

化工新材料III



郑方铤 S0190207120108
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

毛伟 S0630208120082
021-3856 5792
maowei@xyzq.com.cn

巨化股份 (600160)

围绕主业做大做强，稳健发展前景光明

2010 年 12 月 30 日

投资要点

事件：

巨化股份发布公告，董事会通过《2011 年非公开发行股票方案的议案》，拟以不低于 19.93 元/股的价格，非公开发行不超过 8500 万股，募集资金不超过 16.5 亿，投资以下项目：(1) 20kt/a TFE 及其下游产品项目，(2) 49kt/a 新型氟致冷剂项目，(3) 28kt/a 新型食品包装材料项目，(4) 30kt/a ODS 替代品技改项目，(5) 购买土地使用权项目，(6) 补充流动资金。其中大股东巨化集团承诺认购不低于本次非公开发行股份总数的 10%。

点评：

- **增发项目完成后，产品结构将更为优化，盈利能力得到提升。**公司拟投资的 4 个项目具备以下两个特点，一方面项目以新产品为主，国内都处于发展初期，如 PVDC，HFC125，HFC-32，FEP 等；另一方面各个项目并不是独立的，都能融入公司现有产品体系。如 30kt/a 的 PCE 原料来自于公司自产的甲烷氯化物，而自身又能供给 HFC-125 作为原料，TFE 是 F22 的下游产品，同样又是公司含氟聚合物，HFC-125 的原料。因此我们认为上述项目贯彻了公司围绕主营业务，发挥竞争优势；以延伸产业链，优化产品结构，提升产品档次为目标的发展战略；上述新项目将充实公司现有的产品网络，对公司未来做大做强将起到非常关键的作用。公司所有项目投产后，根据公司公告预测，每年将新增营业收入 27.8 亿元，新增净利润 3.4 亿元，假设此次发行 8500 万股计算，EPS 将能提升 0.49 元左右。
- **增发项目体现公司的技术底蕴，投资时点正合时宜。**公司拥有国家级企业技术中心，博士后工作站以及国家氟材料工程技术研究中心；此次拟投资项目体现了公司的技术底蕴。PVDC 作为二战美军战时食品保鲜的专用材料，虽然目前已广泛应用于食品保鲜行业，但其合成工艺仅有 DOW，日本吴羽公司和旭一道公司等少数几家公司所掌握。公司 2000 年投入该项目，经过 10 年的努力实现了稳定生产，产品未来在国内保鲜膜和食品包装市场具有很大的发展空间。公司的 HFC-125，HFC-32 等制冷剂新品种虽早已完成了技术储备，但是并没有在市场中率先推出，公司产品一直以 F22 和 F134-a 等传统品种为主。而目前 HFC-125 以及其与 HFC-32 混配的 HFC-410A 逐步完成导入期，公司即开始小规模生产，大规模建设。因此当 2-3 年后，HFC-125，HFC-410A 等新型制冷剂逐渐成为主流品种时，公司项目也恰好完工，可实现投资效益最大化。

- **大股东参与增发表明集团对公司长期发展充满信心。**公司作为巨化集团最核心的资产和唯一的资本平台，是集团十二五期间成功实现转型升级，由基础化工向材料化工转变的关键；因此公司发展和集团发展的方向一致。而大股东巨化集团承诺以现金方式按照与其他发行对象相同的认购价格，认购不低于次非公开发行股份总数的 10%，所认购的股份的限售期为三十六个月。大股东参与增发也表明集团对公司的长期发展充满信心。
- **行业景气，政策支持；公司业绩将持续增长，维持“推荐”评级。**我们对于氟化工行业仍维持前期观点：
1. 从行业周期分析，由于前期行业低迷，部分闲置产能已淘汰，国内目前实际产能基本平衡，而未来 F22 等产能扩张受限；此外受到国外装置关停，原材料供应短缺等因素的影响，我们判断氟化工行业景气周期将持续。
2. 政策方面，国家对于萤石资源及氟化工产业的扶持政策有利于进一步改善氟化工行业的供求结构，推动氟化工产业链价格上涨；而公司作为国有龙头企业将尤为收益。我们暂不考虑增发股本摊薄以及增发项目对利润的贡献，预计公司 2010，2011，2012 年 EPS 分别为 0.85 元，1.08 元和 1.46 元，维持“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1140	1559	1689	2236
货币资金	355	536	586	1070
交易性金融资产	7	0	0	0
应收账款	52	89	88	96
其他应收款	50	115	134	163
存货	155	223	235	233
非流动资产	2959	3011	3280	3366
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	2355	2582	2642
在建工程	191	296	348	374
油气资产	0	0	0	0
无形资产	138	139	139	139
资产总计	4099	4570	4969	5603
流动负债	1328	1351	1155	953
短期借款	810	726	505	300
应付票据	69	76	82	82
应付账款	143	189	206	206
其他	306	360	362	365
非流动负债	713	712	717	714
长期借款	679	679	679	679
其他	34	34	38	36
负债合计	2041	2063	1872	1667
股本	557	557	557	557
资本公积	563	563	563	563
未分配利润	677	1059	1574	2304
少数股东权益	70	90	108	135
股东权益合计	2058	2506	3096	3935
负债及权益合计	4099	4570	4969	5603

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	93	473	572	812
折旧和摊销	307	281	321	365
资产减值准备	-23	133	-138	15
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	107	93	72
投资损失	18	0	0	0
少数股东损益	-0	20	24	34
营运资金的变动	-122	148	66	75
经营活动产生现金流量	613	848	820	1220
投资活动产生现金流量	62	-449	-450	-450
融资活动产生现金流量	-164	-218	-319	-285
现金净变动	511	181	50	484
现金的期初余额	161	355	536	586
现金的期末余额	672	536	586	1070

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3700	5359	5699	6025
营业成本	3190	3782	4119	4120
营业税金及附加	16	24	26	27
销售费用	64	134	114	120
管理费用	276	589	570	602
财务费用	91	107	93	72
资产减值损失	12	170	50	50
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-18	0	0	0
营业利润	33	553	727	1032
营业外收入	14	30	0	0
营业外支出	8	10	1	1
利润总额	39	573	727	1032
所得税	-53	80	131	186
净利润	92	493	596	846
少数股东损益	-0	20	24	34
归属母公司净利润	93	473	572	812
EPS（元）	0.17	0.85	1.03	1.46

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-30.6%	44.9%	6.3%	5.7%
营业利润增长率	-44.1%	1570.0%	31.5%	41.9%
净利润增长率	5.8%	411.2%	20.9%	41.9%
盈利能力(%)				
毛利率	13.8%	29.4%	27.7%	31.6%
净利率	2.5%	8.8%	10.0%	13.5%
ROE	4.7%	19.6%	19.1%	21.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	49.8%	45.2%	37.7%	29.8%
流动比率	0.86	1.15	1.46	2.35
速动比率	0.74	0.99	1.26	2.10
营运能力(次)				
资产周转率	0.89	1.24	1.19	1.14
应收帐款周转率	34.89	53.18	47.52	46.73
每股资料(元)				
每股收益	0.17	0.85	1.03	1.46
每股经营现金	0.64	1.52	1.47	2.19
每股净资产	3.57	4.34	5.37	6.83
估值比率(倍)				
PE	55.83	10.92	9.03	6.36
PB	2.60	2.14	1.73	1.36

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% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。