



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

行业动态

2010 年 2 月 26 日

化工

研究部

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

氟化工面临交易性机会

行业复苏能否持续？

行业近况：

从去年四季度开始，受到陶氏等国际厂商停产的影响，甲烷氯化物价格大幅度回升。同时汽车冰箱和空调等带来的制冷剂需求回升，氯仿价格推动 F22 等基础氟化工产品的价格上涨，从去年低点起，氯仿价格上涨 50% 至 5800 元/吨，F134a 价格上涨 50% 至 38000 元/吨。一体化企业盈利水平明显改善。

评论：

尽管汽车和空调冰箱带来的需求回升，成本推动和国际厂商停产是主要的因素，随着盈利水平的回升，国内甲烷氯化物开工率提升，以及国际厂商复产，可能带来价格的回落。

我们认为在春节后至二季度是制冷剂旺季，氯仿和 F134a 等价格将维持高位，三季度开始价格可能有所回落。

估值与建议：

上市公司中甲烷氯化物产能巨化股份 (600160.CH) 和东岳集团 (0189.HK)，其中巨化股份拥有甲烷氯化物近 30 万吨，氯仿产能 14 万吨。东岳集团拥有甲烷氯化物产能 26 万吨。其中巨化股份受益最大，巨化拥有 1.8 万吨的 134a 产能，同时拥有 134a 的原料 TCE(三氯乙烯)产能，东岳拥有 134a 产能 1 万吨，TCE 外购。

巨化的其他业务中，PVC 和酸产品有所亏损，氨产品微利，我们分别上调巨化股份 2010 年和 2011 年业绩 (包含 CDM 收入) 业绩从 0.14 元至 0.40 元，2011 年每股盈利从 0.14 元上调至 0.47 元，由于盈利波动大，维持“中性”，但行业趋势上来看，上半年业绩有望高于预期，可能存在交易性机会。

三爱富由于甲烷氯化物全部外购，同时没有 134a 产能，盈利改善比较一般，受益不大。维持 2010 年和 2011 年每股盈利 0.10 元和 0.20 元的预测，维持“中性”。

风险提示：

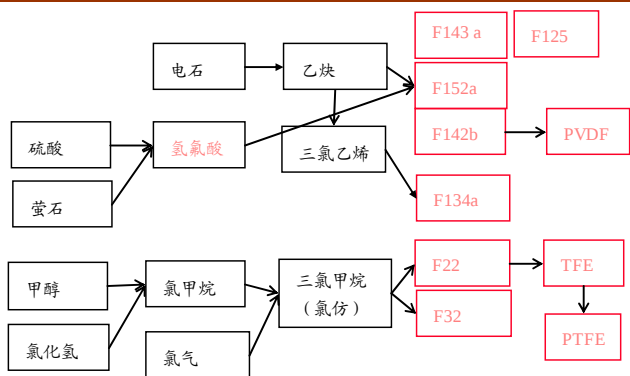
国际生产企业恢复甲烷氯化物和 F134a 装置生产，国内扩产速度超过预期。2010 年因发达国际停止使用 F22 带来的压力。

CDM 收入加剧了过去几年氟化工行业的产能过剩

中国具有萤石资源的优势，在 2006 年前，中国的氟化工取得了迅速发展。2007~2009，国内氟化工行业的过度扩张，加上氟利昂替代后制冷剂需求增速的回落，国内以 F22 为主的基础制冷剂产能大幅过剩，F22 产能从 05 年的 25 万吨到目前大约 45 万吨，而 2008 年国内的 F22 产量约 36 万吨(需求量大约 24 万吨,加上出口 12 万吨)。

由于 F22 生产中副产 F23 的处理可以获得巨额的 CDM 转让费用，更加加剧了行业竞争。国内的主要氟化工企业巨化股份、三爱富、东岳集团、江苏梅兰，中化蓝天等产能扩张，导致其它氟化工产品价格战，CDM 相当于补贴了整个氟化工行业，2007~2009，剔除 CDM，大部分氟化工企业实现了严重亏损。

图表 1：氟化工产业链示意图



资料来源：中金公司研究部

成本和需求作用，氟化工走出低谷

2008~2009 年，中国产能过剩导致甲烷氯化物和氟化工产品价格大幅度下跌，甲烷氯化物 2009 年产能达到 123 万吨，和中国每年的甲烷氯化物需求比较匹配，但全球产能偏于过剩，每年中国的进口量在 20 万吨左右。2009 年中期开始，极低的甲烷氯化物价格，导致国际厂商逐步减产，典型的是陶氏关闭了北美 35 万吨的甲烷氯化物装置，中国进口量的减少，导致了价格的整体回升。

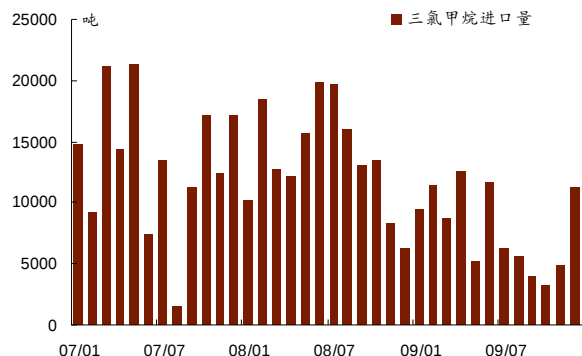
去年中期低点起，二氯甲烷价格上涨了 40% 至 5400 元/吨，三氯甲烷（氟仿，F22 的主要原材料，88% 用在 F22 生产）价格上涨了 50% 至 5800 元/吨。除了原料甲醇和氟气成本的上升，进口量减少是一个总要素。

F22 受到氟仿价格的推动，也上涨了 50% 至 12800 元/吨。但以目前的成本水平，剔除掉 CDM 的收入，F22 仍然是亏损状态。

涨幅比较大的品种还有 F134a，134a 是一个主要的汽车空调原料，由于国际企业迫于成本压力关闭生产线，价格也大幅度回升，从去年低点 25000 元上涨至目前 38000 元/吨。

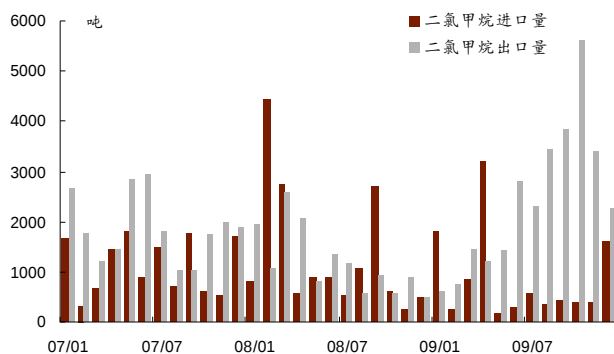
我们认为，需求的大幅度回升也是氟化工产品价格回升的因素，2009 年冰箱和汽车产量均有提升。但成本推动是主要的因素。

图表 2：三氯甲烷进口量



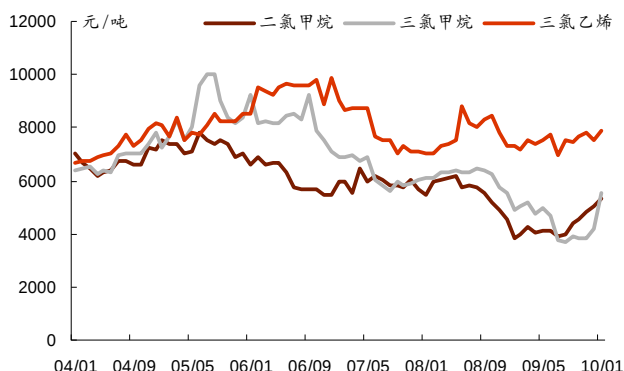
资料来源：中国化工信息网，中金公司研究部

图表 3：二氯甲烷进出口量



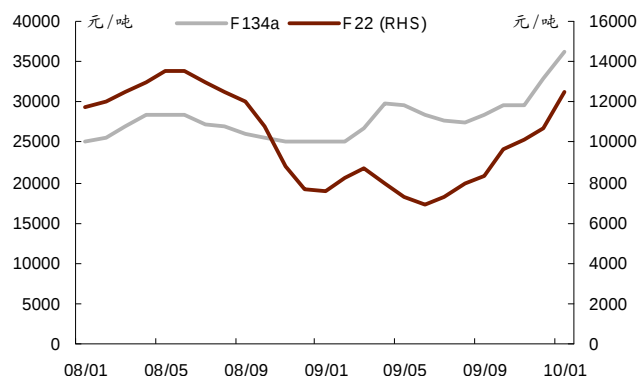
资料来源：中国化工信息网，中金公司研究部

图表 4：氟化工原材料价格



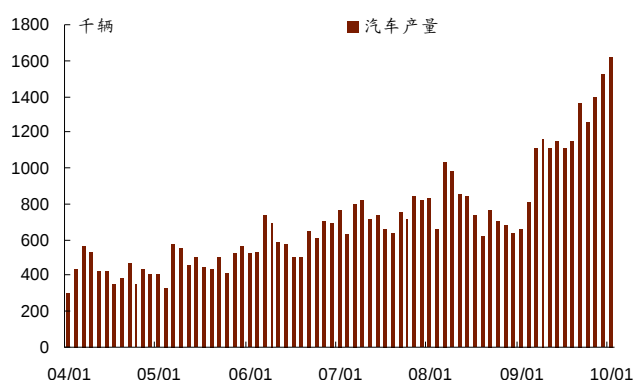
资料来源：中国石化工业协会，中金公司研究部

图表 5: F22 和 F134a 价格走势



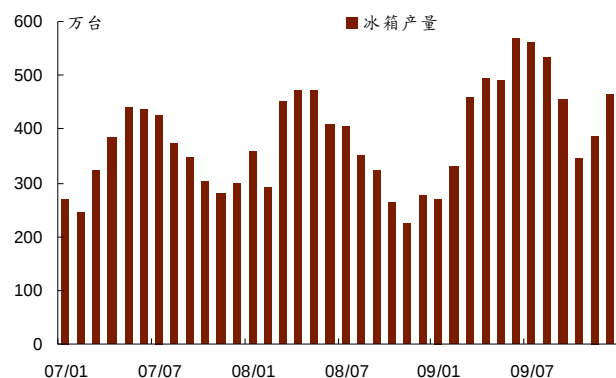
资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

图表 6: 中国汽车产量



资料来源: 中国汽车工业协会, 中金公司研究部

图表 7: 中国冰箱产量



资料来源: 产业在线, 中金公司研究部

一体化企业相对受益, 持续性有待检验

我们判断本次价格回升主要是甲烷氯化物国际厂商停产带来的成本推动, 相对具有甲烷氯化物的企业受益, 由于春节后至二季度是制冷剂传统旺季, 我们认为制冷剂价格将继续上涨, 三季度价格可能适当回落。

以目前甲烷氯化物的价格来看, 国际厂商已经具备盈利能力, 我们认为也具有复产的可能性。长期看甲烷氯化物维持 15% 左右的毛利率相对合理。

F22 作为一种过渡性制冷剂, 对臭氧层仍有一定负面影响, 2010 年起北美和欧洲开始停止 F22 的使用, 2020 年起发达国家开始禁止 F22 使用。中国 1/3 F22 用于出口, 未来仍然面临压力。

投资建议

上市公司中甲烷氯化物产能巨化股份 (600160.CH) 和东岳集团 (0189.HK), 其中巨化股份拥有甲烷氯化物近 30 万吨, 氯仿产能 14 万吨。东岳集团拥有甲烷氯化物产能 26 万吨。

其中巨化股份受益最大, 巨化拥有 1.8 万吨的 134a 产能, 同时拥有 134a 的原料 TCE (三氯乙烯) 产能, 东岳拥有 134a 产能 1 万吨, TCE 外购。

巨化的其他业务中, PVC 和酸产品有所亏损, 氨产品微利, 我们分别上调巨化股份 2010 年和 2011 年业绩 (包含 CDM 收入) 业绩从 0.14 元至 0.40 元, 2011 年每股盈利从 0.14 元上调至 0.47 元, 由于盈利波动大, 维持“中性”, 但行业趋势上来看, 上半年业绩有望高于预期, 可能存在交易性机会。

三爱富由于甲烷氯化物全部外购, 同时没有 134a 产能, 盈利改善比较一般, 受益不大。维持 2010 年和 2011 年每股盈利 0.10 元和 0.20 元的预测, 维持“中性”。

图表 8、行业可比公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
				10-2-25	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
国内化肥公司																
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	24.08	21.6	334.9	39.6	25.2	3.9	3.1	2.9	2.7	12.2	14.9	10.8	9.3
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	推荐	54.8	30.8	34.2	19.7	18.3	14.6	13.9	9.5	7.7	14.6	18.9	12.6	11.2
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	8.94	22.2	32.5	19.3	16.5	2.7	2.6	2.5	2.3	5.9	n.a.	8.6	9.8
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	21.32	28.0	24.7	18.9	15.1	4.4	3.8	3.3	2.8	14.3	13.7	11.5	9.8
六国化工	600470 CH	CNY	中性	13.17	44.8	61.1	30.1	22.5	2.8	2.7	2.6	2.4	18.5	17.0	12.1	9.8
冠农股份	600251 CH	CNY	中性	25.71	323.8	571.3	37.4	29.9	11.4	11.2	8.6	6.7	229.2	508.6	681.4	643.0
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	19.83	29.0	36.8	19.8	17.7	8.2	7.5	5.9	4.7	23.8	20.8	11.6	10.1
玖源集团	827 HK	HKD	推荐	0.215	22.0	145.4	6.2	5.1	1.6	1.5	1.2	1.0	16.1	33.5	5.8	4.3
中化化肥	297 HK	HKD	回避	4.3	13.8	n.a.	22.8	15.2	1.9	2.0	1.8	1.6	13.0	103.5	16.0	11.9
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	22.94	46.8	48.3	23.3	19.7	11.0	8.8	6.4	4.8	22.9	26.3	12.9	10.6
平均					58.3	143.2	23.7	18.5	6.3	5.7	4.5	3.7	37.0	84.1	78.3	73.0
中间值					28.5	48.3	21.3	18.0	4.2	3.4	3.1	2.7	15.3	20.8	11.8	10.0
国内材料公司																
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	24.51	27.0	34.1	27.3	18.7	8.5	6.8	5.4	4.2	20.9	29.1	17.1	12.2
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	41.26	7.5	37.4	22.5	16.4	4.3	3.1	2.9	2.5	4.6	19.5	12.1	9.2
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	13.11	n.a.	n.a.	41.0	25.8	2.3	2.4	2.3	2.1	31.4	25.2	12.1	9.3
三爱富	600636 CH	CNY	中性	9.48	n.a.	229.0	94.0	48.1	4.6	4.5	4.3	3.9	31.6	17.3	15.2	12.9
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	9.99	63.6	74.3	24.9	21.8	2.9	2.8	2.6	2.4	49.4	16.5	9.9	9.2
山西三维	000755 CH	CNY	中性	9.22	365.9	n.a.	47.5	24.7	2.0	2.1	2.1	2.0	22.0	33.3	16.4	12.2
沈阳化工	000698 CH	CNY	审慎推荐	7.82	53.7	77.5	17.0	12.9	1.9	1.8	1.7	1.6	13.4	12.9	6.8	5.9
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	10.44	58.9	64.1	36.1	25.6	4.6	4.3	3.9	3.4	12.0	16.7	13.2	11.3
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	20.66	21.2	40.0	24.2	19.3	5.5	5.0	4.3	3.6	13.4	17.3	11.7	10.1
云维股份	600725 CH	CNY	中性	20.48	44.5	203.0	36.0	20.4	3.7	3.7	3.4	3.0	17.1	20.4	13.4	10.4
丹化科技	600844 CH	CNY	推荐	33.28	862.2	n.a.	67.5	20.2	55.4	11.5	9.8	6.7	1812.4	7964.6	22.9	7.8
丹科B	900921 CH	USD	推荐	1.919	302.0	n.a.	23.6	7.1	19.4	4.0	3.4	2.4	556.4	3,648.9	14.1	5.7
平均					180.6	94.9	38.5	21.7	9.6	4.3	3.8	3.2	215.4	985.2	13.7	9.7
中间值					56.3	69.2	31.6	20.3	4.4	3.9	3.4	2.8	21.4	20.0	13.3	9.7

资料来源：Wind，中金公司研究部

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: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

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

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

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: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

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: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

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: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

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: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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翻版、复制、刊登、发表或引用。