

上半年业绩大幅提高 规模扩张将引领公司未来发展

投资要点:

1. 事件

公司发布 2011 年半年度报告, 2011 年 1-6 月公司实现营业收入 44.77 亿元, 与去年同期相比增长 104.7%, 营业利润 15.29 亿元, 同比增长 502.1%, 归属于上市公司股东的净利润约为 12.84 亿元, 同比增长 456.5%, 对应 EPS1.61 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、产品价格上涨带动公司利润大幅提高

在氟化工景气周期下, 公司主要产品含氟聚合物、R22、R134a 价格快速上涨, 而公司产业链完善, 成本控制相对稳定, 公司主营业务收入及产品毛利率同比大幅提高。其中, 氟产品毛利率高达 53.28%, 较去年同期增加 27.74 个百分点。

报告期内, 公司 CDM 受益超预期, 实现净利润 1.83 亿元, 对应 EPS0.23 元。公司本期计提固定资产减值准备 2.13 亿元, 主要是对产能过剩的 PVC 装置和设备的处置, 此举有利于公司甩开包袱, 而致力于盈利能力更强产品的研发和生产。

目前公司的主要利润来源是 R22、R134a、PTFE 和 R125 等。R134a 一季度均价大约是 68000 元/吨, 二季度均价上升到 72000 元/吨; PTFE 在需求的带动下, 价格自年初以来稳步上行; R22 和 R125 价格也一直维持在相对高位。公司主要产品盈利的增长推动了 2 季度业绩环比和同比均大幅增长。

(二)、做大做强氟化工产业 公司盈利将稳步增长

公司作为我国有机氟化工产业链最为完善的企业之一, 一直致力于产品规模的扩张以及新型产品的开拓。氟化工行业正处于产品更新换代的转型周期, 具有技术和规模优势的企业将受益, 特别是拥有领先产品的公司会迅速脱颖而出。

公司积极抓住国际氟化工产业转移的历史机遇, 推进公司转型升级、创新发展, 立志成为国内产业链最完整、综合成本竞争力最强、综合实力一流的氟化工企业。在积极完善现有产品的同时, 也着眼于未来几年的规划, 重点建设新型含氟产品。

巨化股份 (600160.SH)

推荐 评级

分析师

袁孝锋

☎: (8621) 20252676

✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511050001

李国洪

☎: (8610) 6656 8876

✉: liguohong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130207091551

特此鸣谢

胡 昂

☎: (8621) 20252671

✉: huang@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2011.08.26

A 股收盘价(元)	28.18
A 股一年内最高价(元)	37.00
A 股一年内最低价(元)	17.18
上证指数	261
市净率	6.2
总股本 (万股)	79622
实际流通 A 股 (万股)	79622
限售的流通 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	0

公司正积极利用募集资金和自有资金，投资建设新型制冷剂和附加值高的含氟聚合物项目，R134a、R125、PVDC、PTFE、FEP 等新增产能的陆续投产将保证公司盈利的不断提升。

公司明年将继续新增 3 万吨 R134a 产能以弥补国外企业转产导致的产能减少，也正好借此打造成全球最大的 R134a 生产基地。产能的释放对价格的肯定存在一定的影响，但是不会影响到公司盈利的提升。因为届时公司将成为全球最大的 R134a 生产基地，一是可以调节产量以影响市场；二是公司产业链完善，成本优势明显；三是公司一部分产能会转产 R125。

PVDC 树脂是目前公认的在阻隔性方面综合性能最好的塑料包装材料，近几年国内对外依存度在 60%左右，随着应用领域广泛扩展，市场需求将不断增长。公司在该产品的生产上有显著的技术和成本优势，经过扩产后公司拥有 8000 吨/年的产能装置，加上非公开增发 2 万吨/年的 PVDC 产能，公司有望跨入世界级 PVDC 企业行列。

除此，公司也积极重点培育锂电池含氟专用化学品、电子含氟专用化学品和光伏含氟专用化学品等。

（三）、需求淡季带动价格理性回归，长期看价格震荡上行

目前处于制冷剂的需求淡季，上游原材料甲烷氯化物应声下跌，加上如 R134a、R32、R125 均有一定新增产能释放，带动制冷剂价格回落。我们认为在目前的价格下，制冷剂价格继续下跌的空间不大，特别是一些产品价格开始逐渐接近成本价。一旦需求回暖，制冷剂价格仍会掉头向上。

处于对稀缺资源萤石进行保护，政府相继出台了限制萤石、HF 生产和出口的政策，未来政策有进一步收紧的可能。13 年前我国将不会审批新的 R22 项目，而单体 TFE 扩产迅速，制冷剂和发泡剂需求稳步增长，未来 R22 供给紧张的局面会持续，R22 市场景气仍是主旋律。

目前《含氢氯氟烃生产行业准入标准》和《聚四氟乙烯生产行业准入标准》两个准入在准备中，有称年底将会公布，这说明政策有意识引导氟化工产业转型升级。政策因素是推动氟化工行业发展的重要催化剂。

3. 投资建议

公司是国内少数几家综合配套完整的氟化工大型企业，在积极完善现有产品线的同时，也逐渐加大对符合行业发展趋势产品的投资，新增产能的陆续投产保证了公司盈利的不断提升。公司周边萤石资源丰富，公司有可能从萤石产业政策中受益而获得上游资源。我们维持公司 11-12 年 EPS 分别为 2.71 元、3.68 元的预测，目前股价对应 PE10.4x、7.6x，给予推荐评级。

表1 巨化股份财务预测

资产负债表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	利润表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E
现金及现金等价物	355	437	1264	4100	营业收入	3700	5486	8059	10437
应收款项	440	592	883	1144	增长率	-30.6%	48.3%	46.9%	29.5%
存货净额	155	404	303	429	营业成本	3190	3948	4787	6210
其他流动资产	183	116	276	365	营业成本/营业收入	86.2%	72.0%	59.4%	59.5%
流动资产合计	1140	1549	2726	6037	营业税金及附加	16	33	32	42
固定资产	2623	2768	2632	2402	销售费用	64	83	117	151
无形资产及其他	138	151	141	131	销售费用/营业收入	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
投资性房地产	34	65	65	65	管理费用	276	512	403	522
长期股权投资	165	203	203	203	管理费用/营业收入	7.4%	9.3%	5.0%	5.0%
资产总计	4099	4736	5768	8838	财务费用	91	104	210	251
短期借款	1011	748	0	0	投资收益	(18)	22	6	0
应付款项	212	278	312	405	资产减值	(12)	(155)	(140)	(50)
其他流动负债	105	553	140	184	其他收入	0	0	152	221
流动负债合计	1328	1579	452	589	营业利润	33	672	2528	3432
长期借款及应付债券	679	535	535	535	增长率	-44.1%	1927.9%	276.4%	35.7%
其他长期负债	34	27	27	27	营业外净收支	6	(1)	10	20
长期负债合计	713	562	562	562	利润总额	39	671	2538	3452
负债合计	2041	2141	1014	1151	增长率	-65.7%	1607.4%	278.3%	36.0%
少数股东权益	70	145	145	145	所得税费用	(53)	59	381	518
股东权益	1988	2450	4608	7542	少数股东损益	(0)	25	0	0
负债和股东权益总计	4099	4736	5768	8838	归属于母公司净利润	93	586	2158	2934
					增长率	5.8%	533.6%	267.9%	36.0%
关键财务与估值指标	2009	2010	2011E	2012E	现金流量表(百万元)	2009	2010	2011E	2012E
每股收益	0.17	0.96	2.71	3.68	经营活动现金流	462	1419	1710	2965
每股红利	0.08	0.25	0.00	0.00	资本开支	(185)	(489)	(135)	(129)
每股净资产	3.57	4.00	5.79	9.47	其它投资现金流	10	7	0	0
ROS	3%	11%	27%	28%	投资活动现金流	(148)	(521)	(135)	(129)
ROE	5%	24%	47%	39%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	14%	28%	41%	41%	负债净变化	188	(144)	0	0
EBIT Margin	4%	14%	32%	33%	支付股利、利息	(45)	(153)	0	0
EBITDA Margin	12%	20%	36%	36%	其它融资现金流	(406)	(222)	(748)	0
收入增长	-31%	48%	47%	30%	融资活动现金流	(120)	(816)	(748)	0
净利润增长	6%	534%	268%	36%	现金净变动	193	83	827	2836
资产负债率	52%	48%	20%	15%	货币资金的期初余额	161	355	437	1264
息率	0.9%	1.1%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	355	437	1264	4100
P/E	56.3	23.7	10.4	7.6	企业自由现金流	313	914	1470	2794
P/B	2.6	5.7	4.9	3.0	权益自由现金流	0	548	673	2769
EV/EBITDA	15.6	13.7	8.4	6.4					

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部预测

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁孝锋、李国洪，石油化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908