

# 巨化股份 600160



爱建证券有限责任公司  
AJ SECURITIES CO., LTD.

## 近看制冷剂 远看氟材料

### 事件:

我们于近期前往浙江衢州调研了巨化股份，与公司管理层进行了交流，对行业的现状及公司的前景进行了了解。

主要观点如下:

- **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。**形成了以氟化工为核心，煤化工、氯碱化工为配套的完整产业链。公司产品主要分为四大类：氟产品、氯碱产品、酸产品、精细化工制品及其他。
- **公司主要产品制冷剂处于黄金时期。**近半年来，制冷剂出现大幅度上涨，主要有三方面的原因：一、家电、汽车热销带动制冷剂需求快速增长；二、发达国家停、减产造成 R22 及 R134a 供不应求；三、原材料资源紧张限制了产能的有效释放。
- **氟材料这一新型材料将成为公司未来的增长点。**巨化股份着手收购巨化集团控股的浙江巨圣氟化学有限公司，将会进一步扩大巨化股份氟化工产品规模，提升巨化股份行业地位和竞争实力，使得氟化工产业链进一步完善，有利于公司积极向氟材料深加工领域拓展。
- **CDM为公司提供稳定的收益。**巨化股份目前有3个在联合国成功注册的CDM项目，其中两个项目2010年至2012年将分别为公司贡献每股收益0.25元、0.23元及0.23元。
- **我们预测2010年公司盈利会有较大幅度增长，**由于公司主要产品制冷剂今年价格涨幅巨大，对公司盈利有较大的促进作用。我们计算出巨化股份2010年至2012年的每股收益分别为0.64元、0.68元及0.71元人民币。
- **给予强烈推荐评级。**从历史走势看，20倍PE相对于公司股价来说较为合理，而且相关上市公司相对于2010年每股收益的平均PE为19.93倍，除去巨化股份的平均PE为21.66倍，也在20倍左右。综合判断，我们给予巨化股份12.8元的目标价格，相对于2010年每股收益20倍PE。

新材料 III

2010-07-16

评级

强烈推荐（首次）

目标价格

12.80

当前价格

9.40

### 基础数据

总市值(百万)

5,757.31

总股本/流通股本（百万）

612.48/612.48

流通市值（百万）

5,757.31

每股净资产

3.74

净资产收益率

4.63%

### 交易数据

52 周内股价区间

13.42/6.39

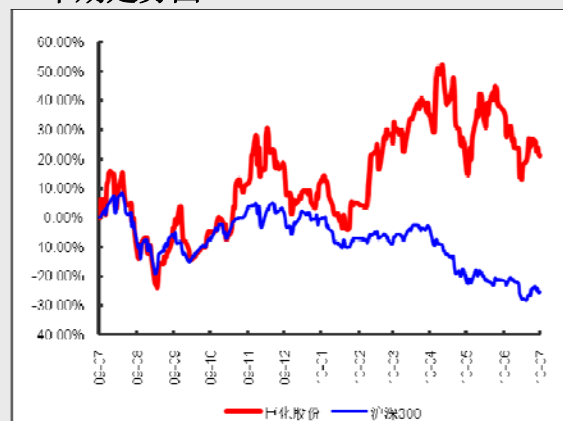
过去 12 个月市盈率

11.9

市净率(MRQ)

2.51

### 一年期走势图



行业研究员：万炜、张欣

证书编号

S0820208030013

电话

021-32229888-3502

E-mail

wanwei@ajzq.com

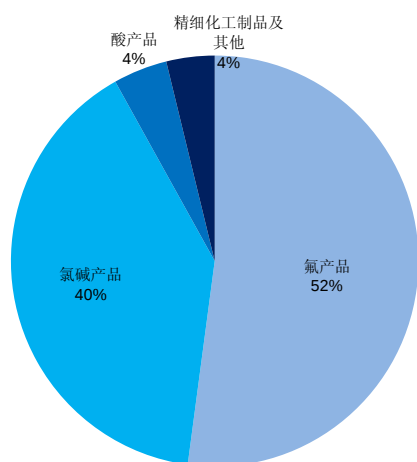
### 相关报告:

## 1. 公司简介

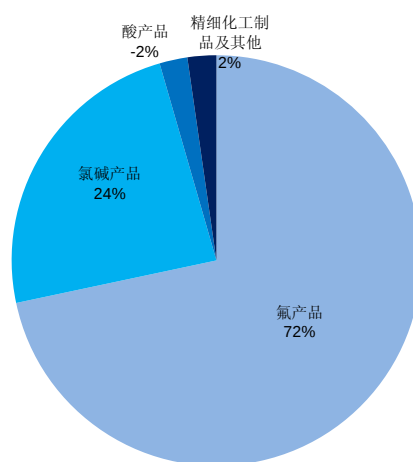
浙江巨化股份有限公司(以下简称巨化股份或公司)是国内最大的煤化工、氯碱化工、氟化工综合配套的氟化工制造基地,主营氟化工原料及后续产品、基本化工原料及后续产品和化肥、农药、食品添加剂的生产与销售。

经过多年的发展,巨化股份形成了以氟化工为核心,煤化工、氯碱化工为配套的完整产业链。公司产品主要分为四大类:氟产品、氯碱产品、酸产品、精细化工制品及其他。从2009年年报来看,公司的氟产品分别贡献了52%的销售收入和72%的毛利,是公司最重要的支柱型产业。

图表 1 巨化股份 2009 年主营业务收入分产品分解



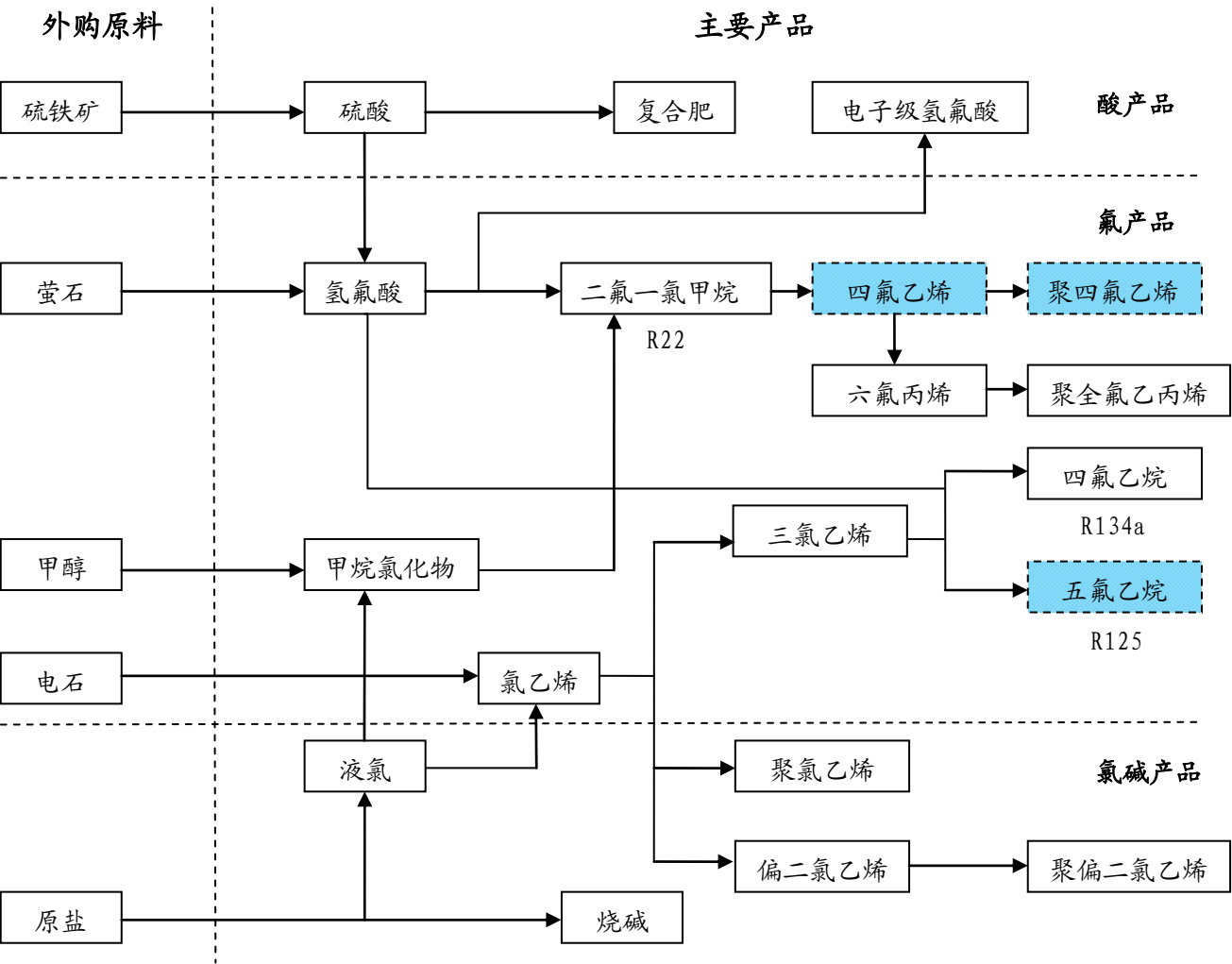
图表 2 巨化股份 2009 年毛利分产品分解



数据来源:公司公告,爱建证券研究发展总部

公司地处萤石资源丰富的地区,煤化工、氯碱化工与氟化工配套,发展氟化工所需无水氢氟酸(AHF)、三氯甲烷(氯仿)、三氯乙烯(TCE)、二氟一氯甲烷(R22)、四氟乙烯(TFE)、六氟乙烯(HFP)等原料可管道输送且基本自给。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。离子膜烧碱、甲烷氯化物、F22、R134a、HFP等主导产品生产技术达到国际先进水平。

图表 3 巨化股份完整产业链及主要产品



这部分产品目前由巨化集团控股的中俄合资浙江巨圣氟化学有限公司生产，巨化股份临时股东大会已于 2009 年 11 月 30 日审议通过收购巨化集团所持有的巨圣公司 74.5% 的股权。目前该收购事项仍在进行中。

数据来源：爱建证券研究发展总部

公司目前主要产能如图表 4 所示。

图表 4 巨化股份主要产品产能情况

| 产品类别 | 产品名称         | 产能 (万吨) | 备注                     |
|------|--------------|---------|------------------------|
| 氟产品  | 甲烷氯化物        | 30      |                        |
|      | 二氟一氯甲烷 (R22) | 10      |                        |
|      | 三氯乙烯 (TCE)   | 5       | 由 2.5 万吨扩建而来，已投产       |
|      | 四氯甲烷 (R134a) | 2.8     | 由 1.8 万吨扩建而来，预计 7 月底投产 |
|      | 六氟丙烯 (HFP)   | 0.12    |                        |
|      | 聚全氟乙丙烯 (FEP) | 0.1     |                        |
| 氯碱产品 | 烧碱           | 59      | 46 万吨离子膜法技改项目年内将投产     |
|      | 聚氯乙烯 (PVC)   | 23      |                        |
| 酸产品  | 硫酸           | 36      |                        |

数据来源：爱建证券研究发展总部

除此以外，公司临时股东大会已于 2009 年 11 月 30 日审议通过收购巨化集团所持有的中俄合资浙江巨圣氟化学有限公司 74.5% 的股权，巨圣公司拥有五氟乙烷（R125）产能 5-8000 吨，四氟乙烯（TFE）产能 10000 吨，聚四氟乙烯（PTFE）产能 6250 吨。目前该收购事项仍在进行中。

我们认为，该交易一旦完成后巨化股份氟化工产品规模将进一步扩大，行业地位和竞争实力得到增强，公司氟化工产业链进一步完善，有利于公司氟化工资源的整合利用，使得公司氟化工产业链协同竞争力进一步释放。而且可以减少关联交易，可增强公司盈利能力。

## 2. 投资要点

### 2.1 氟产品

巨化股份的氟产品包括两大类，制冷剂和氟材料。其中制冷剂约占氟产品收入的 2/3，氟材料约占 1/3。

#### 制冷剂处于黄金时期

制冷剂是蒸气压缩式制冷系统中循环流动的工作物质，借助物态变化实现热量的转移。从历史上看，制冷剂的发展经历了三个阶段。第一阶段是 19 世纪 30 年代到 20 世纪 30 年代，当时的制冷剂有二乙醚、硫酸、酒精、氨等，这些多数是可燃或者有毒的，而且有些还有很强的腐蚀性和不稳定性。第二阶段是 20 世纪 30 年代至 20 世纪 80 年代，主要采用的是氯氟烃（CFCs）和含氢氯氟烃（HCFCs），但是这些制冷剂有破坏大气臭氧层和引起全球温室效应而被逐步淘汰。第三阶段是 20 世纪末至今，主要采用 3 大类环保制冷剂：含氢氟烃（HFCs）、HCFCs 和 HFCs 混合物及天然工质（氨、碳氢类、CO<sub>2</sub> 等）。

图表 5 部分制冷剂产品简介

| 产品类别         | 产品名称        | ODP   | GWP   | 环保性能          | 应用状况          |
|--------------|-------------|-------|-------|---------------|---------------|
| 氯氟烃（CFCs）    | 三氯一氟甲烷 R11  | 1     | 4600  | 严重破坏臭氧层，温室效应高 | 已淘汰           |
|              | 二氯二氟甲烷 R12  | 0.82  | 10600 |               |               |
| 含氢氯氟烃（HCFCs） | 一氯二氟甲烷 R22  | 0.034 | 1700  | 会破坏臭氧层，温室效应较高 | 发达国家淘汰，国内主流   |
|              | 二氯三氟乙烷 R123 | 0.012 | 120   |               |               |
| 氢氟烃（HFCs）    | 四氟乙烷 R134a  | 0     | 1300  | 不破坏臭氧层，温室效应较高 | 发达国家开始淘汰，国内推广 |
|              | 五氟乙烷 R125   | 0     | 3400  |               |               |

ODP: Ozone Depletion Potential 臭氧消耗潜能值

GWP: Global Warming Potential 全球变暖潜能值（基于 100 年）

数据来源：爱建证券研究发展总部

巨化股份生产的制冷剂以 R22 和 R134a 为主。

R22 是目前使用最广泛的中低温制冷剂，主要应用于家用空调、中央空调、冰箱、冷库和其他工商业制冷领域，同时还可作为生产 TFE、PTFE 的中间体，以及用于聚合物（塑料）的物理发泡剂。

但是，R22 作为含氢氯氟烃（HCFCs）类物质，会破坏大气臭氧层以及产生温室效应。根据 2007 年 9 月在蒙特利尔举行的第 19 次《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》（以下简称《蒙约》）缔约国大会上通过的加速淘汰 HCFCs 物质的调整案，HCFCs 将会在 2040 年完全被淘汰。图表 6 是淘汰 HCFCs 的时间表。

图表 6 HCFCs 淘汰时间表

| 时间         | 发达国家                                               | 发展中国家                   |
|------------|----------------------------------------------------|-------------------------|
| 1996.1.1 起 | 冻结在 1989 年 HCFCs 消费量与 2.8% 的 1989 年 CFCs 消费量之和的水平上 |                         |
| 2004.1.1 起 | 削减冻结水平的 35%                                        |                         |
| 2010.1.1 起 | 削减冻结水平的 75%                                        |                         |
| 2013.1.1 起 | 冻结在 2009、2010 年消费量的平均水平                            |                         |
| 2015.1.1 起 | 削减冻结水平的 90%                                        | 削减冻结水平的 10%             |
| 2020.1.1 起 | 削减冻结水平的 99.5%，0.5% 用于维修                            | 削减冻结水平的 35%             |
| 2025.1.1 起 | 削减冻结水平的 67.5%                                      |                         |
| 2030.1.1 起 | 完全停止消费                                             | 削减冻结水平的 97.5%，2.5% 用于维修 |
| 2040.1.1 起 | 完全停止消费                                             |                         |

数据来源：UNEP，爱建证券研究发展总部

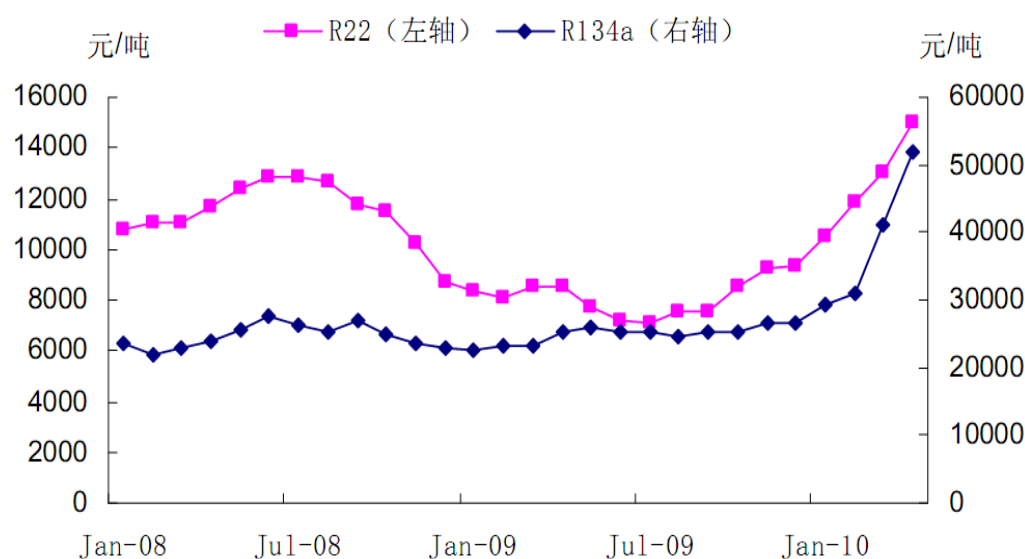
R134a 是第一代的环保型制冷剂，由于其不含氯元素，不会对大气中的臭氧层起到破坏作用，因此成为使用非常广泛的中低温环保制冷剂。目前主要作为二氯二氟甲烷（R12）的替代品。广泛使用在冰箱、冷柜、中央空调、汽车空调等领域。在中国，R134a 由于价格偏高（相对于 R22），因此主要应用于汽车空调。

不过，R134a 的 GWP 达到了 1300，是一种温室气体，签署了《京都议定书》的发达国家分别制定了淘汰 R134a 的法律。比如欧盟在 2004 年已通过了含氟温室气体 (F-gas) 法规。该法规要求：自 2011 年 1 月 1 日起，欧盟将禁止新生产的汽车空调使用 GWP 值大于 150 的制冷剂；在 2011 年 1 月 1 日至 2017 年 1 月 1 日的 6 年间，在用的汽车空调将按比例逐步淘汰 GWP 值大于 150 的制冷剂；自 2017 年 1 月 1 日起，将禁止所有汽车空调使用 GWP 值大于 150 的制冷剂。

不过就中国来说，作为发展中国家目前既还没有到《蒙特利尔议定书》规定削减产量的时候，也暂时没有履行《京都议定书》的减排义务。再加上刚刚淘汰掉 R11 和 R12，因此中国在制冷剂领域主要还是使用 R22 和 R134a。由于 R134a 价格较昂贵（相对于 R22 来说），主要应用于汽车空调领域，而 R22 则广泛使用在冰箱、空调、冷库及其他工商业制冷领域。

进入 2010 年以来，R22 以及 R134a 价格都出现了较大涨幅。目前 R22 价格达到 1.5 万元/吨的水平，而 R134a 则超过 5 万元/吨（见图表 7）。

图表 7 R22 及 R134a 价格走势

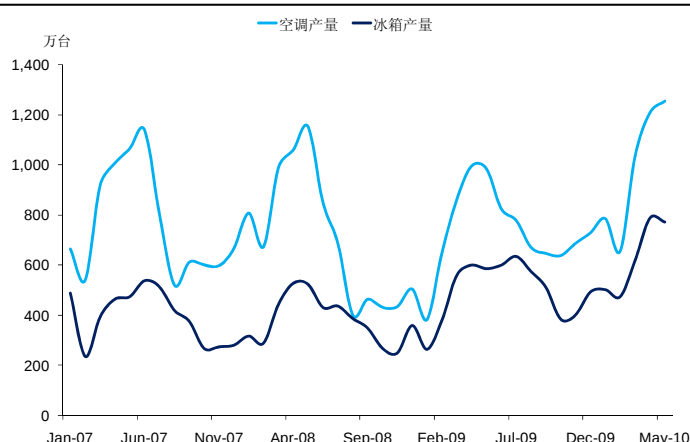


数据来源：爱建证券研究发展总部

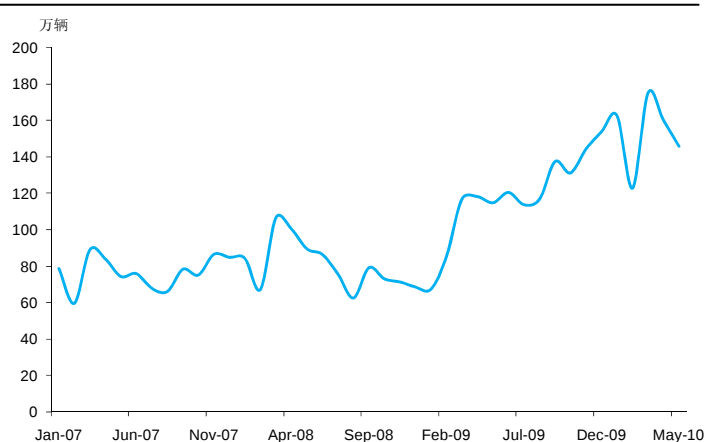
对于制冷剂的这一轮上涨，我们认为主要有三方面的原因：

**一、家电、汽车热销带动制冷剂需求快速增长。**随着“家电下乡”和“以旧换新”政策的深入开展，我国冰箱、空调的产销量快速增长。特别进入2010年以来，冰箱、空调的产量更是创出历史新高。2010年前5个月，我国共生产冰箱3,155.7万台，同比增长32.2%；生产空调4,940.1万台，同比增长27.5%（见图表8）。而汽车“以旧换新”和部分车型减免购置税，也促使中国汽车产销量迅速上升。2010年前5个月，我国共生产汽车765.8万辆，同比增长52.4%（见图表9）。

图表8 近年中国冰箱、空调月度产量



图表9 近年中国汽车月度产量

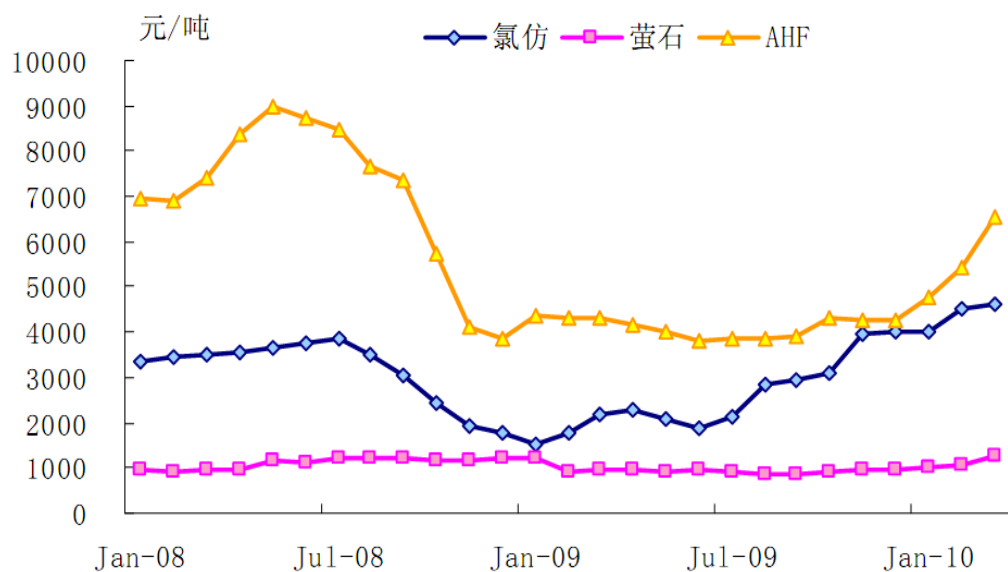


数据来源：Wind，爱建证券研究发展总部

**二、发达国家停、减产造成R22及R134a供不应求。**前面提到过，R22会破坏大气臭氧层，而R134a是温室气体。进入2010年后，发达国家需要消减75%的HCFCs（含R22）产量，而出于减少碳排放的考虑部分国外企业也陆续关停R134a的生产线，这使得全球R22及R134a的产能急剧萎缩。而中国对这部分制冷剂的需求不减反增，世界上其他发展中国家也转而从中国进口，形成供不应求的局面。

**三、原材料资源紧张限制了产能的有效释放。**中国拥有R22产能近60万吨，远远超过国内有效需求量。但除了巨化股份、山东东岳、江苏梅兰以及浙江永和等少数几家公司拥有三氯甲烷（氯仿，R22主要原料）的生产能力之外，其余企业均需外购原料。随着国外企业淘汰R22及R134a生产线，相应的氯碱生产装置也已关停，使得三氯甲烷、三氯乙烯（TCE，R134a主要原料）这些制冷剂的主要原料供应紧张，从而限制了R22及R134a产能的释放，也抬高了制冷剂的价格。不过对于巨化股份来说，由于其氯仿及TCE基本自给，而上游萤石价格涨幅不大（见图表10），公司反而能充分享受到原材料资源紧张带来的产品的高价格。

图表 10 制冷剂主要原材料价格走势



数据来源：爱建证券研究发展总部

我们认为，由于中国已经不可能上马新的 R22 项目，而替代品受制于专利及原料等因素国内不可能马上大规模生产，因此在 2015 年中国削减 HCFCs 消费量之前，制冷剂供应紧张的状况不会发生根本性的转变，R22 及 R134a 能够维持在高价区间，未来几年巨化股份这部分产品将能够保持较高的盈利能力。

### 氟材料，新材料中的明星将成为公司新的增长点

氟材料作为高新技术产品，是国家重点发展和扶持的产业，国家已将其列入《当前国家重点激励发展的产业、产品和技术目录》，主要包括氟树脂、氟橡胶、氟涂料等等。目前巨化股份的氟材料产品以氟树脂为主。

氟树脂是分子结构中含有氟原子的一类热塑性树脂。作为一种高分子材料，具有极其优异的耐热性、耐药品性、耐候性，同时它还具有非粘附性、低摩擦性等特点。巨化股份生产的氟树脂主要有聚四氟乙烯（PTFE，由拟收购的巨圣公司生产）以及聚全氟乙丙烯（FEP）。

聚四氟乙烯（PTFE）具有一系列优良的使用性能：耐高温（260℃），耐低温（-100℃），耐腐蚀（能耐王水和一切有机溶剂），耐气候（塑料中最佳的老化寿命）；高润滑（具有塑料中最小的摩擦系数 0.04），不粘性（具有固体材料中最小的表面张力而不粘附任何物质），无毒害（具有生理惰性），优异的电气性能，是理想的 C 级绝缘材料，被广泛应用于国防军工、原子能、石油、无线电、电力机械、化学工业等重要部门。我们所熟知的特氟龙就是以 PTFE 为基体的氟涂料。

聚全氟乙丙烯（FEP）具有与 PTFE 相似的特性，又有热塑塑料的良好加工工艺，因而使之成为代替 PTFE 的重要材料，在电线电缆生产中广泛应用于高温高频下使用的电子设备传输线，电子计算机内部的连接线，航空宇宙用电线，及其他特种用途安装线、油矿测井电缆、潜油电机绕组线、微电机引出线等等。

我们认为，随着巨化股份收购巨化集团控股的浙江巨圣氟化学有限公司的交易完成，将会进一步扩大巨化股份氟化工产品规模，提升巨化股份行业地位和竞争实力，使得氟化工产业链进一步完善，有利于公司积极向氟材料深加工领域拓展。

### CDM 为公司提供稳定的收益

CDM(清洁发展机制, Clean Development Mechanism), 是《京都议定书》中引入的灵活履约机制之一。根据“共同但有区别的责任”原则，发达国家应对全球变暖承担更多的历史责任，因此《京都议定书》只给发达国家制定了减排任务，但没有对发展中国家作这个要求。按其规定，发达国家缔约方为实现温室气体减排义务，从 2005 年开始至 2012 年间必须将温室气体排放水平在 1990 年的基础上平均减少 5.2%，由于发达国家减排温室气体的成本是发展中国家的几倍甚至几十倍。发达国家通过在发展中国家实施具有温室气体减排效果的项目，把项目所产生的温室气体减少的排放量作为履行京都议定书所规定的一部分义务。一方面，对发达国家而言，给予其一些履约的灵活性，使其得以较低成本履行义务；另一方面，对发展中国家而言，协助发达国家能够利用减排成本低的优势从发达国家获得资金和技术，促进其可持续发展；对世界而言，可以使全球在实现共同减排目标的前提下，减少总的减排成本。因此，CDM 是一种双赢的选择。

巨化股份生产 R22 过程中的副产 R23 虽安全无毒，但其 GWP 是二氧化碳的 1.17 万倍。公司通过将 R23 收集后，进行高温分解为二氧化碳、氟化氢和氯化氢，从而大大降低温室气体的排放。目前巨化股份有 3 个在联合国成功注册的 CDM 项目，见图表 11。

图表 11 巨化股份 CDM 项目一览表

| 项目名称             | 购买方                                    | C02 当量 (万吨) | 价格       | 有效期               |
|------------------|----------------------------------------|-------------|----------|-------------------|
| 500 吨/年 R23 分解项目 | 日本 JMD 温室气体减排株式会社                      | ≤ 4,000     | 6.5 美元/吨 |                   |
| 570 吨/年 R23 分解项目 | 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) | ≤ 3,500     | 9 欧元/吨   | 2012 年 12 月 31 日止 |
| 电石渣生产水泥熟料项目      | 日本日挥株式会社                               | ≤ 75        | 9.9 欧元/吨 |                   |

数据来源：爱建证券研究发展总部

根据国家规定，企业需将 CDM 收入的 65% 上交国家清洁发展机制基金，剩余的 35% 为本公司收入。而这部分收入再扣除企业实施 CDM 项目发生的相关成本、费用后的净所得，可自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。

从过去运行的情况看，前两个项目 08 及 09 年分别为公司带来 2.66 亿元及 1.95 亿元的收入，而年成本、费用约 3000 万元，分别为公司贡献 0.42 元及 0.30 元的 EPS。我们保守预计今后几年这两个项目收入将能保持在 1.9 亿元的水平，而成本、费用维持在 3000 万。从 2010 年起至 2012 年，第一个项目将按 12.5% 征收所得税，而从 2011 年起，第二个项目将按 12.5% 征收所得税。

第三个 CDM 项目是属于巨化股份控股 55% 的浙江衢州巨泰建材有限公司，而据我们了解，这个水泥熟料项目由于效益原因目前尚未投产，而且由于当量较小，对公司盈利不会构成较大影响。

我们预测，巨化股份的 CDM 项目 2010 年至 2012 年将分别为公司贡献 0.25 元、0.23 元及 0.23 元的 EPS，详见图表 12。

不过《京都议定书》将于 2012 年终止，而后续的哥本哈根回合谈判还没有实质性的进展，公司的 CDM 项目也将于 2012 年到期。到时候 CDM 项目是否还能够继续为公司带来收益，目前具有较大不确定性。不过公司表示，未来将通过进一步开发氟材料等产品，研究氟在更高端领域的应用，来弥补可能会出现 CDM 收益的减少。

我们认为，面对全球气候这样关乎人类生死存亡这样的大事，历史不可能倒退，未来新的国际合作机制一定会诞生，而像 CDM 这样成功运行了多年的，被认为是减排最有效的方法也会延续下去。考虑到美国和中国这两个碳排放最大的国家未来很有可能实施量化减排的目标，将来碳排放交易市场的规模可能还会扩大。巨化股份目前已经投产但尚未注册的碳减排项目比已注册的规模还要大，未来很有可能继续为公司带来收益。

图表 12 巨化股份 CDM 项目收益预测（万元）

|            | 项目名称             | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 公司         | 500 吨/年 R23 分解项目 | 8,894  | 8,824  | 9,000  | 9,000  | 9,000  |
| 收入         | 570 吨/年 R23 分解项目 | 17,696 | 10,723 | 10,000 | 10,000 | 10,000 |
| 合计         |                  | 26,589 | 19,546 | 19,000 | 19,000 | 19,000 |
| 成本         |                  | 3,000  | 3,000  | 3,000  | 3,000  | 3,000  |
| 所得税        |                  | -      | -      | 947    | 2,000  | 2,000  |
| 净利润        |                  | 23,589 | 16,546 | 15,053 | 14,000 | 14,000 |
| EPS<br>(元) |                  | 0.42   | 0.30   | 0.25   | 0.23   | 0.23   |

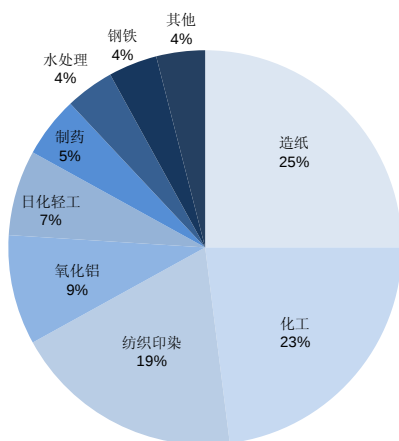
数据来源：爱建证券研究发展总部

## 2.2 氯碱产品

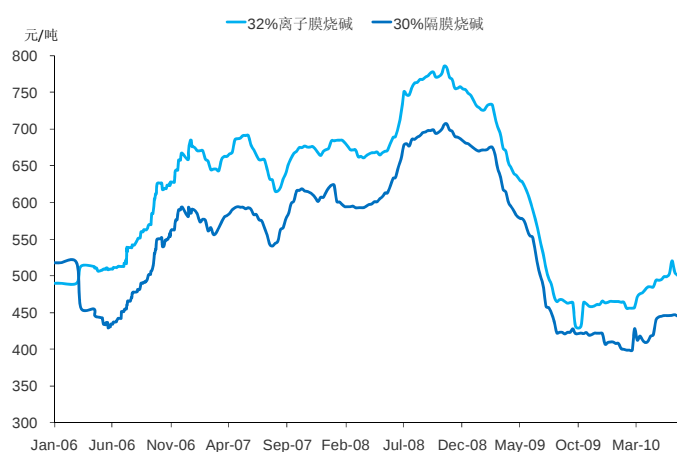
公司的氯碱业务主要是为了配套氟化工业务而建的，目前的主要产品除了自用的液氯外，还有用于对外销售的烧碱和聚氯乙烯（PVC）。

烧碱即氢氧化钠（NaOH），是常见的、重要的强碱，作为基础化工原料被广泛应用于与人们日常生活息息相关的产品制造，如造纸、化工、印染、冶金等工业领域（见图表 13）。由于供应过大以及下游需求不旺，烧碱价格十分低迷（见图表 14）。

图表 13 烧碱的主要用途



图表 14 国内烧碱价格走势

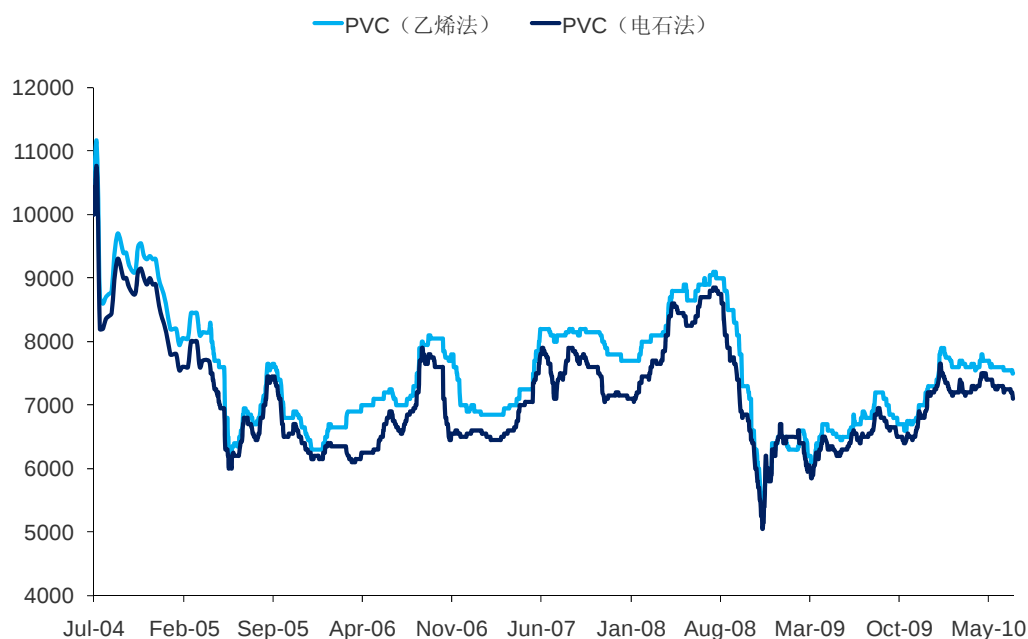


数据来源：爱建证券研究发展总部

PVC 主要用于制造型材、管材管件，大部分应用在房地产领域，随着我国对房地产行业宏观调控的深入，目前 PVC 需求大幅萎缩，价格也一路下滑。巨化股份主要采用电石法生产 PVC，生产 1 吨 PVC 要消耗 1.45~1.5 吨电石，0.75~0.85 吨氯化氢，耗电量约为 450~500kw·h。由于巨化股份所处的东部地区煤电成本要高于西部地区，公司 PVC 不具备成本优势，在目前的价格较低的情况下面临亏损的境地。据我们了解，公司已将产能较大那条 PVC 生产线停产。

总体来看，目前公司的氯碱业务面临一定的困难，但是作为氟化工的配套产业，氯碱化工又不可或缺。公司未来计划开发偏二氯乙烯（VDC）及聚偏二氯乙烯（PVDC），这将为公司氯碱业务注入新的活力。我们认为，未来巨化股份的氯碱业务的盈利能力将会逐步改善。

图表 15 国内 PVC 现货价格



数据来源：爱建证券研究发展总部

## 2.3 酸产品及精细化工制品

公司的酸业务也是为氟化工业务配套，主要提供生产氢氟酸所需的硫酸，而附带的酸产品则主要有硫酸、氯磺酸以及复合肥。目前硫酸、氯磺酸由于成本不高再加上价格有所回升，有一定盈利，但效益不高。而复合肥由于市场状况不佳，基本处于停工状态，这也是 09 年酸产品亏损的主要原因。公司下一步准备开发电子级氢氟酸并逐步淡出复合肥业务，未来酸产品盈利会有改善。

精细化工业务方面，公司虽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较强的优势，并且对其进行重点培育，但市场竞争加剧，公司体制、机制尚不适应其发展。短期看，尚难有大的发展突破。未来公司将重点提升现有产品的盈利能力，同时积极开发高附加价值的精细化工产品，预计未来精细化工业务将保持现状。

### 3. 盈利预测

巨化股份于 2010 年 7 月 2 日发布半年度业绩预增公告，根据公司财务部门初步测算，预计公司 2010 年半年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 200% 以上。2009 年上半年公司公司的净利润为 6213 万元人民币，照此计算公司今年上半年净利润超过 1.86 亿元人民币，EPS 约为 0.30 元人民币。

由于今年制冷剂价格涨幅巨大，我们预测 2010 年公司氟化工业务收入会有较大幅度增长，而且毛利率也会有较大幅度提升。未来随着公司成功收购巨圣股份及进一步在氟材料领域研究拓展，公司的氟化工业务将能保持良好的增长势头和较高的毛利水平。

而氯碱业务虽然暂时比较困难，但随着公司新开发的 VDC、PVDC 产品投产，将能够逐步改善氯碱业务的盈利。

在其他业务基本维持原状的基础上，我们对巨化股份近几年营业收入及毛利率的预测见图表 16。

图表 16 巨化股份营业收入及毛利率预测（万元）

|            |         | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业<br>务收入 | 氟产品     | 194,898 | 175,753 | 289,992 | 333,491 | 373,510 |
|            | YoY     |         | -9.8%   | 65.0%   | 15.0%   | 12.0%   |
|            | 氯碱产品    | 216,224 | 134,069 | 138,091 | 142,234 | 146,501 |
|            | YoY     |         | -38.0%  | 3.0%    | 3.0%    | 3.0%    |
|            | 酸产品     | 37,934  | 14,451  | 14,596  | 14,596  | 14,596  |
|            | YoY     |         | -61.9%  | 1.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
|            | 精细化工及其他 | 35,915  | 12,892  | 13,150  | 13,413  | 13,681  |
|            | YoY     |         | -64.1%  | 2.0%    | 2.0%    | 2.0%    |
|            | 其他业 CDM | 26,589  | 19,546  | 19,000  | 19,000  | 19,000  |
|            | 务收入 其他  | 21,309  | 13,249  | 13,249  | 13,249  | 13,249  |
| 营业收入合计     |         | 532,870 | 369,961 | 488,078 | 535,983 | 580,537 |
| YoY        |         |         | -30.6%  | 31.9%   | 9.8%    | 8.3%    |
| 毛利率        | 氟产品     | 9.5%    | 13.9%   | 26.5%   | 25.0%   | 23.0%   |
|            | 氯碱产品    | 6.0%    | 6.1%    | 5.0%    | 6.0%    | 8.0%    |
|            | 酸产品     | 7.6%    | -5.2%   | 2.0%    | 3.0%    | 3.0%    |
|            | 精细化工及其他 | 7.8%    | 6.0%    | 6.0%    | 6.0%    | 6.0%    |

数据来源：爱建证券研究发展总部

基于这样的假设，我们计算出巨化股份 2010 年至 2012 年的每股收益分别为 0.64 元、0.68 元及 0.71 元人民币。详细数据请看图表 17。

图表 17 巨化股份盈利预测结果（百万元）

|            | 2008    | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 5328.70 | 3699.61 | 4880.78 | 5359.83 | 5805.37 |
| 减：营业成本     | 4679.51 | 3190.26 | 3854.39 | 4250.27 | 4638.45 |
| 营业税金及附加    | 21.39   | 16.02   | 19.52   | 21.44   | 23.22   |
| 营业费用       | 70.62   | 63.85   | 74.46   | 81.77   | 88.57   |
| 管理费用       | 300.88  | 275.62  | 319.60  | 332.31  | 348.32  |
| 财务费用       | 130.99  | 90.75   | 119.72  | 131.48  | 142.40  |
| 资产减值损失     | 58.89   | 12.12   | 10.00   | 10.00   | 10.00   |
| 加：投资收益     | -1.00   | -18.05  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 公允价值变动损益   | -6.15   | 0.18    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他经营损益     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 营业利润       | 59.25   | 33.12   | 483.09  | 532.56  | 554.41  |
| 加：其他非经营损益  | 55.46   | 6.17    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 利润总额       | 114.71  | 39.30   | 483.09  | 532.56  | 554.41  |
| 减：所得税      | 35.49   | -53.16  | 91.77   | 114.79  | 120.25  |
| 净利润        | 79.22   | 92.46   | 391.32  | 417.77  | 434.16  |
| 减：少数股东损益   | -8.24   | -0.10   | -0.10   | -0.10   | -0.10   |
| 归属母公司股东净利润 | 87.47   | 92.56   | 391.22  | 417.67  | 434.06  |
| 每股收益(元)    | 0.16    | 0.17    | 0.64    | 0.68    | 0.71    |

数据来源：爱建证券研究发展总部

## 4. 估值及投资建议

从过去 5 年巨化股份的走势来看，其 PE 大部分时间都在 20 倍上下的区间波动，07 年大牛市期间，其 PE 值最高达到了 110 倍，不过随后跟随大盘回落。目前股价相对于 2010 年每股收益的 PE 是 14.71 倍（见图表 18）。我们认为从历史走势看，20 倍 PE 相对来说是应该较为合理的。

从图表 19 我们也可以看到，目前相关上市公司相对于 2010 年每股收益的平均 PE 为 19.93 倍，除去巨化股份的平均 PE 为 21.66 倍，也在 20 倍左右。

综合判断，我们认为巨化股份 12.8 元的 target 价格是较为合理的，相对于 2010 年每股收益 20 倍 PE，给予**强烈推荐**评级。

图表 18 巨化股份 PE 走势图



数据来源：爱建证券研究发展总部

图表 19 相关上市公司估值一览

| 代码        | 公司名称 | 股价        | EPS   |       |       |       | PE    |       |       | PB |
|-----------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
|           |      | 2007-7-16 | 2009A | 2010E | 2011E | 2009A | 2010E | 2011E | (MRQ) |    |
| 600160 SH | 巨化股份 | 9.40      | 0.15  | 0.64  | 0.68  | 62.25 | 14.71 | 13.78 | 2.51  |    |
| 002407 SZ | 多氟多  | 42.24     | 0.97  | 1.02  | 1.37  | 43.39 | 41.30 | 30.84 | 8.95  |    |
| 600309 SH | 烟台万华 | 14.63     | 0.64  | 0.98  | 1.31  | 22.82 | 14.95 | 11.17 | 4.56  |    |
| 0189 HK   | 东岳集团 | 1.66      | 0.08  | 0.19  | 0.24  | 20.75 | 8.74  | 6.92  | 1.72  |    |
| 平均        |      |           |       |       |       | 37.30 | 19.93 | 15.68 | 4.43  |    |
| 平均（除巨化股份） |      |           |       |       |       | 28.99 | 21.66 | 16.31 | 5.07  |    |

数据来源：爱建证券研究发展总部

请务必阅读正文之后的重要声明

| 报表预测       |         |         |         |         | 财务分析和估值指标汇总 |         |          |         |         |
|------------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|----------|---------|---------|
| 利润表        | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |             | 2009A   | 2010E    | 2011E   | 2012E   |
| 营业收入       | 3699.61 | 4880.78 | 5359.83 | 5805.37 | 收益率         |         |          |         |         |
| 减: 营业成本    | 3190.26 | 3854.39 | 4250.27 | 4638.45 | 毛利率         | 13.77%  | 21.03%   | 20.70%  | 20.10%  |
| 营业税金及附加    | 16.02   | 19.52   | 21.44   | 23.22   | 三费/销售收入     | 11.63%  | 10.53%   | 10.18%  | 9.98%   |
| 营业费用       | 63.85   | 74.46   | 81.77   | 88.57   | EBIT/销售收入   | 1.06%   | 10.98%   | 10.33%  | 9.57%   |
| 管理费用       | 275.62  | 319.60  | 332.31  | 348.32  | EBITDA/销售收入 | 9.36%   | 21.32%   | 19.74%  | 18.22%  |
| 财务费用       | 90.75   | 119.72  | 131.48  | 142.40  | 销售净利率       | 2.50%   | 8.02%    | 7.79%   | 7.48%   |
| 资产减值损失     | 12.12   | 10.00   | 10.00   | 10.00   | 资产获利率       |         |          |         |         |
| 加: 投资收益    | -18.05  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROE         | 4.66%   | 16.45%   | 14.94%  | 13.44%  |
| 公允价值变动损益   | 0.18    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROA         | 0.97%   | 14.12%   | 13.43%  | 11.79%  |
| 其他经营损益     | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROIC        | 3.34%   | 16.87%   | 15.45%  | 18.51%  |
| 营业利润       | 33.12   | 483.09  | 532.56  | 554.41  | 增长率         |         |          |         |         |
| 加: 其他非经营损益 | 6.17    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 销售收入增长率     | -30.57% | 31.93%   | 9.81%   | 8.31%   |
| 利润总额       | 39.30   | 483.09  | 532.56  | 554.41  | EBIT 增长率    | -65.74% | 1263.96% | 3.29%   | 0.34%   |
| 减: 所得税     | -53.16  | 91.77   | 114.79  | 120.25  | EBITDA 增长率  | -18.64% | 200.57%  | 1.70%   | -0.02%  |
| 净利润        | 92.46   | 391.32  | 417.77  | 434.16  | 净利润增长率      | 16.71%  | 323.23%  | 6.76%   | 3.92%   |
| 减: 少数股东损益  | -0.10   | -0.10   | -0.10   | -0.10   | 总资产增长率      | -2.91%  | -6.45%   | 8.62%   | 14.30%  |
| 归属母公司股东净利润 | 92.56   | 391.22  | 417.67  | 434.06  | 股东权益增长率     | 1.93%   | 19.69%   | 17.56%  | 15.52%  |
| 资产负债表      | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   | 经营营运资本增长率   | -19.63% | 21.84%   | 12.99%  | 12.79%  |
| 货币资金       | 325.37  | 358.42  | 1241.84 | 2133.22 | 资本结构        |         |          |         |         |
| 应收和预付款项    | 623.29  | 719.32  | 756.41  | 844.64  | 资产负债率       | 49.29%  | 35.48%   | 30.47%  | 29.96%  |
| 存货         | 154.80  | 278.18  | 199.27  | 321.78  | 投资资本/总资产    | 63.40%  | 74.04%   | 56.99%  | 40.25%  |
| 其他流动资产     | 7.24    | 7.24    | 7.24    | 7.24    | 带息债务/总负债    | 40.52%  | 50.37%   | 54.00%  | 48.05%  |
| 长期股权投资     | 164.54  | 164.54  | 164.54  | 164.54  | 流动比率        | 0.86    | 2.15     | 4.06    | 4.73    |
| 投资性房地产     | 16.98   | 14.59   | 12.20   | 9.81    | 速动比率        | 0.74    | 1.71     | 3.69    | 4.27    |
| 固定资产和在建工程  | 2622.51 | 2140.88 | 1659.24 | 1177.60 | 股利支付率       | 0.00%   | 0.00%    | 0.00%   | 0.00%   |
| 无形资产和开发支出  | 139.45  | 111.15  | 82.85   | 54.55   | 收益留存率       | 100.00% | 100.00%  | 100.00% | 100.00% |
| 其他非流动资产    | 4.11    | 2.06    | 0.00    | 0.00    | 资产管理效率      |         |          |         |         |
| 资产总计       | 4058.30 | 3796.36 | 4123.58 | 4713.38 | 总资产周转率      | 0.91    | 1.29     | 1.30    | 1.23    |
| 短期借款       | 810.49  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 固定资产周转率     | 1.52    | 2.28     | 3.23    | 4.93    |
| 应付和预收款项    | 276.40  | 433.76  | 343.20  | 498.85  | 应收账款周转率     | 9.50    | 23.94    | 11.97   | 22.50   |
| 长期借款       | 678.50  | 678.50  | 678.50  | 678.50  | 存货周转率       | 20.61   | 13.86    | 21.33   | 14.41   |
| 其他负债       | 234.98  | 234.86  | 234.86  | 234.86  | 业绩和估值指标     | 2009A   | 2010E    | 2011E   | 2012E   |
| 负债合计       | 2000.36 | 1347.12 | 1256.57 | 1412.21 | EBIT        | 39.30   | 535.99   | 553.64  | 555.52  |
| 股本         | 556.80  | 556.80  | 556.80  | 556.80  | EBITDA      | 346.13  | 1040.38  | 1058.02 | 1057.85 |
| 资本公积       | 563.45  | 563.45  | 563.45  | 563.45  | NOPLAT      | 87.03   | 434.17   | 434.30  | 435.03  |
| 留存收益       | 867.51  | 1258.83 | 1676.59 | 2110.75 | 净利润         | 92.56   | 391.32   | 417.77  | 434.16  |
| 归属母公司股东权益  | 1987.76 | 2379.08 | 2796.84 | 3231.00 | EPS         | 0.151   | 0.639    | 0.682   | 0.709   |
| 少数股东权益     | 70.17   | 70.17   | 70.17   | 70.17   | BPS         | 3.245   | 3.884    | 4.566   | 5.275   |
| 股东权益合计     | 2057.93 | 2449.25 | 2867.02 | 3301.17 | PE          | 60.68   | 14.71    | 13.78   | 13.26   |
| 负债和股东权益合计  | 4058.30 | 3796.36 | 4123.58 | 4713.38 | PEG         | 0.90    | -0.25    | N/A     | N/A     |
| 现金流量表      | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   | PB          | 2.83    | 2.42     | 2.06    | 1.78    |
| 经营性现金净流量   | 446.46  | 896.56  | 904.50  | 892.50  | PS          | 1.52    | 1.15     | 1.05    | 0.97    |
| 投资性现金净流量   | 19.05   | -0.12   | 0.00    | 0.00    | PCF         | 12.58   | 6.26     | 6.21    | 6.29    |
| 筹资性现金净流量   | -163.95 | -863.39 | -21.08  | -1.11   | EV/EBIT     | 144.82  | 10.33    | 8.42    | 6.79    |
| 现金流量净额     | 302.06  | 33.05   | 883.42  | 891.38  | EV/EBITDA   | 16.44   | 5.32     | 4.40    | 3.57    |
|            |         |         |         |         | EV/NOPLAT   | 65.39   | 12.75    | 10.73   | 8.67    |
|            |         |         |         |         | EV/IC       | 2.21    | 1.97     | 1.98    | 1.99    |
|            |         |         |         |         | ROIC-WACC   | 3.34%   | 15.48%   | 13.79%  | 16.45%  |
|            |         |         |         |         | 股息率         | 0.000   | 0.000    | 0.000   | 0.000   |

---

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

### ● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

### ● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发,需注明出处为爱建证券研究发展总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。