

化工新材料 II

巨化股份 (600160. SH) / 22.55 元

2010 年业绩超预期 制冷剂价格创新高

事 项

巨化股份公布修正后的业绩预告：预计公司 2010 年归属于上市公司股东的净利润同比增长 500% 以上，该数据大大高于 2010 年 10 月底公司公告的“同比增长 350% 以上”。

主要观点

- 1、四季度制冷剂价格继续大幅上涨是公司业绩超预期的主要原因。
- 2、对于制冷剂行业更新换代，我们继续坚持 2010 年 5 月份的观点：“对于制冷剂行业的 F22 和 R134a 并不悲观。”
- 3、制冷剂价格有进一步上涨的空间。继续坚持 9 月份行业报告《氟化工：强制性资源整合下投资价值凸现》中的观点：国家控制萤石和氢氟酸出口的背景下，氟化工产品价格上涨。
- 4、盈利预测与投资建议
调高巨化股份 2010 年、2011 年和 2012 年的盈利预测为 EPS0.92 元、1.05 元和 1.09 元。维持推荐评级。请关注每周更新的《华创证券化工新材料数据周报》中的制冷剂价格走势。

风险提示

新的三氯乙烯装置投产影响制冷剂原料供需，可能导致制冷剂价格下降。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：何多粮
Tel: 010-59370862
Email: heduoliang@hczq.com

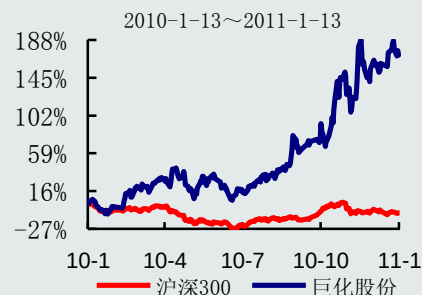
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	61248
流通 A 股/B 股(万股)	61248/0
资产负债率(%)	52.88
每股净资产(元)	3.57
市盈率(倍)	149.22
市净率(倍)	6.32
12 个月内最高/最低价	25.18/8.1

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

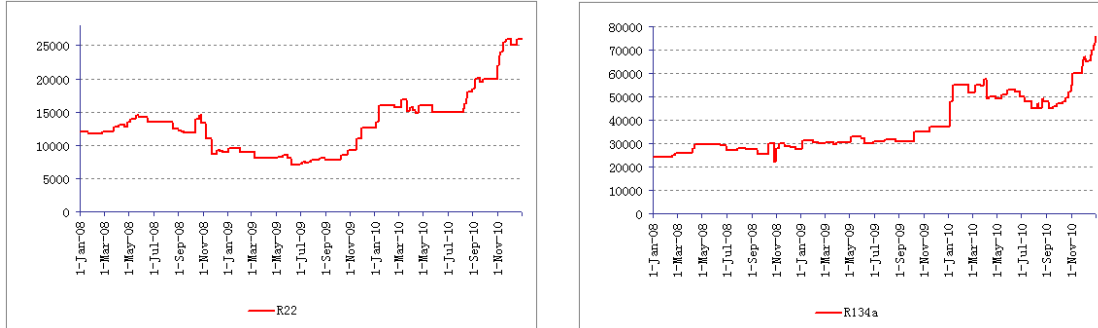
相关研究报告

- 《非公开增发大幅提升公司长期盈利能力》 2010-12-30
- 《产品价格大幅上涨，业绩暴增》 2010-10-27
- 《发展前景明朗 业绩大幅增长》 2010-05-28

一、四季度制冷剂价格继续大幅上涨是公司业绩超预期的主要原因

四季度是不是传统的制冷剂销售旺季，但四季度制冷剂价格出现大涨。巨化股份主要产品制冷剂 R-22 在 2010 年平均价格比 2009 年均价高 1 倍，最高价格是去年均价的 3 倍；另一个主要产品制冷剂 R134a 在 2010 年平均价格是 2009 年平均价格的 1.8 倍。

图表 1 巨化股份主要制冷剂价格



资料来源：华创证券

二、对于制冷剂行业更新换代，我们继续坚持 2010 年 5 月份的观点：“对于制冷剂行业的 F22 和 R134a 并不悲观。”

从行业来看，F11 和 F12 已经退出了增量市场，三年内 F22 也面临这种现实；R134a 也不是鼓励发展的产品（欧美等发达国家已经开始减少或停止 R134a 用于汽车空调）。但我们认为对巨化股份带来了更好的发展机遇，基于以下原因：

1、停止 F22 作为直接产品销售，主要是停止 F22 作为新制冷设备的制冷剂，对于存量的使用 F22 的空调，每年需要补充 F22，一定需要至少保留一家 F22 生产企业供应存量的使用 F22 的空调。巨化股份作为优势企业，是保留生产该产品的首选（F11 和 F12 淘汰时，巨化股份为国内唯一保留生产 F11 和 F12 就是一个很好的例子）。

2、在 F22 和 R134a 淘汰过程中，发达国家往往先行停产，导致产品价格上涨，在过渡期给国内生产企业带来一定的机会。

三、制冷剂价格有进一步上涨的空间

我们在 9 月份行业报告《氟化工：强制性资源整合下投资价值凸现》中已经有详细阐述：国家控制萤石和氢氟酸出口的背景下，氟化工产品价格将出现上涨。制冷剂产品价格涨幅大大超出市场预期的一个原因是国外部分制冷剂厂商关停以及制冷剂原料三氯乙烯厂商关停，三氯乙烯价格上涨推动产品价格上涨，巨化股份产业链完整，自给三氯原料，充分享受产品涨价带来的利益。

四、盈利预测与投资建议

调高巨化股份 2010 年、2011 年和 2012 年的盈利预测为 EPS0.92 元、1.05 元和 1.09 元。维持推荐评级。请关注每周更新的《华创证券化工新材料数据周报》中的制冷剂价格走势。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1220	1952	2733	3497
现金	357	1085	1746	2453
应收账款	64	72	82	84
其它应收款	51	119	153	120
预付账款	198	224	243	270
存货	205	193	199	215
其他	345	259	311	356
非流动资产	3279	2971	2711	2422
长期投资	165	139	165	156
固定资产	2681	2374	2065	1753
无形资产	154	169	172	174
其他	279	289	310	338
资产总计	4499	4923	5445	5919
流动负债	1666	1531	1600	1610
短期借款	810	855	875	847
应付账款	155	139	135	154
其他	701	538	590	609
非流动负债	713	691	691	745
长期借款	679	651	654	708
其他	34	40	37	37
负债合计	2379	2223	2291	2355
少数股东权益	86	100	116	133
股本	557	612	612	612
资本公积金	643	635	689	752
留存收益	834	1353	1737	2067
归属母公司股东权益	2034	2600	3038	3431
负债和股东权益	4499	4923	5445	5919

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	356	802	1031	1129
净利润	92	577	660	686
折旧摊销	307	324	324	324
财务费用	91	105	116	119
投资损失	18	1	7	9
营运资金变动	-174	-222	-71	-7
其它	21	16	-5	-2
投资活动现金流	19	-5	-51	-14
资本支出	221	0	0	0
长期投资	-16	-25	26	-9
其他	225	-30	-26	-22
筹资活动现金流	-164	-59	-298	-379
短期借款	-150	44	21	-28
长期借款	188	-27	2	54
普通股增加	0	56	0	0
资本公积增加	80	-8	54	63
其他	-282	-124	-375	-468
现金净增加额	211	738	682	736

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3700	4518	4797	4978
营业成本	3190	3377	3496	3614
营业税金及附加	16	19	20	21
营业费用	64	69	73	79
管理费用	276	277	307	332
财务费用	91	105	116	119
资产减值损失	12	29	33	25
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-18	-1	-7	-9
营业利润	33	640	744	778
营业外收入	14	48	43	39
营业外支出	8	9	10	10
利润总额	39	679	777	807
所得税	-53	102	117	121
净利润	92	577	660	686
少数股东损益	-0	14	16	17
归属母公司净利润	93	563	644	669
EBITDA	431	1069	1183	1222
EPS（元）	0.17	0.92	1.05	1.09

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-30.6%	22.1%	6.2%	3.8%
营业利润	-44.1%	1831.3%	16.2%	4.7%
归属母公司净利润	5.8%	508.4%	14.4%	3.9%
获利能力				
毛利率	13.8%	25.2%	27.1%	27.4%
净利率	2.5%	12.5%	13.4%	13.4%
ROE	4.6%	21.7%	21.2%	19.5%
ROIC	8.9%	30.6%	42.3%	57.8%
偿债能力				
资产负债率	52.9%	45.2%	42.1%	39.8%
净负债比率	71.00%	77.97%	76.71%	75.30%
流动比率	0.73	1.27	1.71	2.17
速动比率	0.61	1.14	1.57	2.03
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.96	0.93	0.88
应收账款周转率	47	63	59	58
应付账款周转率	23.10	23.02	25.59	25.02
每股指标(元)				
每股收益	0.15	0.92	1.05	1.09
每股经营现金	0.58	1.31	1.68	1.84
每股净资产	3.32	4.25	4.96	5.60
估值比率				
P/E	62.86	11.37	9.93	9.56
P/B	2.86	2.46	2.11	1.87
EV/EBITDA	18	7	6	6

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801