的主要利润来源,由于制冷剂需求明显复苏,价格中枢提升,我们预计公司 10 年-12 年 EPS 分别为 0.54 元、0.59 元和 0.65 元,给予“推荐”评级,并关注制冷剂市场未来走势和公司内部管理的提升。
- **风险提示:** 下游需求回落风险和制冷剂产品升级替代风险

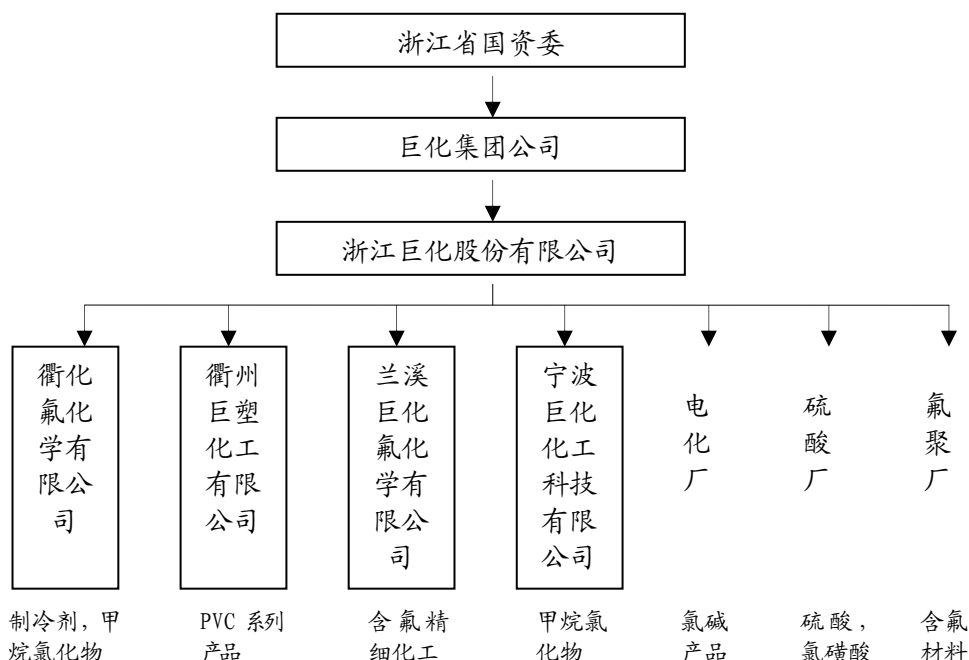
目 录

1 公司简介	- 3 -
2 公司主营业务概况	- 3 -
3 氟化工	- 5 -
3.1 制冷剂产品简介	- 5 -
3.2 R22 产品：一体化企业充分受益于行业景气	- 7 -
3.2.1 R22 历史产能过剩，CDM 收益分化市场格局	- 7 -
3.2.2 家电热销带动 R22 需求大幅显著增长	- 8 -
3.2.3 原料价格上涨限制产能释放，R22 价格有望保持高位	- 9 -
3.3 R134a: 巨化股份一枝独秀	- 10 -
3.4 含氟材料前景广阔，关注公司进展	- 11 -
4 氯碱化工	- 11 -
5 酸业务	- 12 -
6 精细化工	- 12 -
7 盈利预测	- 13 -
7.1 盈利预测假设	- 13 -
7.2 盈利预测结果	- 13 -
8 估值与建议	- 14 -
9 风险因素	- 14 -
9.1 下游需求回落风险	- 14 -
9.2 制冷剂产品升级替代风险	- 14 -
 图 1 公司股权结构及分支机构	- 3 -
图 2 公司分产品营业收入（百万元）	- 3 -
图 3 公司分产品毛利（百万元）	- 3 -
图 4 巨化股份产业链	- 4 -
图 5 制冷剂产品分类	- 5 -
图 6 R22 主要用途	- 7 -
图 7 冰箱空调产品销量	- 9 -
图 8 氯仿和 R22 价格走势	- 9 -
图 9 R22 生产企业盈利状况	- 10 -
图 10 国内汽车销量	- 10 -
图 11 三氯乙烯和 R134a 价格走势	- 11 -
图 12 烧碱及 PVC 价格走势	- 12 -
图 13 硫酸价格走势	- 12 -
 表 1 《蒙特利尔议定书》规定国际社会淘汰 R22 时间表	- 6 -
表 2 国际制冷空调行业替代 ODS 产品技术路线	- 6 -
表 3 中国清洁发展机制 HFC-23 分解项目情况	- 7 -
表 4 巨化股份 CDM 项目盈利情况	- 8 -
表 5 公司盈利预测	- 13 -
表 6 公司盈利预测结果	- 13 -
附表	- 15 -

1 公司简介

浙江巨化股份有限公司（以下简称巨化股份）是国内氟化工行业领先企业，拥有较为完整的氟化工产业链，同时还拥有氯碱，酸和精细化工业务。主要产品有制冷剂、精细氟化工产品、烧碱、PVC、硫酸等。

图 1 公司股权结构及分支机构



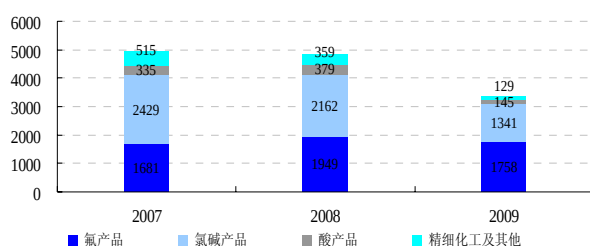
资料来源：兴业证券研发中心

*注：除以上业务外，公司于 2009 年 12 月 1 日通过临时股东大会决议，拟收购巨化集团控股子公司巨圣氟化学有限公司（主营含氟材料），交易尚待浙江省国资委等部门批准。

公司是国内拥有完整产业链的氟化工领先企业：巨化股份以氟化工业务为核心，氯碱化工与煤化工业务与之配套，具有一定协同优势，是代表国内氟化工先进水平的生产基地。公司 09 年收入 37 亿元，同比下降 30.6%，净利润 0.93 亿元，同比下降 65.7%。公司 09 年经营状况欠佳主要受金融危机影响，氟化工市场需求萎靡。进入 2010 年后，随着制冷剂需求的复苏，公司氟化工业务盈利得到大幅改善。

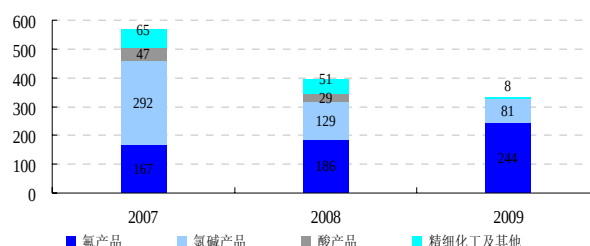
2 公司主营业务概况

图 2 公司分产品营业收入（百万元）



资料来源：兴业证券研发中心

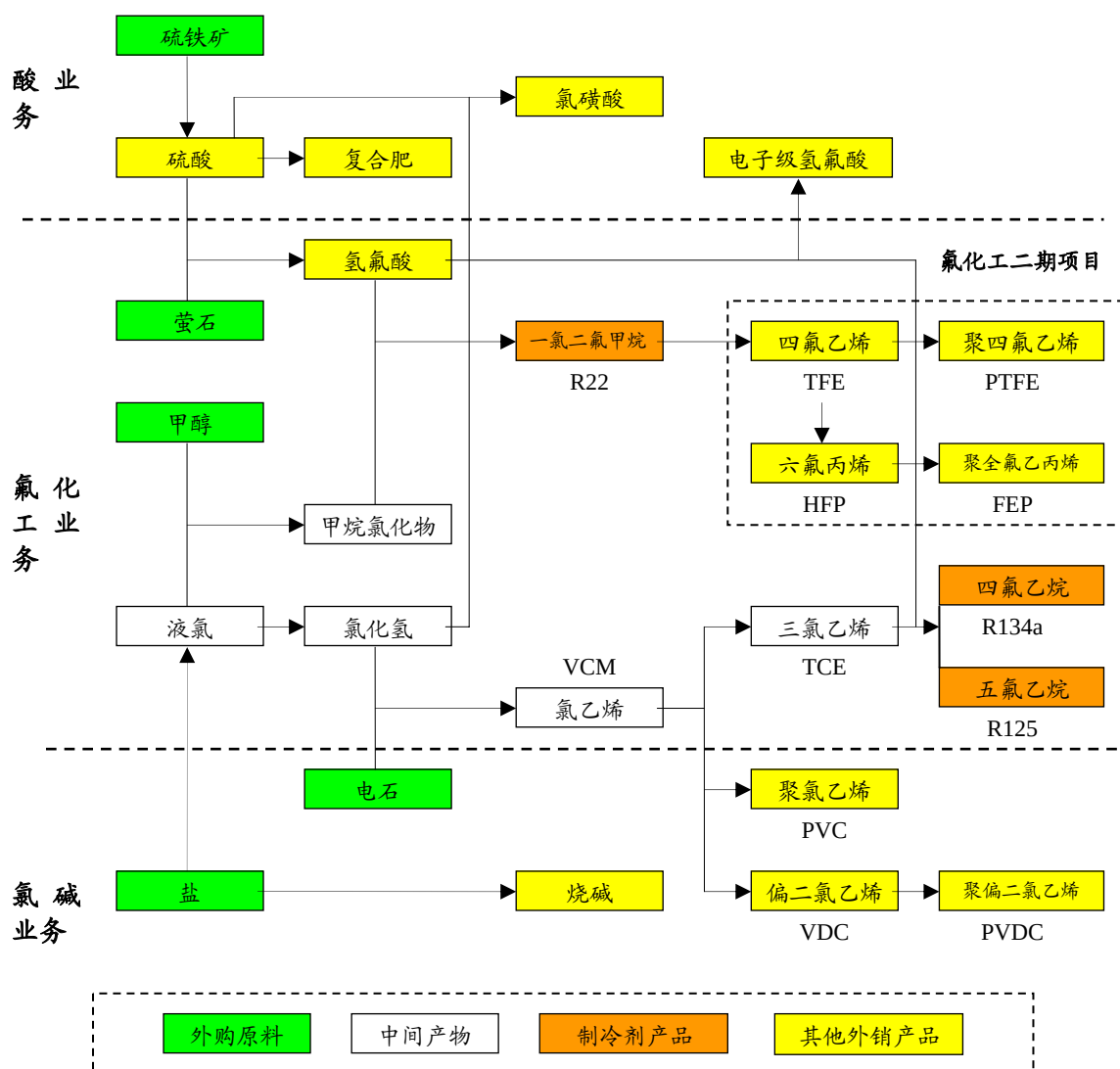
图 3 公司分产品毛利（百万元）



资料来源：兴业证券研发中心

氟化工业务逐渐成为公司的核心业务：巨化股份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。公司氟化工及其它主导产品在规模、技术上处于行业领先水平，同时公司地处萤石资源丰富的浙江地区，煤化工、氯碱化工与氟化工配套，发展氟化工所需 AHF、氯仿、TCE、F22、TFE、HFP 等原料可管道输送且基本自给。在当前氯碱、复合肥等行业产能过剩的情况下，公司逐渐确立以氟化工为核心的发展战略，氟化工占主营收入的比例由 2007 年的 34% 上升至 52%，贡献毛利由 2007 年的 29% 上升至 73%，成为公司主要利润来源。

图 4 巨化股份产业链



资料来源：兴业证券研发中心

3 氟化工

巨化股份的氟化工业务主要包括含氟制冷剂和氟材料两大类。含氟制冷剂产品主要有 R22、R134a，约占氟化工营业收入 2/3，氟材料产品约占 1/3。

3.1 制冷剂产品简介

图 5 制冷剂产品分类

制冷剂类别	产品名称及代码	产品特性及用途	环保性能	发展趋势	
ODS产品 氯氟烃（CFC）： 全球范围淘汰					
传统制冷剂	三氯一氟甲烷 CFC-11（R11） 二氯二氟甲烷 CFC-12（R12）	用途：中、小型食品库、家用电冰箱以及水、路冷藏运输等制冷装置中被广泛采用 优点：热力学性能较好 缺点：对臭氧层破坏严重	ODP: 0.82 臭氧层破坏效应严重 GWP: 10600 温室效应较高	非环保制冷剂	
	一氯三氟甲烷 CFC-13（R13）				
	四氯二氟乙烷 CFC-112（R112）				
	三氯三氟乙烷 CFC-113（R113）				
	二氯四氟乙烷 CFC-114（R114）				
	一氯五氟乙烷 CFC-115（R115）				
	ODS替代物 含氢氯氟烃（HCFC）： 国内主流，发达国家基本淘汰				
	二氯一氟甲烷 HCFC-21（R21） 一氯二氟甲烷 HCFC-22（R22）	用途：家用空调和低温冰箱中广泛采用 优点：制冷性能较好 缺点：消耗耗臭氧层	ODP: 0.05 存在臭氧层破坏效应 GWP: 1810 温室效应较低	减少臭氧破坏	
	二氯三氟乙烷 HCFC-123（R123）				
	一氯四氟乙烷 HCFC-124（R124）				
	二氯一氟乙烷 HCFC-141b（R141b）				
	一氯三氟乙烷 HCFC-133（R133）				
	一氯二氟乙烷 HCFC-142b（R142b）				
	氢氟烃(HFC)： 国内逐步推广，发达国家开始淘汰				
第一代环保制冷剂	三氟甲烷 HFC-23（R23） 五氟乙烷 HFC-125（R125）	用途：替代 R11、R12， 缺点：制冷能效低，需改造相应设备	ODP: 0 无臭氧层破坏 GWP: 4470 温室效应较高	无臭氧层破坏	
	二氟乙烷 HFC-152a（R152a）				
	四氟乙烷 HFC-13（R134a）				
	多元混合物： 发达国家广泛应用，国内开始起步				
第二代环保制冷剂	R407C （R32/R125/R134 三元非共沸物） R410A （R32/R125 二元近共沸物）	用途：替代 R22 用于各种空调系统和非离心式制冷系统。 优点：制冷效率较 R22 高	ODP: 0 无臭氧层破坏 GWP: 1730 温室效应较低	无臭氧破坏 低温效应安全无毒	
	多元混合物： 发达国家广泛应用，国内开始起步				
第三代环保制冷剂	R417A （R125/R134a/R600 三元非共沸物）	用途：中央空调制冷剂 空气源热泵热水器 优点：节能高效，无需更换润滑油	ODP: 0 无臭氧层破坏 GWP: 1300 温室效应较低		
	公司现有产品				

资料来源：兴业证券研发中心

兴业证券研发中心网址：www.xyzq.com.cn

制冷剂是制冷装置中的工作介质，又称制冷工质。制冷剂的发展主要分为三个阶段：第一阶段，从1830年到1930年，主要采用NH₃、CO₂、H₂O等作为制冷剂，大部分效率低，毒性高；第二阶段，从1930年到1990年，主要采用氯氟烃CFCs和含氢氯氟烃HCFCs制冷剂，使用了约60年。第三阶段，从1990年至今，主要以氢氟烃HFCs为主。

表1 《蒙特利尔议定书》规定国际社会淘汰R22时间表

时间	步骤	
	发达国家	发展中国家
2010	削减75%	基准年
2013		冻结在2009、2010平均水平
2015	削减90%	削减10%
2020	削减99.5%，0.5%供维修	削减35%
2025		削减67.5%
2030	完全淘汰	削减97.5%，2.5%供维修
2040		完全淘汰

资料来源：《蒙特利尔议定书》，兴业证券研究中心

发达国家加速升级制冷剂产品：氯氟烃CFCs由于对臭氧层造成严重破坏，是典型的ODS产品。根据国际社会签署的《蒙特利尔议定书》（以下简称《蒙约》），氯氟烃于1996年被禁止生产。含氢氯氟烃HCFCs具有良好的制冷功效，同时对臭氧层的破坏较小，在过去的30年中被广泛使用，其中一氯二氟甲烷（R22）用量最大，约占氢氯氟烃HCFCs类产品产量的70%。但是近年来发现R22是温室效应气体，对其大量使用加剧了全球变暖的进程，《蒙约》因此对其设定了明确的禁用日程表（表1），目前发达国家基本淘汰了R22产品。

表2 国际制冷空调行业替代ODS产品技术路线

应用领域	替代方案
低压领域	用HCFC123替代CFC11
中压领域	用HFC134a替代R12
高压领域	用HFCs混合物替代R22

资料来源：兴业证券研究中心

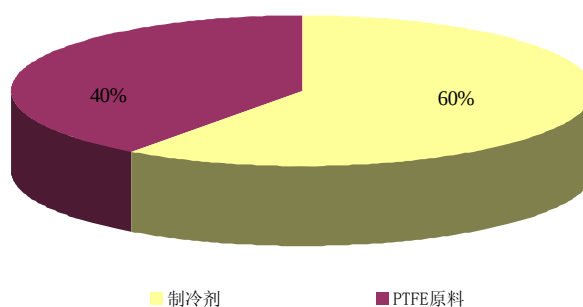
中国制冷剂产品换代进程相对缓慢：1995年后中国在多边基金援助下开始CFCs替代淘汰，但获得援助资金的企业较少，替代进程较为缓慢。大部分企业采用了R22替代R12的路线，仅有少部分企业用R134a进一步替代R22。而R407、R410等新一代环保制冷剂的专利技术仍然控制在杜邦、霍尼韦尔等国际企业手中，价格较高。目前R22占国内制冷剂市场85%，由于《蒙约》给发展中国家保留了较长的缓冲期，大部分中小企业缺乏进行进一步替代的压力。**预期在未来较长一段时间内，R22仍将是国内制冷剂市场主流产品。**与此同时，巨化股份等国内主要氟化工企业积极研发下一代制冷剂产品，并有相应技术储备，后R22时代中国可能走上自主创新的道路。

3.2 R22 产品：一体化企业充分受益于行业景气

3.2.1 R22 历史产能过剩，CDM 收益分化市场格局

2010 年来 R22 市场迅速升温：R22 产品主要用作冰箱、空调制冷剂，同时也可作为聚四氟乙烯等氟精细化工产品原料。进入 2010 年后，随着下游空调、冰箱的产销两旺，R22 需求迅速增长，目前价格达到 13400 元/吨，处于近年来的高位。

图 6 R22 主要用途



资料来源：兴业证券研发中心

前期产能过剩，R22 行业一度低迷：经历 2005 年的景气后，国内 R22 行业开始持续扩张，产能由 2005 年的 26 万吨迅速发展到 2009 年的 66 万吨，行业逐渐呈现供过于求的局面。2008 年年底及 2009 年年初，受全球经济下滑的影响，R22 的市场需求萎缩，2009 年国内实际产量约为 30 万吨。由于产品价格低迷，除巨化、东岳等主要企业以外，成本缺乏竞争力的小企业大部分处于半停产状态。

CDM 收益分化 R22 市场格局：氟化工企业在生产 R22 的同时会产生温室效应较强的副产物 R23，企业实施 CDM 项目*将 HCFC-23 收集后，进行高温分解可大大降低温室气体的排放，并将相应减排量有偿转让给发达国家，目前国内共有 10 个氟化工企业获批 CDM 项目。在 R22 价格低迷时期，CDM 收入如同稳定的补贴，使受益企业得以维持生产，而其他企业则难以为继，从另一角度看，CDM 收益也在一定程度上压制了 R22 的价格水平。

表 3 中国清洁发展机制 HFC-23 分解项目情况

	项目公司	转让对象	注册时间	年减排量 (tCO ₂ e)
1	浙江巨化股份有限公司	日本	2006.03.03	5,790,000
2	山东东岳化工有限公司	英国 日本	2006.03.13	10,110,000
3	江苏梅兰化工股份有限公司	世界银行	2006.08.08	8,825,831
4	常熟三爱富中昊化工新材料有限公司	世界银行	2006.08.08	10,871,938
5	浙江省东阳化工股份有限公司	意大利	2006.10.27	3,656,576
6	临海市利民化工有限公司	意大利	2006.10.27	4,785,534
7	浙江巨化股份有限公司	英国 卢森堡	2007.04.05	4,987,340
8	中昊晨光化工研究院	意大利	2007.05.01	2,065,850
9	山东中氟化工科技有限公司	英国	2007.09.14	4,246,960
10	江苏常熟海科化学有限公司	英国	2008.02.15	3,473,417
11	鹰鹏化工有限公司	意大利	2009.04.20	7,985,000

资料来源：兴业证券研发中心整理

*注：清洁发展机制 CDM(Clean Development Mechanism)是根据《京都议定书》第十二条建立的发达国家与发展中国家合作减排温室气体的灵活机制。它允许工业化国家的投资者在发展中国家实施有利于发展中国家可持续发展的减排项目，从而减少温室气体排放量，以履行发展中国家在《京都议定书》中所承诺的限排或减排义务。

巨化股份目前已获批两个 HFC-23 分解项目：第一个 CDM 项目为每年 500 吨 HCFC-23 分解项目，向日本 JMD 温室气体减排株式会社转让该项目产生的温室气体减排量，转让期 7 年（到 2012 年 12 月 31 日止），转让价格每吨不低于 6.5 美元。2006 年 8 月建成投产。第二个 CDM 项目为每年 570 吨 HCFC-23 分解装置，向英国气候变化资本有限公司和气候变化碳基金 2s.a.r.l(卢森堡)转让该项目产生的温室气体减排量，转让期 7 年（到 2012 年 12 月 31 日止），每吨二氧化碳当量转让价格不低于 9 欧元。2007 年 7 月建成投产。

由于 CDM 项目核查周期延长，09 年公司实际确认 CDM 收入 1.95 亿元，低于预期的 2.65 亿元。CDM 审核确认有进一步收紧趋势，如按每年确认 1.5 亿收入计算，2010 至 2012 年仅 CDM 项目可为公司 EPS 分别贡献 0.20、0.18、0.18 元。

表 4 巨化股份 CDM 项目盈利情况

项目名称	转让对象	2008	2009	2010	2011	2012
500 吨/年 HFC-23 分解项目收入	日本 JMD 温室气体减排株式会社	0.89	0.88	0.60	0.60	0.60
570 吨/年 HFC-23 分解项目收入	英国气候变化资本有限公司和气候变化碳基金 2s.a.r.l(卢森堡)	1.77	1.07	0.90	0.90	0.90
合计收入		2.66	1.95	1.50	1.50	1.50
成本		0.30	0.30	0.30	0.30	0.30
贡献 EPS*		0.42	0.27	0.20	0.18	0.18

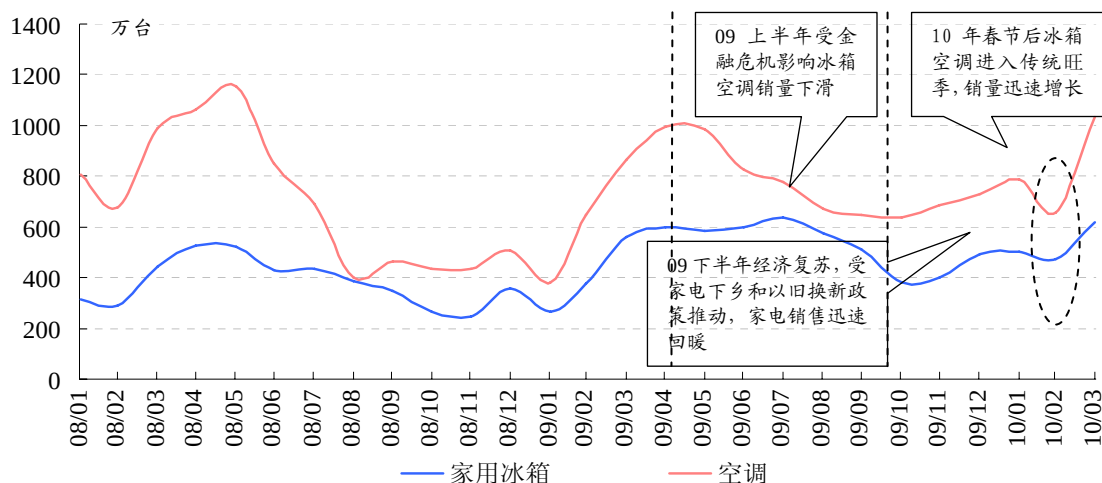
资料来源：兴业证券研发中心

注：国家收取 CDM 收益的 65%，企业 CDM 收益前三年免征所得税，三年后按 12.5%征收。
500 吨 HFC-23

3.2.2 家电热销带动 R22 需求大幅显著增长

冰箱空调进入黄金时期带动制冷剂需求迅速回暖：进入 2009 年 8 月份以后，由于国家启动农村“家电下乡”和城镇“以旧换新”政策，空调冰箱市场迅速回暖，由此带动沉寂已久的制冷剂 R22 产品需求快速增长，09 年下半年基本消化了前期积累的 R22 库存。进入 2010 年 2 季度后，冰箱空调市场进入传统旺季，3 月份冰箱销量环比增长 30%，空调销量环比增长更是达到 50%，R22 产品供应出现紧张，巨化、东岳等主要厂商产销情况均处于近年来的最好水平。随着 2010 年 6 月 1 日起国家将家电以旧换新政策实施范围从 9 个试点省市扩大至 28 个省市，预计冰箱空调的景气还将延续。

图7 冰箱空调产品销量



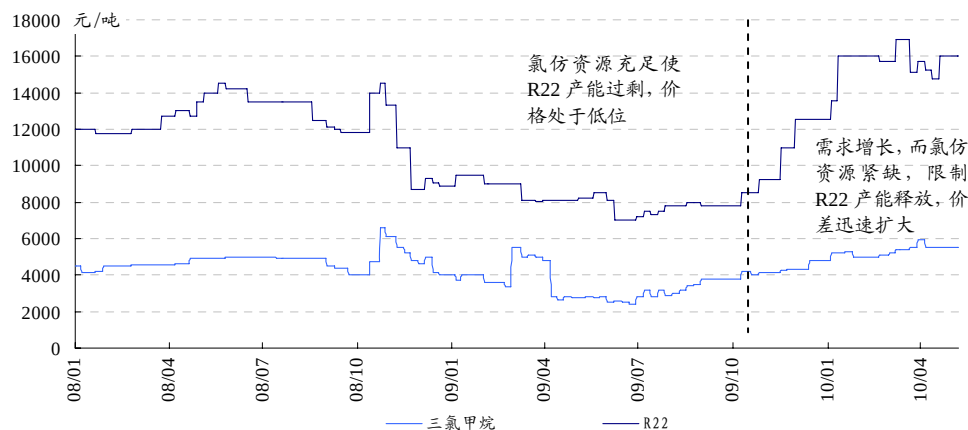
数据来源：CEIC，兴业证券研发中心

欧美国家淘汰 ODS 替代物利好 R22 出口：根据《蒙特利尔议定书》规定的时间表，发达国家从 2010 年开始起大幅削减 R22 产能，目前欧盟国家基本停止 R22 生产，美国也逐步开始关停装置。然而 R22 的原料级用途并不在《蒙特利尔议定书》禁止范围之内，随着聚四氟乙烯（PTFE）等含氟新材料的应用不断深化，欧美 R22 产品需求缺口扩大，不得不从中国进口 R22 作为氟化工原料。与此同时，由于欧美国家的关停减产，其他发展中国家也转向中国采购制冷剂，使得 R22 需求大幅增长。目前国内市场 R22 约三分之一用于出口，这一比例未来还有进一步提升的空间。

3.2.3 原料价格上涨限制产能释放，R22 价格有望保持高位

氯仿价格上涨限制行业产能释放：09 年国内 R22 产能 66 万吨，其中巨化、东岳、梅兰等拥有配套氯仿装置的一体化企业产能合计约 40 万吨，其余小型企业均无氯仿自给。而 09 年国内氯仿实际产能仅为 70 万吨，尚需进口 20 万吨左右。由于欧洲及美国逐步淘汰 R22 产能，全球为制冷剂生产配套的氯碱生产装置相继关停，进而使 R22 的主要原料三氯甲烷供应紧张，价格迅速上涨。虽然近期供应紧张局面得到一定缓解，但氯仿价格仍处高位，制约了制冷剂小厂商产能的释放。

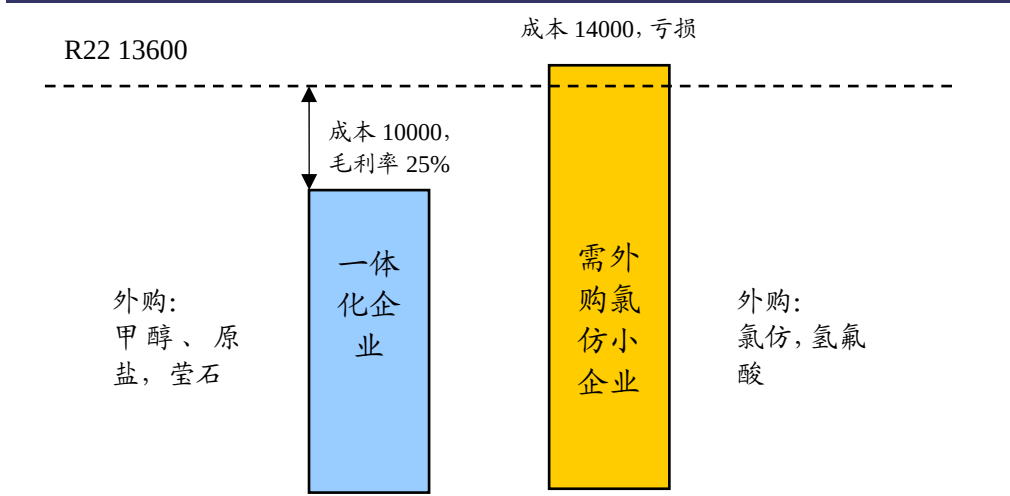
图8 氯仿和 R22 价格走势



资料来源：兴业证券研发中心

拥有 CDM 收益的一体化企业独享成本优势带来的行业机遇：生产一吨 R22 需 1.5 吨氯仿和 0.5 吨氢氟酸，巨化股份拥有 30 万吨甲烷氯化物生产线，年产氯仿 14 万吨，基本可满足 10 万吨 R22 装置的自用需求，综合成本 10000 元/吨。在当前 R22 价格水平下，约有 25% 毛利率。对于没有 CDM 项目收益，又无氯碱配套，需外购氯仿的小企业而言，氯仿价格的上涨使得 R22 综合成本达到约 14000 元，处于亏损状态。**CDM 收益和产业链一体化带来的成本优势成为氟化工行业的双重壁垒，限制了行业产能的释放。**在下游需求高速增长，而上游资源紧缺的局面下，拥有完整产业链的巨化股份将充分享受下游家电景气带来的丰厚利润。

图 9 R22 生产企业盈利状况

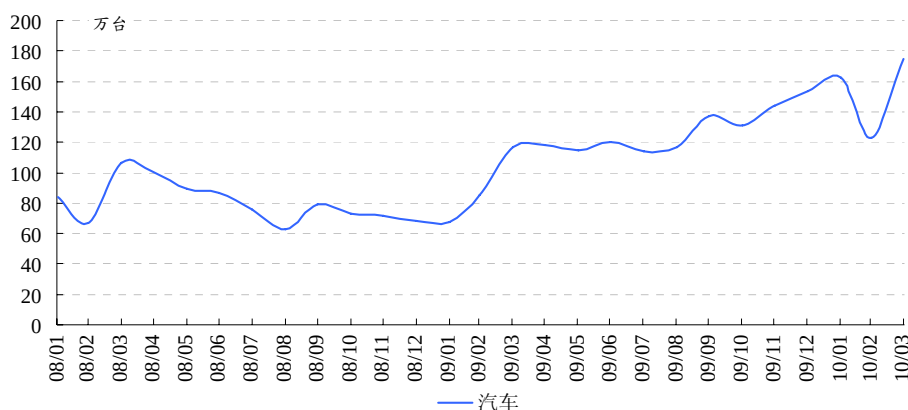


资料来源：兴业证券研发中心

3.3 R134a: 巨化股份一枝独秀

汽车行业景气造成 R134a 价格创历史新高：R134a 产品主要用做汽车空调制冷剂，09 年下半年以来，汽车销量出现爆发式增长，造成 R134a 出现供不应求的局面，价格达到 52000/吨，创下历史新高。

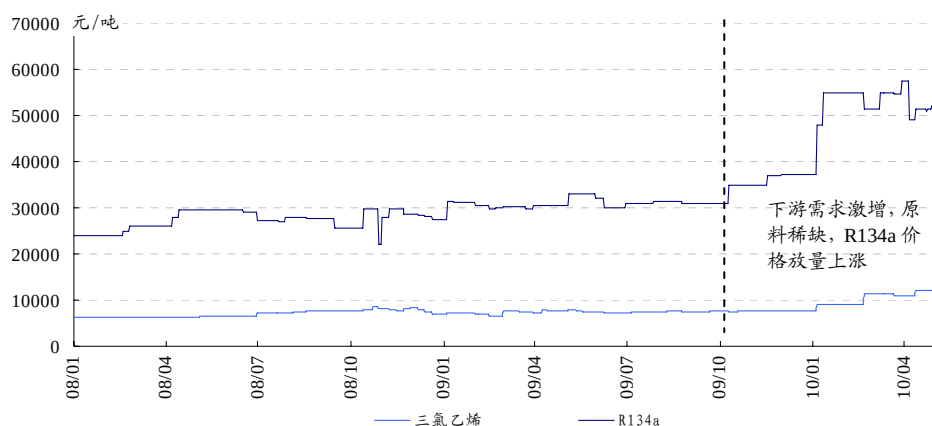
图 10 国内汽车销量



数据来源: CEIC, 兴业证券研发中心

R134a 原料缺口进一步扩大: 09 年 R134a 国内产能约为 18 万吨, 产量约为 10 万吨。R134a 的主要原料三氯乙烯长期处于供不应求的紧张局面, 每年进口量约为 5 万吨。随着发达国家落实《蒙特利尔议定书》逐步关停甲烷氯化物装置, 三氯乙烯进口来源被封堵, 供不应求的局面加剧。目前巨化股份是国内上市公司中唯一实现三氯乙烯完全自给的企业, 随着 2.8 万吨/年 HFCs 和 5 万吨/年 TCE 装置技改的完成, 巨化股份将成为 R134a 领域最具竞争力的企业, 独享行业发展带来的机遇。

图 11 三氯乙烯和 R134a 价格走势



数据来源: 兴业证券研发中心

3.4 含氟材料前景广阔, 关注公司进展

氟塑料是部分或全部氢被氟取代的链烷烃聚合物, 具有优异的介电性能和耐腐蚀、耐温、不粘、良好的自润滑性等性能。目前已广泛应用于化工、电子电气、航空航天、机械汽车等工业领域, 成为氟化工发展的重要领域。

公司在保持氟化工一期制冷剂产品优势的同时, 积极向氟材料深加工领域拓展, 通过自主研发和收购集团公司相关资产, 二期项目逐步覆盖聚四氟乙烯、聚全氟乙丙烯等产品, 延伸氟化工产业链, 提高产品综合附加值。目前公司聚全氟乙丙烯产品质量已获国际市场认可, 未来具备发展潜力。

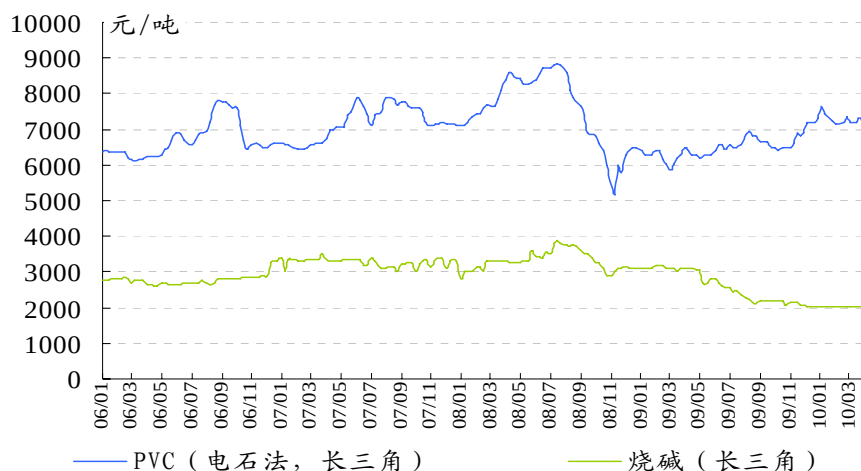
4 氯碱化工

贴近消费市场, 烧碱产品运营良好: 公司现有年产 46 万吨离子膜法烧碱, 总体开工情况良好。虽然国内烧碱存在明显的产能过剩, 但是公司地处衢州, 与烧碱的主要消费市场萧山、宁波等地距离近, 交通方便, 公司销售渠道发达, 多年来与主要客户建立了良好的关系, 使得烧碱业务在行业相对平淡的背景下一直运营良好。

综合成本较高, PVC 业务失去优势: 公司现有 23 万吨 PVC, 由于煤电等综合成本较高, 在行业产能大量过剩的背景下已无竞争优势。未来公司考虑开发 PVDC 等差异化产品, 提高产品综合附加值。公司氯碱业务近年来总体处于微利状况, 但氯碱化工为氟化工业务供了宝贵的氯资源, 在公司未来的发展战略中, 仍将居

于重要地位。

图 12 烧碱及 PVC 价格走势

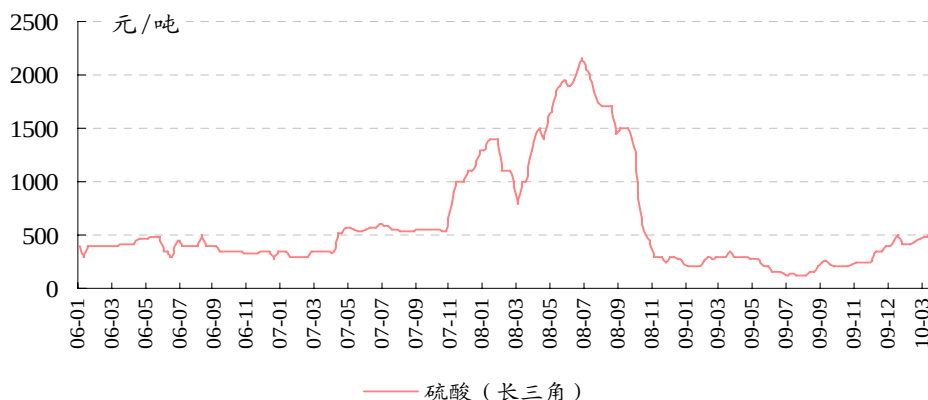


数据来源：化工在线，兴业证券研发中心

5 酸业务

公司现有 36 万吨硫酸，5 万吨氯磺酸，15 万吨复合肥生产装置。硫酸业务有一定盈利，氯磺酸装置由于原料硫酸和氯化氢均能自给，成本较低，盈利状况较好。复合肥由于景气低迷，价格长期在低位徘徊，装置基本处于停工状态，我们预计公司未来可能逐步淡出复合肥业务。

图 13 硫酸价格走势



数据来源：化工在线，兴业证券研发中心

6 精细化工

公司建有精细化工研发机构，具有基本化工原料齐全和研发产品产业化能力，在医药中间体及食品添加剂等产品方面有一定的市场竞争优势和市场占有率，未来公司将重点提升产品的盈利能力，同时积极开发高附加价值的精细化工产品。

7 盈利预测

7.1 盈利预测假设

- 制冷剂行业需求复苏，公司2010年氟化工业务毛利率达到23%；预期随着供需紧张的格局得到缓解，制冷剂价格将逐步回落，但随着公司含氟精细化工产品投产，综合毛利率将稳步调整，2011年和2012年氟化工毛利率分别21%、20%；
- 氯碱行业整体稳定，公司逐步开发PVDC等差异化产品，2010-2012年氯碱业务毛利率分别为5%、6%、6.5%；
- 公司逐步退出复合肥业务，酸业务维持6%毛利率；
- 公司陆续研发新产品，2010-2012年精细化工毛利率分别为10%、12%、14%。

表 5 公司盈利预测

名称	项目	2009	2010E	2011E	2012E
氟化工	营业收入(万元)	175,752.77	280000.00	308000.00	323400.00
	毛利率	13.90%	23.00%	21.00%	20.00%
氯碱	营业收入(万元)	134,069.36	150000.00	160000.00	170000.00
	毛利率	6.06%	5.00%	6.00%	6.50%
酸	营业收入(万元)	14,451.48	15000.00	15000.00	15000.00
	毛利率	-5.21%	5.00%	5.00%	5.00%
精细化工及其他	营业收入(万元)	27000.00	28000.00	29000.00	30000.00
	毛利率	8.00%	10.00%	12.00%	14.00%
CDM	营业收入(万元)	19546	15000.00	15000.00	15000.00
合计	营业收入(万元)	369961.01	475,000.00	514,500.00	541,550.00
	毛利率	13.77%	18.01%	17.18%	16.79%
营业费用 /主营业务收入		1.73%	1.50%	1.50%	1.50%
管理费用 /主营业务收入		7.45%	7.00%	6.00%	5.00%
财务费用 /主营业务收入		2.45%	1.96%	1.72%	1.51%
实际税率		-135.28%	12%	12%	12%

数据来源：兴业证券研发中心

7.2 盈利预测结果

表 6 公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3700	4750	5145	5416
增长率%	-30.6%	28.4%	8.3%	5.3%
营业利润(百万元)	33	323	347	383
增长率%	-44.1%	876.0%	7.3%	10.4%
净利润(百万元)	93	302	331	363
增长率%	5.8%	226.4%	9.6%	9.6%
最新摊薄每股收益(元)	0.17	0.54	0.59	0.65
每股净资产(元)	3.57	4.03	4.63	5.28
动态市盈率(倍)	55.83	17.11	15.60	14.24
市净率(倍)	2.60	2.30	2.01	1.76

数据来源：兴业证券研发中心

8 估值与建议

氟化工业务是公司的主要利润来源，由于 2010 年以来制冷剂需求明显复苏，价格迅速提升，公司的盈利水平同比大幅改善。同时国外制冷剂产品升级造成甲烷氯化物产能缩减，原料价格上涨一定程度限制了小型制冷剂企业的开工率，改善了国内 R22、R134A 行业的竞争格局，**公司拥有一体化产业链优势，将成为氟化工领域市场格局改善的主要受益者。**

公司在经历管理层变动后，在发展战略和内部管理方面做出了积极的调整，同时稳步延伸产业链，向氟化工深加工领域进一步发展。我们预计公司 10 年-12 年 EPS 分别为 0.54 元、0.59 元和 0.65 元，给予“推荐”评级，并关注制冷剂市场未来走势。

9 风险因素

9.1 下游需求回落风险

制冷剂产品主要依赖下游冰箱、空调、汽车需求，如未来下游需求回落，制冷剂产品的需求也将相应萎缩，产品价格将难以长期维持高位。

9.2 制冷剂产品升级替代风险

随着环保要求的提升和行业技术进步，现有含氟制冷剂产品可能遭到进一步淘汰替换，如公司未能相应升级产品结构，将对未来业务产生影响。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1140	1165	1531	2048
货币资金	355	239	523	986
交易性金融资产	7	0	0	0
应收账款	52	67	72	76
其他应收款	50	100	108	114
存货	155	185	202	214
非流动资产	2959	3161	3154	3018
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	165	170	170	170
投资性房地产	17	17	17	17
固定资产	2428	2505	2507	2418
在建工程	191	296	298	249
油气资产	0	0	0	0
无形资产	138	139	139	139
资产总计	4099	4326	4685	5066
流动负债	1328	1300	1331	1352
短期借款	810	700	700	700
应付票据	69	78	85	90
应付账款	143	195	213	225
其他	306	328	333	337
非流动负债	713	710	707	704
长期借款	679	679	679	679
其他	34	32	29	26
负债合计	2041	2010	2038	2056
股本	557	557	557	557
资本公积	563	563	563	563
未分配利润	677	905	1203	1529
少数股东权益	70	70	70	70
股东权益合计	2058	2315	2647	3010
负债及权益合计	4099	4326	4685	5066

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	93	302	331	363
折旧和摊销	307	281	317	347
资产减值准备	-23	-5	7	5
无形资产摊销	13	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	91	97	92	86
投资损失	18	0	0	0
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	-122	70	58	39
经营活动产生现金流量	613	590	697	758
投资活动产生现金流量	62	-449	-320	-210
融资活动产生现金流量	-164	-256	-92	-86
现金净变动	511	-115	284	462
现金的期初余额	161	355	239	523
现金的期末余额	672	239	523	986

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3700	4750	5145	5416
营业成本	3190	3895	4261	4506
营业税金及附加	16	21	23	24
销售费用	64	71	77	81
管理费用	276	333	334	325
财务费用	91	97	92	86
资产减值损失	12	10	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-18	0	0	0
营业利润	33	323	347	383
营业外收入	14	30	30	30
营业外支出	8	10	1	1
利润总额	39	343	376	412
所得税	-53	41	45	49
净利润	92	302	331	363
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	93	302	331	363
EPS (元)	0.17	0.54	0.59	0.65

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-30.6%	28.4%	8.3%	5.3%
营业利润增长率	-44.1%	876.0%	7.3%	10.4%
净利润增长率	5.8%	226.4%	9.6%	9.6%
盈利能力(%)				
毛利率	13.8%	18.0%	17.2%	16.8%
净利率	2.5%	6.4%	6.4%	6.7%
ROE	4.7%	13.5%	12.9%	12.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	49.8%	46.5%	43.5%	40.6%
流动比率	0.86	0.90	1.15	1.51
速动比率	0.74	0.75	0.99	1.35
营运能力(次)				
资产周转率	0.89	1.13	1.14	1.11
应收帐款周转率	34.89	53.12	52.00	51.28
每股资料(元)				
每股收益	0.17	0.54	0.59	0.65
每股经营现金	0.64	1.06	1.25	1.36
每股净资产	3.57	4.03	4.63	5.28
估值比率(倍)				
PE	55.83	17.11	15.60	14.24
PB	2.60	2.30	2.01	1.76

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戡

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。