

巨化股份 600160



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

业绩创出新高 仍有增长潜力

事件:

公司14日公布半年报, 2010年上半年巨化股份实现营业收入2,485百万元, 比去年同期增长了38.3%; 归属于上市公司股东的净利润207百万元, 同比大幅提高233%; 实现每股收益0.338元, 比去年同期大幅上升了201%, 创出历史同期最好水平。

主要观点:

- **氟产品收入翻番是公司业绩创出历史新高的决定性因素。**由于近期以制冷剂为主的氟化工产品需求旺盛而供应相对紧张, 公司产品价格出现较大幅度的恢复性上涨, 公司上半年氟产品营业收入同比增长了99%。在氯碱、酸产品营收出现下滑的情况下, 保证了公司营收的大幅增长。

- **公司毛利率有了大幅度的提升。**公司通过充分发挥公司氟化工与氯碱化工产业链配套、协同效应, 使得氟产品毛利率比上年同期增加了14.8个百分点, 达25.5%。而部分亏损产品在生产平衡的前提下尽量减产、限产, 使得公司整体毛利率也比上年同期增加了11.9个百分点, 达23.8%。

- **公司产能扩张项目进展顺利, 为未来业绩持续增长打下基础。**46万吨/年离子膜烧碱技改工程一期已经正式投产, 二期工程有望年内投产; 公司2.5万吨/年TCE(三氯乙烯)装置扩产至5万吨技改项目设备安装完成开始试车; VDF/PVDF一期工程中VDF已准备试车, PVDF土建完工, 部分开始设备安装。

- **CDM收入确认是下半年利润保持较高水平的重要保障。**公司2010年上半年确认CDM收入36.8百万元, 与我们估计的全年1.9亿元有较大差距, 我们认为主要原因是CDM减排量审核周期较长, 收入确认时间延后所致。不过我们认为公司CDM全年收入达到预期问题不大, 这部分业绩将会在下半年释放。

- **公司三季度预增15倍。**公司公告称, 受益于需求增长公司氟化工产品价格大幅上涨, 经公司初步测算2010年1-9月份归属于上市公司股东的净利润与去年同期相比增长1500%以上。

- **维持公司强烈推荐评级。**我们维持对巨化股份2010年全年每股收益0.64元的预测, 目标价格12.8元不变, 相对于2010年每股收益20倍PE, 维持强烈推荐评级。

化工新材料

2010-08-14

评级

强烈推荐(维持)

目标价格

12.80

当前价格

11.08

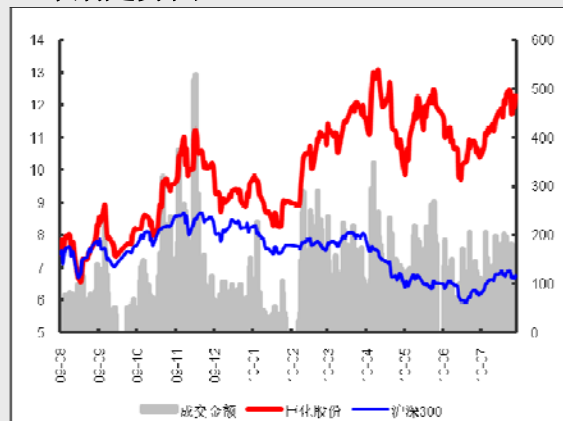
基础数据

总市值(百万)	6,786.28
总股本/流通股本(百万)	612.48/612.48
流通市值(百万)	6,786.28
每股净资产	3.51
净资产收益率	9.94%

交易数据

52周内股价区间	13.42/6.39
2010年预估市盈率	17.3
市净率(MRQ)	3.16

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:

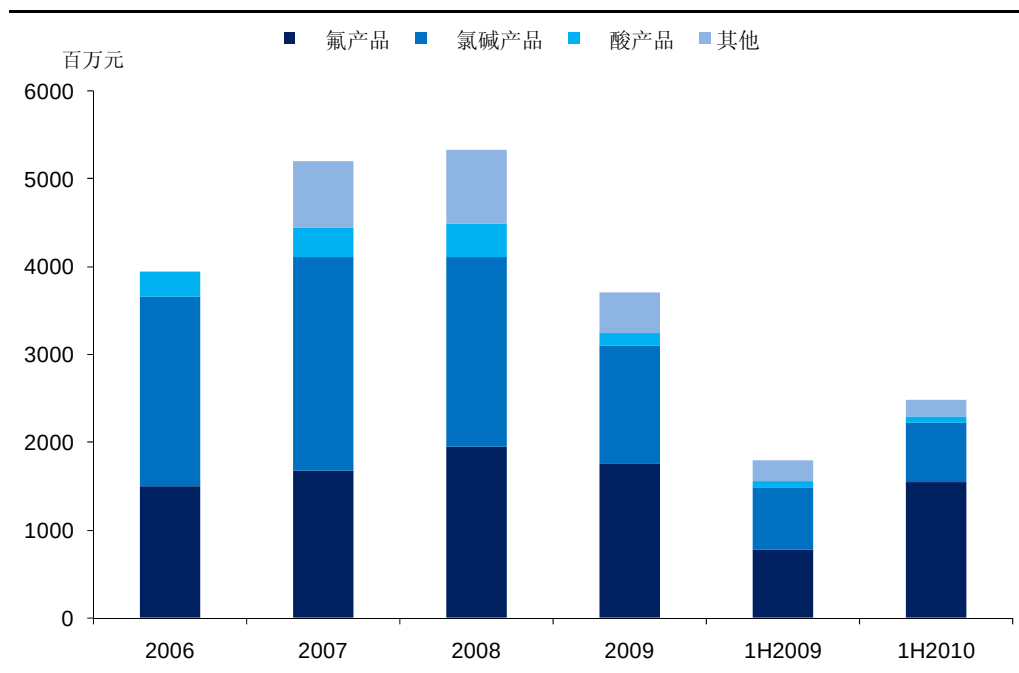
近看制冷剂, 远看氟材料——巨化股份(600160)调研报告

2010-07-16

一、氟产品收入翻番是公司业绩创出历史新高的决定性因素

由于近期以制冷剂为主的氟化工产品需求旺盛而供应相对紧张，公司产品价格出现较大幅度的恢复性上涨，公司上半年氟产品实现营业收入1,543百万元，比去年同期增长了99.1%；氯碱产品实现营业收入685百万元，比去年同期减少4.0%；酸产品实现营业收入63百万元，比去年同期减少9.9%。在氯碱产品、酸产品收入出现下滑的情况下，氟产品收入保证了公司营收的大幅增长（见图表1）。

图表 1 巨化股份分产品营业收入

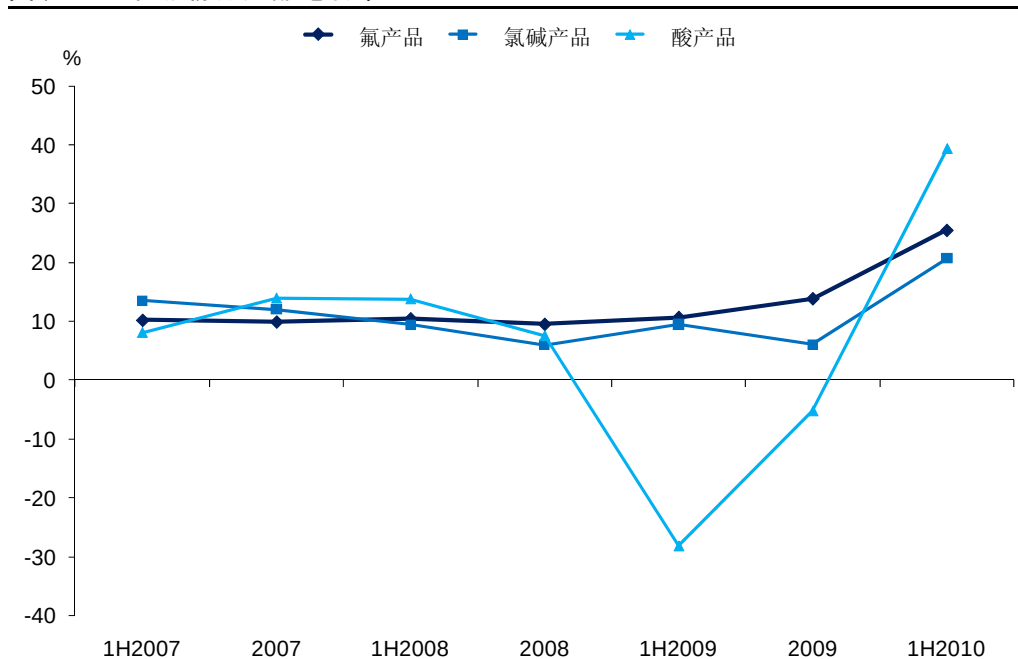


数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

二、公司毛利率有了大幅度的提升

由于近期以制冷剂为主的氟化工产品需求旺盛而供应相对紧张，公司产品价格出现较大幅度的恢复性上涨，氟产品毛利率比去年同期增加了 14.8 个百分点，达到 25.5%。公司通过发挥产业链的配套、协同效应以及在生产平衡的前提下停产、限产亏损产品，使得氯碱产品的毛利率从去年同期的 9.5% 上升到 20.7%，增加了 11.2 个百分点，酸产品更是从去年同期的 -28.2% 上升到 39.4%，增加了 67.5 个百分点。公司整体毛利率也比去年同期上升了 10.9 个百分点，达 23.8%（见图表 2）。

图表 2 巨化股份分产品毛利率



数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

三、公司产能扩张项目进展顺利，为未来业绩持续增长打下基础

公司 46 万吨/年离子膜烧碱技改工程一期已经正式投产，二期工程也建设了一半，有望年内投产；公司 2.5 万吨/年 TCE（三氯乙烯）装置扩产至 5 万吨技改项目设备安装完成开始试车；VDF/PVDF 一期工程中 VDF 已准备试车，PVDF 土建完工，部分开始设备安装。随着这些设备的陆续投产，公司未来业绩有望保持良好增长。

图表 3 巨化股份改扩建工程项目进度表

工程名称	工程进度	备注
干法乙炔节能技改项目	100%	完工转固定资产。
46 万吨/年离子膜烧碱技改工程	88%	一期工程：主装置试生产结束，已经完工暂估结转。 二期工程：2 台电槽到安装完、2 台电槽订制阶段。
5 万吨 TCE 装置技改项目	57%	设备安装完成，单机试车。
VDF/PVDF 项目一期	28%	VDF 投料试车准备，PVDF 土建基本完工交付安装，部分设备安装。

数据来源：公司公告，爱建证券研究发展总部

请务必阅读正文之后的重要声明

四、CDM收入确认是下半年利润保持较高水平的重要保障

公司目前有3个CDM项目在联合国注册，其中两个R23分解项目08及09年分别为公司带来2.66亿元及1.95亿元的收入，贡献了0.42元及0.30元的每股收益。2010年上半年公司仅确认CDM收入36.8百万元，与我们估计的全年1.9亿元有较大差距，我们认为主要原因是CDM减排量审核周期较长，收入确认时间延后所致。不过我们认为公司CDM全年收入达到预期问题不大，这将成为下半年利润保持较高水平的重要保障。

图表 4 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 (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

五、公司三季度预增15倍

公司公告称，受益于需求增长公司氟化工产品价格大幅上涨，经公司初步测算2010年1-9月份归属于上市公司股东的净利润与去年同期相比增长1500%以上。根据公司2009年前三季度归属于母公司股东的净利润1,697万元计算，公司2010年前三季度净利润有望达到27,152万元，折合每股收益0.44元。

六、维持公司强烈推荐评级

我们维持对巨化股份2010年至2012年每股收益0.64元、0.68元及0.71元的预测。目标价格12.8元不变，相对于2010年每股收益20倍PE，维持**强烈推荐**评级。

公司研究

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%
资产负债率	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。