



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年2月11日

化工

研究部

高峰

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210070001

gaozheng@cicc.com.cn

关滨

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

上调至推荐

巨化股份 (600160.CH)

业绩将再超预期, 政策将成为催化剂

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	3,700	4,331	5,395	6,515	7,586
(+/-)	-31%	17%	25%	21%	16%
主营业务利润	493	1,375	1,702	2,299	2,901
(+/-)	-21%	179%	24%	35%	26%
净利润	93	560	826	1,196	1,573
每股盈利(元)	0.17	0.91	1.35	1.95	2.57
(+/-)	6%	450%	48%	45%	32%
市盈率	124.8	22.7	15.4	10.6	8.1
市净率	5.81	5.58	4.69	3.82	3.07
EV/EBITDA	27.78	12.25	10.19	7.33	5.53
净资产收益率	4.7%	24.6%	30.5%	35.9%	38.0%
ROCE	3.5%	18.8%	23.3%	27.4%	29.0%
现金分红收益率	0.4%	2.1%	3.1%	4.5%	6.0%
每股经营现金流(元)	0.6	1.5	1.8	2.5	3.2
股价/经营现金	32.5	14.2	11.4	8.4	6.6

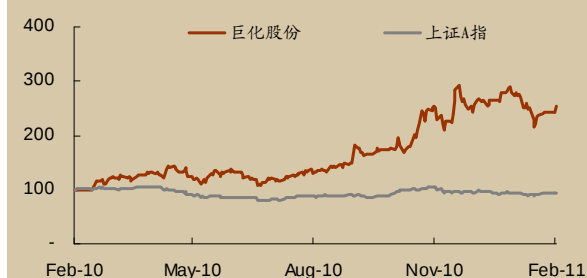
股票信息

	A股
当前股价	人民币 20.74
股票代码	600160.CH
日成交量(百万股)	8.4
52周最高价/最低价	人民币 25.18/7.56
发行股数(百万股)	612
其中: 流通股(百万股)	557
主要股东(持股比例)	巨化集团公司(56.48%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600160.SH]	+4.17	-7.12	-0.38	-8.55
[上证A股指数]	+0.69	+0.95	-9.57	+0.36

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资亮点:

未来2年业绩将再超预期: 2010-2012 净利润复合增长率有望达到 46%。利润增长主要来自于公司的主要产品 R22 和 R134a, 产品均价将远高于 2010 年, 预计增幅分别为 38%和 16%。

R22 作为家用空调制冷剂具有臭氧层破坏效应, 发达国家和发展中国家将分别于 2020 年和 2030 年淘汰。2010 年发达国家已经禁止在新生产空调上使用 R22, 国外的 R22 以及上游甲烷氯化物产能已开始陆续关停, 国内开始限制 R22 扩产。目前替代 R22 的新型制冷剂为 R410, 但 R410 替换并未大幅影响 R22 的需求, 相反国外产能淘汰过快, 导致了更为严重的供需缺口, 未来 3 年 R22 的供给缺口仍将存在。公司对新型制冷剂技术已有储备, 未来将从 R22 的产业链衍生中获益。

R134a 作为汽车用制冷剂, 不破坏臭氧层, 但是具有较高的温室效应, 但是由于选取何种替代品还存在分歧, 预计未来 3 年 R134a 仍将占据汽车用制冷剂市场的主导地位。国外出现了 R134a 的产能关停现象, 国内 R134a 装置运行也极不稳定, 引发了明显的供需缺口。未来 2 年国内新增的 R134a 产能将弥补国外产能的关停, 预计供给将保持紧平衡状态。

政策将成为另一股价催化剂: 2010 年已对萤石和氢氟酸行业设立了开采和生产的准入标准, 未来对于含氟氯烃(如 R22 等)行业也会采取相应的限制, 目前具备产能的生产企业将会受益。同时, 国家可能对包括巨化在内的少数几家生产型龙头企业实施资源倾斜政策, 公司有望从政策扶持中受益, 获得上游萤石资源。

风险:

1、需求大幅下滑; 2、市场估值中枢下行。

估值与建议:

我们上调公司 2010-2012 年 EPS 预测至 0.91、1.35 和 1.95 元, 对应 2010-2012 年 PE 分别为 23x、15x 和 11x, 上调评级至推荐。

氟化工行业向高附加值产品转型势在必行, 中国具备萤石资源和高端氟化工技术的一体化氟化工生产企业将会在国家政策的扶持中脱颖而出, 我们认为巨化股份技术储备充足具备成长为该类企业的潜力。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

业绩将再超预期：供需偏紧将延续

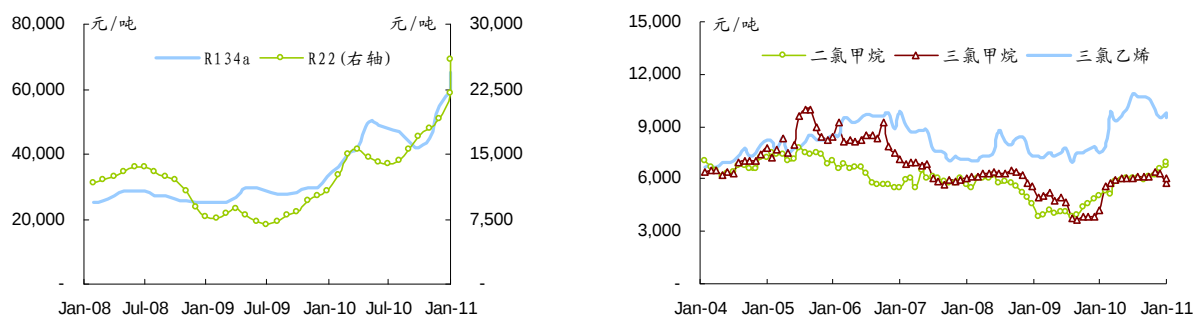
由于海外产能持续关闭，国内限制产能扩张，2011 年公司主要产品 R22 和 R134a 供给瓶颈仍难以突破，产品均价将远高于 2010 年，预计增幅分别为 38%和 16%，2011-2012 年业绩或将再超预期。

图表 1：公司盈利预测主要假设

R22	2010E	2011E	2012E
销量（吨）	80,000	95,000	100,000
销售单价（含税）	16,000	22,000	24,000
毛利率	24%	26%	30%
EPS	0.15	0.29	0.43
R134a			
销量（吨）	12,000	16,000	30,000
销售单价（含税）	46,500	54,000	52,000
毛利率	73%	73%	71%
EPS	0.35	0.54	0.94
其它业务			
EPS	0.42	0.52	0.58
合计EPS	0.91	1.35	1.95

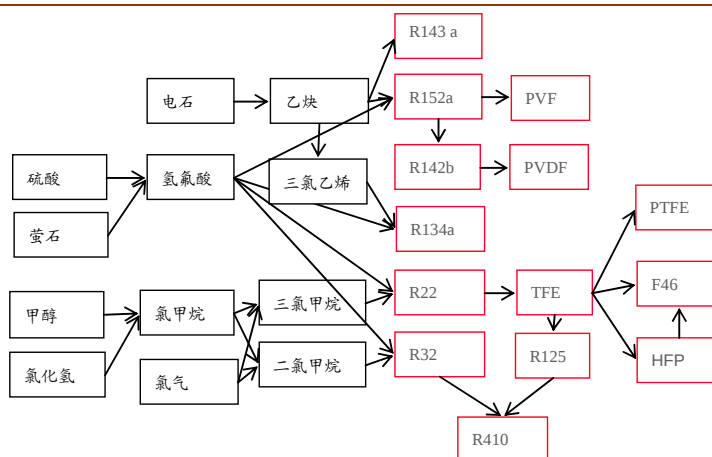
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：R134a 和 R22 价格走势（左图）；甲烷氯化物及三氯乙烯产品价格走势（右图）



资料来源：产业在线，化工七日讯，中国石化化工行业协会，中金公司研究部

图表 3：巨化股份产业链



资料来源：公司信息，中金公司研究部

R22：国际产能淘汰过快，国内产能限制扩张

R22 作为家用空调制冷剂具有臭氧层破坏效应，蒙特利尔议定书 2007 修改版加快了淘汰含氯氟烃 HCFCs（R22 等）的进程，发达国家最终将在 2020 年淘汰，发展中国家最终在 2030 年淘汰。2010 年发达国家已经禁止在新生产空调上使用 R22，国外的 R22 以及上游甲烷氯化物产能已开始陆续关停，国内开始限制 R22 扩产。

目前替代 R22 的新型制冷剂为 R410（R125 和 R32 按 1: 1 比例混配而成）。国内 R125 主要通过 R22 生产（1 吨 R22 产 0.6 吨 R125）。R410 替换并未大幅影响 R22 的需求，相反国外产能淘汰过快，导致了更为严重的供需缺口，未来 3 年 R22 的供给缺口仍将存在。

R22 下游主要用作家用空调制冷剂、聚合物 PTFE 等。其中聚合物占比份额约 45%，其需求增长比较稳定，年均增速约为 12%。而空调制冷剂需求占下游比重约为 51%，预计未来三年需求增速为 15% 左右。

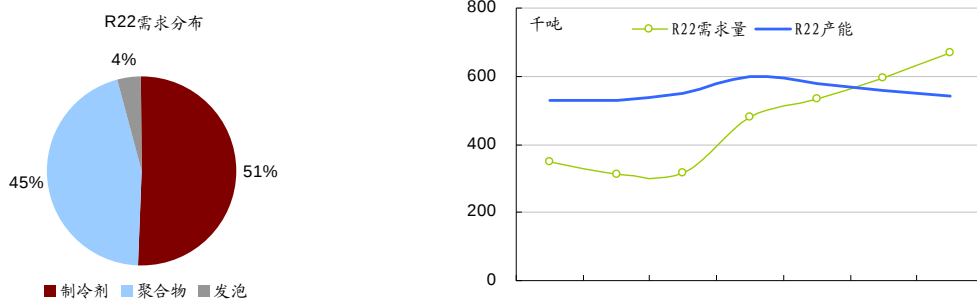
预计未来 3 年全球范围内 R22 产能将继续减少，而需求将维持稳步增长，产品价格将维持高位。2011 年 R22 销售均价预计约为 22000 元/吨，将较 2010 年均价 16000 元/吨上涨 38%。

图表 4：《蒙特利尔议定书》2007 年修改版加快 HCFCs 淘汰进程

	发达国家		发展中国家
	欧盟	美国	
1989		基准年	
1996		冻结	
2000	禁止在新设备上使用		
2009			基准年
2010	在维修时不能使用	禁止在新设备上使用	冻结
2013			冻结
2015	彻底淘汰		削减 10%
2020		彻底淘汰	削减 35%
2025			削减 67.5%
2030		允许有 0.5% 维修用	淘汰
2040			允许有年平均 2.5% 维修用

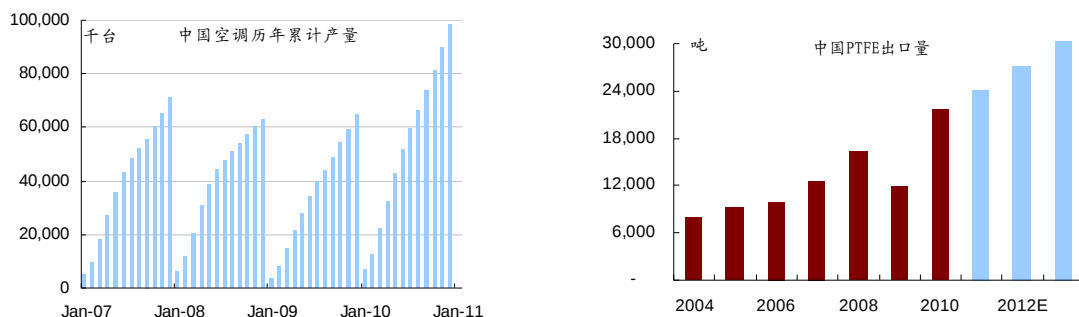
资料来源：《蒙特利尔议定书》，中金公司研究部

图表 5：R22 需求分布（左图）；R22 供需逐步吃紧（右图）



资料来源：产业在线，百川资讯，中金公司研究部

图表 6：中国空调历年产量（左图）；中国 PTFE 出口量将保持快速增长（右图）



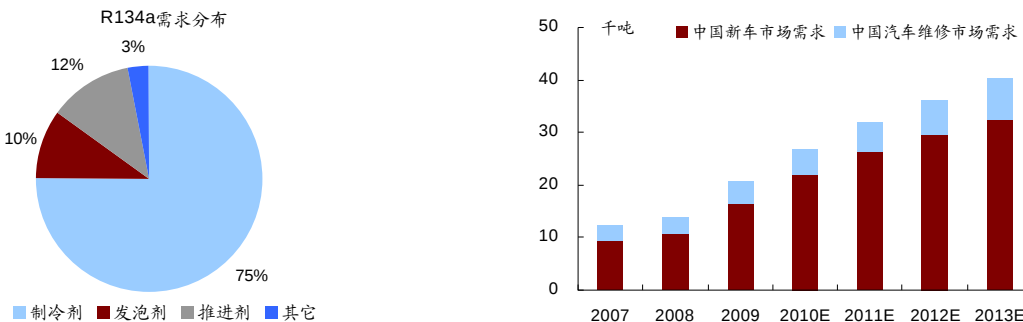
资料来源：化工信息网，产业在线，中金公司研究部

R134a: 国际产能陆续关停, 国内产能扩产有限

R134a 是目前广泛使用的汽车空调制冷剂, 占下游需求 75%左右, 其余部分用于发泡剂、气雾推进剂等领域。作为汽车用制冷剂, R134a 不破坏臭氧层, 但具有较高的温室效应。目前选取何种替代品还存在分歧, 预计未来 3 年 R134a 仍将占据汽车用制冷剂市场的主导地位。

近期国外出现了 R134a 的产能关停现象, 主要是由于原料三氯乙烯供应紧缺、部分 R134a 产能转产生 R125 所致。国内 R134a 装置运行也极不稳定, 引发了明显的供需缺口。未来 2 年国内新增的 R134a 产能将弥补国外产能的关停, 预计供给将保持紧平衡状态。

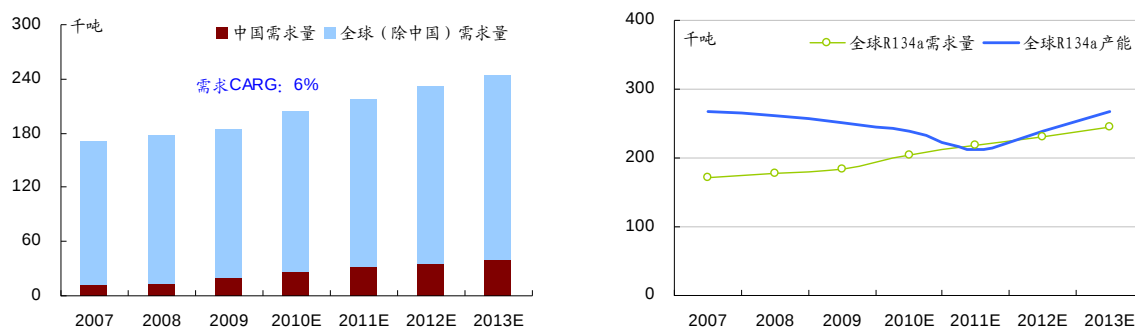
图表 7: R134a 需求分布 (左图); 中国 R134a 需求量预测 (右图)



资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

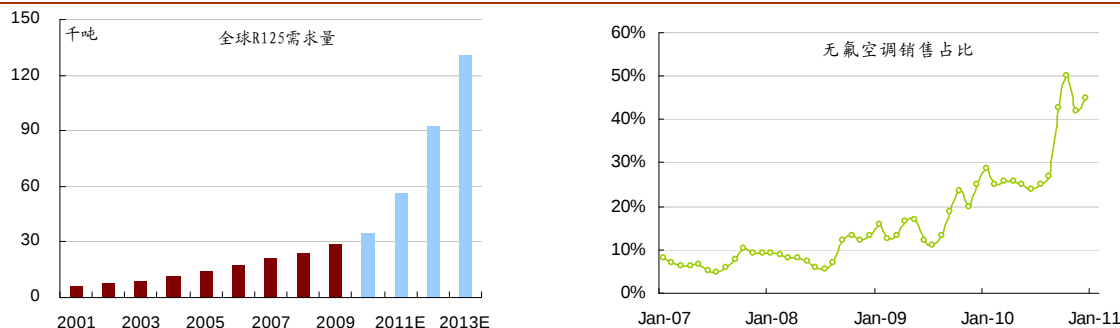
R134a 在新车市场的需求与汽车产量直接相关, 而保有量市场则接近为新车需求的两倍以上。目前国内维修市场还存在假货现象, 未来一旦国家整治汽车维修用制冷剂市场, 则将带来可观的新增需求, 供需缺口将进一步扩大。

图表 8: 全球 R134a 需求走势 (左图); 全球 R134a 供需将保持紧平衡 (右图)



资料来源: 产业在线, 百川资讯, 中金公司研究部

图表 9: 全球 R125 需求走势预测 (左图); 中国一线城市无氟空调销售占比 (右图)

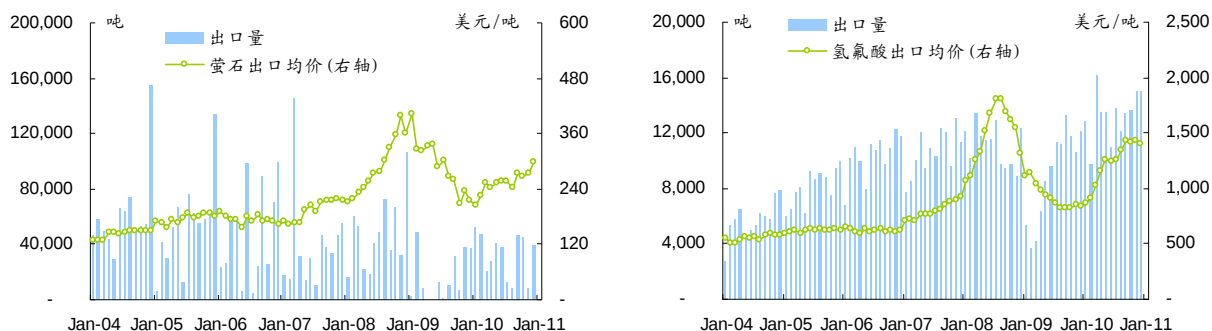


资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

氟化工政策将成为另一催化剂：准入门槛将继续提高，公司有望获取萤石资源

2010年中国已对萤石和氢氟酸行业设立了开采和生产的准入标准，未来对于含氟氯烃（如R22等）行业也会采取相应的限制，目前具备产能的生产企业将会收益。同时，国家可能对包括巨化在内的少数几家生产型龙头企业实施资源倾斜政策，公司有望从政策扶持中受益，获得上游萤石资源。今年中国有望出台更为严厉的氟化工行业准入标准，将成为另一重要股价催化剂。

图表 10：中国萤石（左图）和氢氟酸（右图）出口量和出口均价走势



资料来源：化工信息网，中金公司研究部

图表 11：中国萤石近期相关政策列表

出台时间	政策	主要内容
2010年1月14日	《关于加强耐火粘土萤石生产控制的通知》	对耐火粘土、萤石实行开采和生产双重总量控制
2010年3月23日	《萤石行业准入标准》	萤石选矿单条生产线日处理矿石能力应大于100吨，萤石采选企业地下开采回采率应达到75%以上，露天开采回采率应达到90%以上，选矿回收率应达到80%以上
2010年4月20日	《国土资源部关于下达2010年高铝粘土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》	萤石矿开采总量控制指标为1100万吨（矿石量），其中下达各省（区、市）1000万吨，预留100万吨暂不下达
2010年5月21日	《关于调整耐火粘土和萤石资源税适用税额标准的通知》	萤石资源税适用税额标准调整为20元/吨
2010年11月24日	《氟化氢行业准入条件（征求意见稿）》	新建氟化氢总规模不得低于5万吨，新建氟化氢生产单套生产能力不得低于2万吨（资源综合利用方式生产氟化氢的除外）
2010年12月6日	《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010年本）》	氟化工行业淘汰落后工艺：1万吨以下无水氟化氢达不到GB7746、5000吨/年以下氢氟酸产品达不到GB7744生产装置、5000吨/年以下湿法氟化铝及敞开式结晶氟盐生产装置；5000吨/年以下湿法氟化铝生产装置

资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 12：公司盈利预测调整

(人民币百万元)	2010E			2011E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	4,462	4,331	-2.9%	5,057	5,395	6.7%
营业成本	-3,481	-2,931	-15.8%	-3,953	-3,661	-7.4%
毛利	956	1,375	43.9%	1,075	1,702	58.4%
营业费用	-85	-78	-8.0%	-96	-97	1.1%
管理费用	-312	-403	29.0%	-354	-502	41.7%
财务费用	-148	-148	0.0%	-158	-158	0.0%
营业利润	405	646	59.5%	456	945	107.2%
利润总额	404	654	61.9%	449	951	112.0%
净利润	322	560	73.8%	369	826	123.6%
每股盈利	0.58	0.91	58.0%	0.66	1.35	103.3%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13：历史及未来财务数据

损益表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入净额	3,700	4,331	5,395	6,515	7,586
主营业务利润	493	1,375	1,702	2,299	2,901
营业费用	-64	-78	-97	-117	-137
管理费用	-276	-403	-502	-606	-705
财务费用	-91	-148	-158	-195	-235
营业利润	51	646	945	1,381	1,824
税前利润	39	654	951	1,386	1,829
所得税	53	-76	-120	-185	-252
净利润	93	560	826	1,196	1,573
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	356	894	1,115	1,516	1,936
投资活动现金流净额	19	-400	-300	-300	-300
融资活动现金流净额	-164	-384	-116	-287	-475
货币资金增加额	211	110	699	929	1,161
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,140	1,297	2,200	3,317	4,655
长期投资	165	189	188	188	188
固定资产	2,620	2,795	2,863	2,929	2,994
无形资产和其他资产	146	116	92	74	59
流动负债	1,328	1,229	1,465	1,699	1,930
长期负债	713	829	1,107	1,413	1,750
少数股东权益	70	88	93	97	102
股东权益	1,988	2,278	2,707	3,327	4,143
总资产	4,099	4,425	5,371	6,536	7,925
财务指标					
主营业务利润率	13.3%	31.8%	31.6%	35.3%	38.2%
息税前利润率	4.2%	20.7%	20.5%	24.2%	27.1%
净利润率	2.5%	12.9%	15.3%	18.4%	20.7%
净资产收益率	4.7%	24.6%	30.5%	35.9%	38.0%
总资产收益率	2.2%	13.1%	16.9%	20.1%	21.7%
总资产负债率	49.8%	46.5%	47.9%	47.6%	46.4%
净资产负债率	69.5%	57.3%	38.6%	18.0%	-1.1%
流动比率	1	1	2	2	2
速动比率	1	1	1	2	2
应收账款周转期	43	43	43	43	43
存货周转期	18	18	18	18	18
分红比例	48.1%	48.1%	48.1%	48.1%	48.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 14：中金重点关注公司估值表

公司名称	代码	货币	股价	市盈率					市净率				EV/EBITDA			
国内化肥公司			2011-2-10	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
云天化	600096 CH	CNY	25.22	192.5	41.5	26.4	15.8	3.3	3.2	3.0	2.6	18.3	12.1	9.9	8.0	
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	58.51	36.5	27.5	20.3	18.6	14.8	11.5	8.7	7.2	20.1	18.7	12.6	12.4	
四川美丰	000731 CH	CNY	6.78	24.6	14.6	12.5	10.3	2.0	1.9	1.7	1.6	n.a.	6.6	7.5	8.1	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	14.17	16.5	22.9	16.4	10.6	2.5	2.4	2.1	1.8	11.5	12.1	10.0	7.8	
六国化工	600470 CH	CNY	13.07	54.3	29.9	22.4	22.0	2.7	2.6	2.4	2.2	33.2	15.9	12.7	12.3	
冠农股份	600251 CH	CNY	25.58	202.4	61.6	36.1	22.2	11.3	9.6	7.6	5.8	283.4	671.7	626.0	299.4	
建峰化工	000950 CH	CNY	7.80	22.8	14.9	10.5	10.0	2.1	1.7	1.5	1.5	14.7	8.8	6.1	5.8	
玖源集团	827 HK	HKD	0.20	n.a.	13.7	5.0	4.9	1.4	1.2	1.0	0.8	69.6	9.3	4.1	3.9	
中化化肥	297 HK	HKD	4.38	n.a.	25.7	16.4	11.8	2.2	2.0	1.7	1.5	n.a.	16.2	11.9	11.9	
中海石油化学	3983 HK	HKD	6.22	25.6	19.9	13.0	12.4	2.6	2.3	2.0	1.8	13.9	11.5	8.4	7.7	
盐湖集团	000578 CH	CNY	24.75	52.1	25.2	21.2	21.5	9.4	6.9	5.2	4.2	27.6	10.8	8.0	6.6	
平均				69.7	27.0	18.2	14.6	4.9	4.1	3.4	2.8	54.7	72.2	65.2	34.9	
中间值				36.5	25.2	16.4	12.4	2.6	2.4	2.1	1.8	20.1	12.1	9.9	8.0	
国内材料公司																
烟台万华	600309 CH	CNY	21.67	30.1	24.1	16.5	13.9	6.0	4.8	3.7	3.2	25.7	15.1	10.8	9.2	
新安股份	600596 CH	CNY	13.78	31.8	28.1	16.8	14.2	2.4	2.3	2.2	2.0	19.4	13.5	9.1	8.1	
*ST新材	600299 CH	CNY	11.61	n.a.	36.3	22.8	16.5	2.2	2.1	1.9	1.7	27.6	10.8	8.0	6.6	
三爱富	600636 CH	CNY	13.50	326.1	133.8	68.6	87.0	6.4	6.1	5.6	5.2	23.0	20.2	17.0	17.7	
巨化股份	600160 CH	CNY	20.74	124.8	22.7	15.4	10.6	5.8	5.6	4.7	3.8	30.1	12.3	10.4	7.7	
山西三维	000755 CH	CNY	12.38	545.4	63.8	33.1	16.3	2.7	2.6	2.4	2.1	24.2	22.3	16.3	10.5	
沈阳化工	000698 CH	CNY	9.23	88.9	20.0	15.2	16.1	2.2	2.0	1.8	1.6	21.8	9.1	7.3	7.4	
澄星股份	600078 CH	CNY	7.89	85.8	27.4	19.2	18.9	3.4	3.0	2.7	2.3	19.6	9.5	8.1	8.1	
兴发集团	600141 CH	CNY	21.46	55.5	31.4	25.7	26.8	6.3	4.5	3.9	3.5	29.4	17.8	13.8	13.1	
云维股份	600725 CH	CNY	9.15	60.1	14.2	8.5	6.3	2.3	1.2	1.1	0.9	20.4	12.7	9.2	7.5	
丹化科技	600844 CH	CNY	15.41	n.a.	413.0	37.8	9.6	9.5	9.3	7.5	4.3	7439.8	73.5	12.0	5.1	
丹科B	900921 CH	USD	1.16	n.a.	31.1	2.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.3	1360.6	13.4	2.2	0.9	
烟台氨纶	002254 CH	CNY	31.32	46.8	32.6	22.1	18.1	3.3	4.8	4.3	3.7	29.0	16.3	11.7	9.8	
普利特	002324 CH	CNY	36.35	51.1	50.1	36.1	24.9	4.9	4.6	4.2	3.8	42.6	38.9	26.9	18.6	
中国玻纤	600176 CH	CNY	22.92	n.a.	55.4	18.8	12.5	8.0	7.3	2.8	2.4	24.6	11.6	9.7	8.2	
平均				131.5	65.6	24.0	19.5	4.4	4.1	3.3	2.7	609.2	19.8	11.5	9.2	
中间值				60.1	31.4	19.2	16.1	3.4	4.5	2.8	2.4	25.7	13.5	10.4	8.1	

资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 15：国际化工公司估值表

	代码	货币	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA				
			2011-2-9	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
国际化肥公司																
加拿大化肥公司																
Potashcorp	POT CN	CAD	181.2	54.25	19.43	n.a.	15.82	8.25	5.41	n.a.	3.64	50.36	13.20	11.73	10.82	
Agrium	AGU CN	CAD	95.65	41.05	13.20	n.a.	15.17	3.27	2.35	n.a.	n.a.	17.08	8.68	8.54	13.01	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	84.52	45.44	20.50	16.00	14.64	4.32	3.46	2.87	2.38	20.62	11.67	9.62	8.32	
Terra Industry	TRA US	USD	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
Terra Nitrogen	TNH US	USD	112.34	20.80	n.a.	n.a.	n.a.	14.71	n.a.	n.a.	n.a.	12.46	n.a.	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	7.73	52.45	0.00	n.a.	0.00	11.04	n.a.	n.a.	n.a.	29.93	15.37	11.72	8.58	
Yara	YAR NO	NOK	325.9	24.92	15.37	10.46	11.38	3.28	2.67	2.22	1.93	28.62	9.05	7.55	8.35	
K+S	SDF GR	EUR	58.45	100.78	26.50	16.80	14.36	5.35	4.63	3.96	3.35	24.51	12.17	12.17	12.17	
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	6190	27.59	19.96	n.a.	13.35	7.82	7.82	n.a.	5.70	4.93	3.79	2.95	2.67	
平均				45.91	16.42	14.42	12.10	7.25	4.39	3.01	3.40	23.57	10.56	9.18	9.13	
中间值				41.05	19.69	16.00	14.50	5.35	4.05	2.87	3.35	20.62	10.36	9.08	9.58	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	55.16	32.45	13.00	11.79	10.45	2.41	2.37	2.21	2.03	7.35	7.84	7.22	6.62	
BASF AG	BAS GR	EUR	57.8	37.53	11.03	10.43	9.59	3.04	2.74	2.47	2.23	7.73	5.87	5.49	5.12	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	37.46	117.06	14.42	11.14	9.33	2.60	1.86	1.65	1.38	15.58	7.72	6.87	6.14	
平均				62.35	12.82	11.12	9.79	2.68	2.32	2.11	1.88	10.22	7.15	6.53	5.96	
中间值				37.53	13.00	11.14	9.59	2.60	2.37	2.21	2.03	7.73	7.72	6.87	6.14	
有机硅公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2820	42.44	28.86	15.76	12.37	1.65	1.60	1.48	1.35	11.06	9.08	7.87	6.73	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	1077	62.91	10.24	9.94	9.66	1.66	1.36	1.23	1.09	7.40	4.93	4.75	4.91	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	78.47	12.50	25.12	21.21	18.44	1.36	0.97	0.96	0.95	10.85	8.23	7.93	7.36	
3M Co.	MMM US	USD	90.78	19.91	14.62	13.17	11.79	5.05	3.74	3.25	2.83	10.99	8.45	7.76	7.13	
平均				34.44	19.71	15.02	13.07	2.43	1.92	1.73	1.56	10.07	7.67	7.08	6.53	
中间值				31.18	19.87	14.46	12.08	1.66	1.48	1.35	1.22	10.92	8.34	7.82	6.93	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	21.31	21.10	15.97	13.29	11.20	1.94	1.75	1.65	1.55	28.27	17.26	16.07	15.34	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4730	23.95	17.72	16.61	14.92	1.40	1.35	1.29	1.21	8.66	7.18	6.53	5.92	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	22.27	n.m.	8.71	7.17	6.63	n.m.	n.m.	n.m.	35.24	6.36	3.63	3.39	3.28	
Cabot Corp	CBT US	USD	43.69	n.m.	13.78	12.78	n.a.	2.52	2.05	n.a.	n.a.	14.95	6.42	5.95	n.a.	
平均				22.52	14.05	12.46	10.92	1.95	1.72	1.47	12.67	14.56	8.62	7.99	8.18	
中间值				22.52	14.88	13.04	11.20	1.94	1.75	1.47	1.55	11.81	6.80	6.24	5.92	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	18.05	n.m.	n.m.	25.32	440.24	1.64	3.74	4.12	n.a.	n.m.	9.04	6.01	n.a.	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	326	n.m.	12.93	16.28	14.15	0.87	0.83	0.81	0.78	13.48	7.35	6.91	6.52	
Sunoco Inc	SUN US	USD	42.05	n.m.	20.68	15.97	12.08	1.92	1.58	1.46	1.26	11.32	7.06	6.28	5.21	
平均				n.m.	16.81	19.19	155.49	1.48	2.05	2.13	1.02	12.40	7.82	6.40	5.87	
中间值				n.m.	16.81	16.28	14.15	1.64	1.58	1.46	1.02	12.40	7.35	6.28	5.87	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

附表 16：国际化工公司分类估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
美国特殊化学品	21.9	14.6	13.0	11.5	4.3	3.5	3.0	2.6	11.3	7.9	7.4	7.5
美国大宗化学品	35.9	19.9	12.6	11.3	3.7	2.4	2.1	1.8	11.6	7.5	6.3	5.9
欧洲化工	38.1	14.4	12.6	11.5	3.9	2.9	2.1	4.0	12.5	8.0	7.3	6.8
日本化工	58.2	19.3	13.9	12.2	1.2	1.2	1.1	1.1	8.0	6.0	5.6	5.3
亚太化工	19.8	13.2	11.7	11.7	2.3	2.1	1.9	1.8	23.7	11.1	9.8	8.9
平均	35.4	16.1	12.8	11.7	3.0	2.4	2.0	2.5	13.4	8.0	7.2	6.7
中间值	23.9	14.6	12.6	11.4	2.3	2.0	1.8	1.6	10.9	7.6	6.7	6.2
分类估值												
分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
多元化工	30.2	16.8	12.5	11.7	2.0	1.7	1.5	1.3	20.2	8.9	8.1	6.9
工业气体	20.4	11.4	9.9	8.7	1.8	1.5	1.4	1.3	9.3	6.6	6.0	5.3
大宗化学品	34.0	18.9	13.0	11.7	3.3	2.4	2.1	1.8	12.4	7.7	6.6	6.3
特殊化学品	42.8	15.6	13.6	12.2	4.0	3.2	2.5	4.5	11.3	7.9	7.2	7.0
平均	35.4	16.1	12.8	11.7	3.0	2.4	2.0	2.5	13.4	8.0	7.2	6.7
中间值	23.9	14.6	12.6	11.4	2.3	2.0	1.8	1.6	10.9	7.6	6.7	6.2
流通市值分类估值												
流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
大盘公司	28.3	17.3	13.8	12.6	3.1	2.5	2.3	1.8	13.5	9.1	8.3	7.4
中盘公司	33.3	13.9	11.5	10.6	2.8	2.1	1.6	3.3	14.4	7.0	6.3	5.9
小盘公司	62.4	18.2	13.0	11.4	3.3	2.6	1.9	2.1	11.7	7.3	6.3	6.2
平均	35.4	16.1	12.8	11.7	3.0	2.4	2.0	2.5	13.4	8.0	7.2	6.7
中间值	23.9	14.6	12.6	11.4	2.3	2.0	1.8	1.6	10.9	7.6	6.7	6.2

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED