



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

行业动态
证券研究报告

2011年4月29日

化工

研究部

高峰¹

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080210070001

gaozheng@cicc.com.cn

关滨

分析员, SAC 执业证书编号:

S0080210030004

guanbin@cicc.com.cn

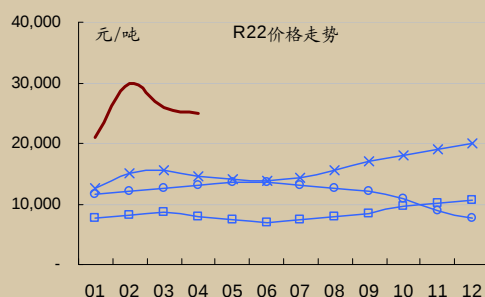
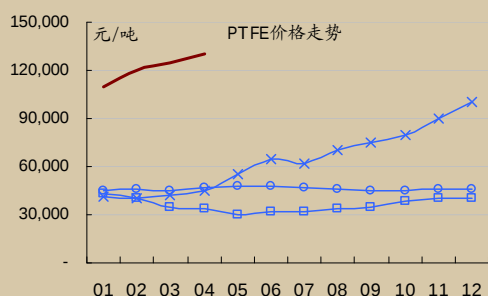
氟化工行业深度调研报告之二 氟聚合物 PTFE 表面过剩实则紧缺, 带动盈利再创新高

氟化工公司估值表

公司	Bloomberg code	收盘价		市盈率		
		11-4-28	10A	11E	12E	
巨化股份(*)	600160 CH Equity	28.21	29.5	15.2	11.8	
三爱富(*)	600636 CH Equity	27.71	252.0	14.6	11.5	
东岳集团	189 HK Equity	7.89	10.8	8.7	9.7	

注释: *为中金公司预测, 其余来自市场预测平均值

氟化工产品价格走势



资料来源: 百川资讯、产业在线、中金公司研究部

中金化工近期氟化工报告:

2011/3/11: 氟化工行业深度调研报告之一:
R22 价格将不断创新高, 为业绩带来高弹性

2011/2/11: 巨化股份: 上调至推荐评级
业绩将再超预期, 政策将成为催化剂

¹报告贡献人: 王子欣

调研结论:

目前氟化工上市公司的盈利主要由氟制冷剂 R22 等和氟聚合物 PTFE 等组成。氟化工行业部分产品目前供给出现瓶颈: 继氟制冷剂 R22 之后, 氟聚合物 PTFE 的供需偏紧也超出了市场预期, 为氟化工板块带来新的亮点, 氟制冷剂和氟聚合物将带动盈利再创新高。重申全面推荐氟化工板块, 推荐标的: 巨化股份、三爱富、东岳集团。

推荐逻辑:

(1) 氟聚合物 PTFE 表面过剩实则紧缺, 景气有望维持 1-2 年: PTFE 是氟聚合物最主要的产品。2010 年全球产能约 15 万吨, 需求量约 10 万吨, 表面看来产能已严重过剩, 但值得关注的是 2010 年全球产量仅 9 万吨, 行业开工率仅 60%, 开工率如此之低主要是由于: (a) R125 需求旺盛分流了部分 TFE 原料, 导致部分 PTFE 产能无法开工; (b) 日本地震导致全球有效产能削减 1.5-2.5 万吨; (c) R22 无法扩产导致无新增原料 TFE 供应, 故 PTFE 扩产不易。综合考虑, 我们认为 PTFE 供应偏紧的情形短期内无法改善, PTFE 景气有望持续 1-2 年。

(2) 氟制冷剂 R22 价格供给受限, 价格将不断创出新高: 对氟制冷剂 R22 的供给情况, 在《氟化工深度调研报告系列之一: R22 价格将不断创新高, 为业绩带来高弹性》中已有详细阐述, 我们认为 R22 受到蒙特利尔公约约束, 海外 R22 产能快速关停, 国内 R22 产能无法新建, 供需缺口已经显现, 并且该缺口将在未来几年内迅速成倍扩大, R22 的产品价格将不断创出新高。

投资建议:

全面推荐氟化工板块, 上调氟化工板块公司的盈利预测: 巨化股份 2011~2012 EPS 上调至 1.85 和 2.4 元, 对应 PE 15x 和 12x, 三爱富 2011~2012 EPS 上调至 1.9 和 2.4 元, 对应 PE 15x 和 12x。我们继续维持对巨化股份的推荐评级, 上调三爱富的评级至推荐。

风险:

由于公司产品结构不同, 针对不同公司分别进行风险提示: 巨化股份: 汽车用制冷剂 R134a 扩产过快致价格大幅回落的风险; 家用空调需求大幅回落的风险。三爱富: PTFE 需求大幅回落的风险, 外购 R22 价格涨幅过大致成本过高的风险。

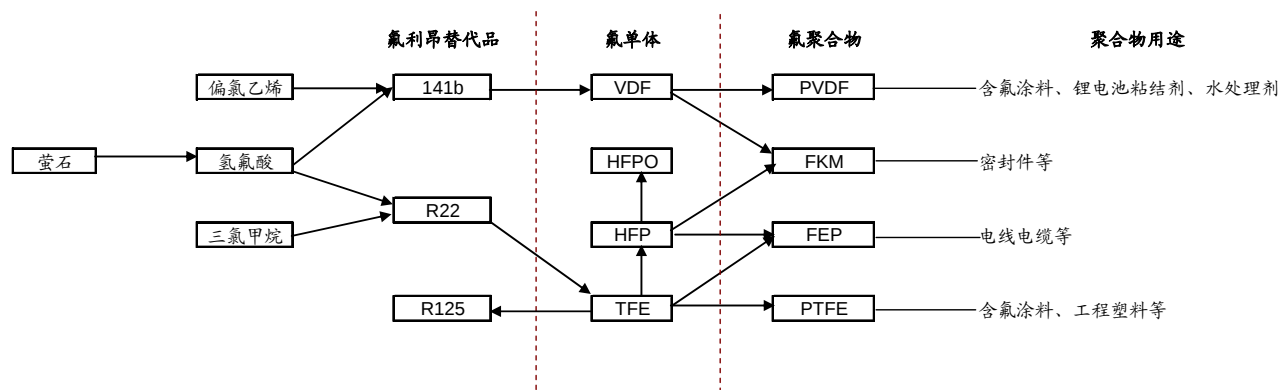
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

重申全面推荐氟化工板块：巨化股份、三爱富、东岳集团

目前氟化工上市公司的盈利主要由氟制冷剂（R22、R125、R32等）和氟聚合物（PTFE、PVDF、FEP、FKM等）组成。氟化工行业部分产品目前供给出现瓶颈：继氟制冷剂R22之后，氟聚合物PTFE的供需偏紧也超出了市场预期，为氟化工板块带来新的亮点，氟制冷剂和氟聚合物将带动盈利再创新高。

我们上调氟化工板块公司的盈利预测：巨化股份2011~2012 EPS上调至1.85和2.40元，对应PE 15x和12x，三爱富2011~2012 EPS上调至1.9和2.4元，对应PE 15x和12x我们继续维持对巨化股份的推荐评级，上调三爱富的评级至推荐。

图表1：氟化工产业链分布

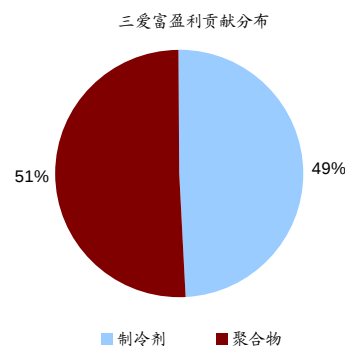
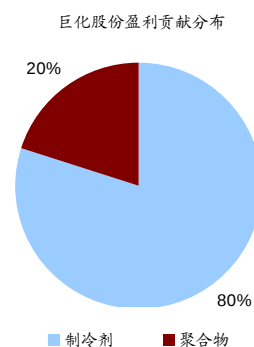


资料来源：中金公司研究部

图表2：巨化股份和三爱富盈利构成

巨化股份盈利构成			
R22	2011E	2012E	
销量（吨）	95,000	100,000	
销售单价（含税）	23,000	25,000	
毛利率	30%	35%	
EPS	0.30	0.44	
PTFE			
销量（吨）	10,000	25,000	
销售单价（含税）	120,000	120,000	
毛利率	40%	40%	
EPS	0.37	0.93	
R125			
销量（吨）	10,000	10,000	
销售单价（含税）	120,000	100,000	
毛利率	40%	35%	
EPS	0.37	0.27	
R32			
销量（吨）	5,000	5,000	
销售单价（含税）	30,000	25,000	
毛利率	25%	20%	
EPS	0.03	0.02	
R134a			
销量（吨）	25,000	50,000	
销售单价（含税）	60,000	50,000	
毛利率	65%	40%	
EPS	0.63	0.54	
其它业务			
EPS	0.15	0.19	
合计EPS	1.85	2.40	

三爱富盈利构成			
R22	2011E	2012E	
销量（吨）	40,000	40,000	
权益销量（吨）	28,000	28,000	
销售单价（含税）	23,000	25,000	
毛利率	30%	35%	
EPS	0.27	0.37	
PTFE			
销量（吨）	10,000	10,000	
权益销量（吨）	9,600	9,600	
销售单价（含税）	120,000	120,000	
毛利率	40%	40%	
EPS	0.72	0.72	
R125			
销量（吨）	8,000	15,000	
权益销量（吨）	6,400	12,000	
销售单价（含税）	120,000	100,000	
毛利率	40%	35%	
EPS	0.48	0.63	
R32			
销量（吨）	10,000	11,000	
权益销量（吨）	8,000	8,800	
销售单价（含税）	30,000	25,000	
毛利率	25%	20%	
EPS	0.08	0.05	
PVDF			
销量（吨）	5,000	10,000	
权益销量（吨）	2,500	5,000	
销售单价（含税）	100,000	110,000	
毛利率	35%	40%	
EPS	0.13	0.35	
其它业务			
EPS	0.22	0.29	
合计EPS	1.90	2.40	



资料来源：公司公告，中金公司研究部

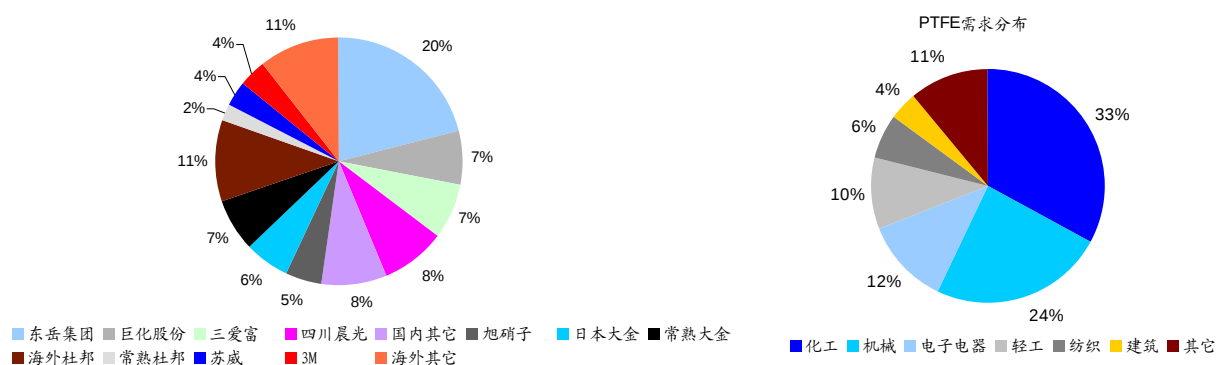
氟聚合物 PTFE 表面过剩实则紧缺，景气有望维持 1-2 年

PTFE 是氟聚合物最主要的产品，被美誉为“塑料王”。它是由四氟乙烯 TFE 经聚合而成的高分子化合物，具有优良的化学稳定性，是当今世界上耐腐蚀性能最佳材料之一，密封性、高润滑不粘性、电绝缘性和良好的抗老化耐力、耐温优异。

PTFE 被广泛地应用作为密封材料和填充材料。用作工程塑料，可制成 PTFE 管、棒、带、板、薄膜等。一般应用于性能要求较高的耐腐蚀的管道、容器、泵、阀以及制雷达、高频通讯器材、无线电器材等。分散液可用作各种材料的绝缘浸渍液和金属、玻璃、陶器表面的防腐图层等。各种聚四氟圈、聚四氟垫片、聚四氟盘根等广泛用于各类防腐管道法兰密封。此外，也可以用于抽丝作 PTFE 纤维。

2010 年全球 PTFE 产能约 15 万吨，需求量约 10 万吨，表面看来产能已严重过剩，但值得关注的是 2010 年全球产量仅 9 万吨，行业开工率仅 60%。

图表 3：全球 PTFE 产能分布（左图）；中国 PTFE 下游需求分布（右图）



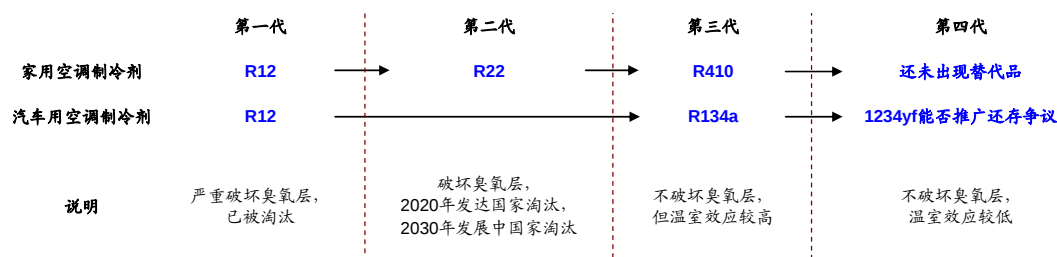
资料来源：百川资讯，中金公司研究部

PTFE 行业开工率如此之低主要是由于：

(a) R125 需求旺盛分流了部分 TFE 原料，导致部分 PTFE 产能无法开工；

第二代制冷剂 R22 破坏臭氧层，将会逐渐被第三代制冷剂 R410 替代，而 R410 是由 R32 和 R125 按照比例 1:1 混配而成。发达国家从 2010 年开始禁止在新空调上使用 R22，所以从 2010 年开始 R125 需求陡增，进而分流了大量的 TFE 产能，导致部分 PTFE 产能无法开工。

图表 4：历代制冷剂演化图



资料来源：中金公司研究部

(b) 日本地震导致全球有效产能削减 1.5-2.5 万吨，预计海外这部分产能 1-2 年内无法扩产。

图表 5：日本地震可能导致全球 1.5-2.5 万吨 PTFE 产能无法生产

公司	产能 (千吨)	备注
东岳集团	30.0	
巨化股份	10.0	
三爱富	10.0	
四川晨光	12.0	
国内其它	12.0	
旭硝子	7.0	位于千叶，受日本地震影响停止生产
日本大金	8.0	位于鹿岛，受日本地震影响停止生产
常熟大金	10.0	因从日本进口原料进口可能受到影响
海外杜邦	15.0	
常熟杜邦	3.0	
苏威	5.0	
3M	5.0	
海外其它	15.0	
合计	142.0	

资料来源：中金公司研究部

(c) R22 无法扩产导致无新增原料 TFE 供应，故 PTFE 扩产不易。

蒙特利尔公约要求发达国家 R22 产能从 2010 年开始关停，至 2015 年必须淘汰 90%以上；要求发展中国家 R22 产能从 2013 年开始冻结，至 2015 年必须淘汰 10%。R22 无法扩产将导致无新增原料 TFE 供应，进而导致 PTFE 扩产不易。

图表 6：2011 ~2015 年全球 R22 的产能分布预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
产能 (千吨)							
R22中国	608	608	658	658	658	658	658
R22海外*	200	75	53	37	26	18	13
R22总产能	808	683	711	695	684	676	671

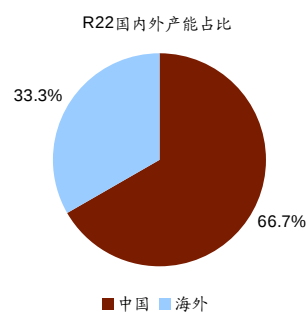
*预计从2010年开始海外R22产能每年平均削减30%，符合蒙特利尔公约要求

资料来源：中金公司研究部

图表 7：中国 R22 的产能分布情况（左图）；2009 年 R22 国内外产能占比（右图）

单位名称	2010产能 (千吨)	2011新增 (千吨)
山东东岳化工有限公司	150	50*
浙江衢化氟化学有限公司	100	
江苏梅兰化工股份有限公司	100	
常熟三爱富中昊化工新材料股份有限公司	45	
鹰鹏化工有限公司	37	
阿科玛（常熟）氟化工有限公司	35	
浙江三美化工有限公司	30	
四川鸿鹤精细化工有限公司	30	
浙江临海利民化工厂	26	
浙江永和新型制冷剂有限公司	25	
衡阳市莹化工有限公司	18	
山东中氟化工科技有限公司	12	
合计	608	658

*设计产能为20万吨，为2008年之前获批，预计2011年5月投产



资料来源：中金公司研究部

综合考虑，我们认为 PTFE 供应偏紧的情形短期内无法改善，PTFE 景气有望持续 1-2 年。

氟制冷剂 R22 价格供给受限，价格将不断创出新高：

第二代制冷剂 R22 破坏臭氧层，将会逐渐被第三代制冷剂 R410 替代，但目前 R410 主要以 R22 为原料生产（1 吨 R22 生产 1.2 吨 R410），所以 R410 的更新换代并不会减少对 R22 的需求（见图表 8 备注 e）。R410 由 R32 和 R125 按 1: 1 比例混配。R32 制备比较简单，而 R125 技术门槛相对较高。目前 R125 有两种制备路线：TFE 法和 PCE 法。PCE 法工艺难度高，原料供应相对较少，比较难以扩产；目前国内主要是采用 TFE 法，即 1 吨 R22 作为原料生产 0.6 吨 R125，与 0.6 吨 R32 混配成为 1.2 吨 R410。目前 TFE 法占全部 R125 产能的 75% 以上。

R410 的专利将于 2011 年 11 月到期，需求量爆发式增长，进而带动了 R22 的需求。2010 年全球空调使用 R22 的比例约占 80%，使用 R410 的约占 20%。我们预计未来三年 R410 的比例将逐步提升，至 2013 年 R410 的比例将提升至 50%。

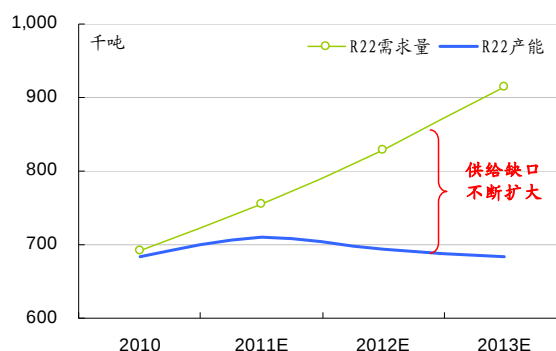
图表 8：2010~2013 年 R22 供给和需求预测

	2010	2011E	2012E	2013E	备注
全球空调产量（百万台）	150.0	172.5	198.4	228.1	
使用 R410 的空调占比	20%	30%	40%	50%	
使用 R22 的空调占比	80%	70%	60%	50%	
需求（千吨）					
R410 直接空调用量	45	78	119	171	
R22 制备 R410 用量*	26	45	69	100	a
R22 直接空调用量	180	181	179	171	b
TFE 用 R22 需求量（剔除 a）	450	504	564	632	c
发泡剂用 R22 需求量	35	25	17	12	d
R22 总用量	691	755	829	915	e=a+b+c+d
产能（千吨）					
R22 中国	608	658	658	658	f
R22 海外	75	53	37	26	g
R22 总产能	683	711	695	684	h=f+g
供给缺口	8	44	135	231	i=e-h

*保守假设 R410 产能中,30%使用 PCE 法, 70%使用 TFE 法

注1: 假设每台空调使用 1.5kg 制冷剂, 每吨 TFE 使用 1.98 吨 R22

注2: TFE 年均需求增速 12%; 空调年均需求增速 15%。



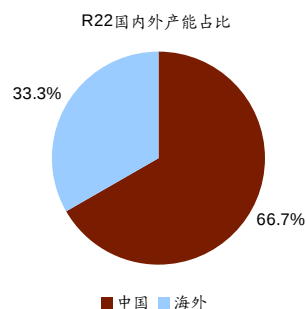
资料来源：产业在线，中金公司研究部

蒙特利尔公约要求发达国家 R22 产能从 2010 年开始关停，至 2015 年必须淘汰 90% 以上；要求发展中国家 R22 产能从 2013 年开始冻结，至 2015 年必须淘汰 10%。2009 年末海外 R22 产能约 30 万吨，2010 年开始快速关停，这将导致全球产能缺失 30%。目前中国已不再新批 R22 产能，未来国内再无新增产能出现。2011 年 R22 将存在 4 万吨的供应缺口，并且缺口将逐年成倍扩大（见图表 8）。

图表 9：中国 R22 的产能分布情况（左图）；2009 年 R22 国内外产能占比（右图）

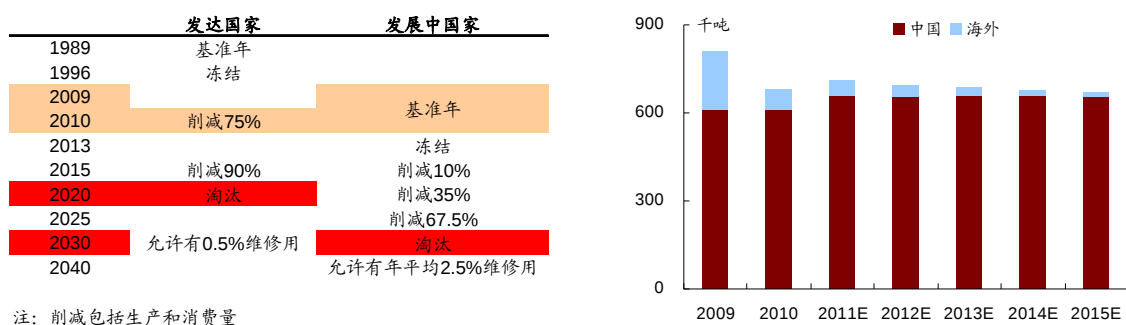
单位名称	2010 产能 (千吨)	2011 新增 (千吨)
山东东岳化工有限公司	150	50*
浙江衢化氟化学有限公司	100	
江苏梅兰化工股份有限公司	100	
常熟三爱富中昊化工新材料股份有限公司	45	
鹰鹏化工有限公司	37	
阿科玛（常熟）氟化工有限公司	35	
浙江三美化工有限公司	30	
四川鸿鹤精细化工有限公司	30	
浙江临海利民化工厂	26	
浙江永和新型制冷剂有限公司	25	
衡阳市莹化工有限公司	18	
山东中氟化工科技有限公司	12	
合计	608	658

*设计产能为 20 万吨，为 2008 年之前获批，预计 2011 年 5 月投产



资料来源：中金公司研究部

图表 10: 《蒙特利尔议定书》R22 淘汰进程 (左图); 未来三年国外产能将持续关停, 国内产能再无新增 (右图)



资料来源:《蒙特利尔议定书》, 中金公司研究部

巨化股份（600160.CH）：维持推荐

巨化股份主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	5,329	3,700	5,486	7,759	10,464
(+/-)	2%	-31%	48%	41%	35%
主营业务利润	628	493	1,505	2,494	3,222
(+/-)	-1%	-21%	205%	66%	29%
净利润	87	93	586	1,473	1,908
每股盈利(元)	0.16	0.17	0.96	1.85	2.40
(+/-)	-58%	6%	476%	93%	30%
市盈率	179.6	169.7	29.5	15.3	11.8
市净率	8.05	7.90	7.05	6.35	4.54
EV/EBITDA	118.40	36.66	15.72	10.53	7.89
净资产收益率	4.5%	4.7%	23.9%	41.6%	38.6%
ROCE	3.3%	3.5%	19.8%	38.2%	35.2%
现金分红收益率	0.2%	0.3%	2.5%	1.7%	2.2%
每股经营现金流(元)	1.1	0.6	2.1	2.3	2.8
股价/经营现金	24.7	44.2	13.3	12.3	10.0

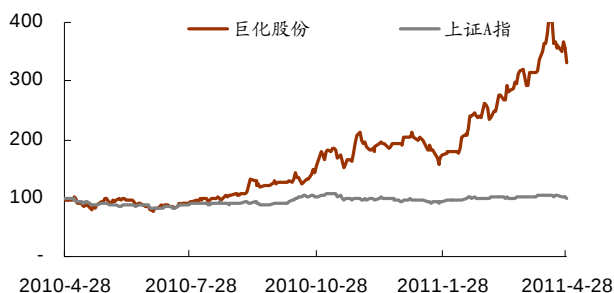
资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

巨化股份股票信息

当前股价	A股
股票代码	人民币28.21
日成交量(百万股)	600160.CH
52周最高价/最低价	23.8
发行股数(百万股)	人民币35.25/6.69
其中：流通股(百万股)	796
主要股东(持股比例)	796
	巨化集团公司(56.48%)

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

巨化股份最近估值走势



资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：业绩将再超预期，政策将成为催化剂。

中长期（1~2年）投资主题

正面：

- 2010年国外R22产能开始逐渐关闭。受到下游空调需求旺盛带动，供需缺口凸显。2011年国外R22产能持续关闭，国内限制扩产，作为新型制冷剂R410原料的R22，供应缺口将持续存在。
- 海外部分R134a产能转产，供应偏紧。未来国内R134a扩产将逐步弥补海外R134a产能。未来1-2年R134a供需将保持紧平衡状态。

短期（3~6个月）催化剂

- 国内空调需求超预期
- R22供应紧张，价格持续上涨
- PTFE供不应求，价格持续上涨

股价敏感因素：

- R22、R134a、PTFE价格
- R22行业准入标准出台
- 财务、经营数据

估值：

我们上调公司2011~2012 EPS至1.85和2.4元，目前股价对应PE 15x和12x，维持推荐评级。

风险：

- 汽车用制冷剂R134a扩产过快致价格大幅回落的风险；
- 家用空调需求大幅回落的风险。

图表 11：历史及未来财务数据，盈利预测调整

损益表 (百万元)						2011E			2012E			
主营业务收入净额	5,329	3,700	5,486	7,759	10,464	(人民币百万元)	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
主营业务利润	628	493	1,505	2,494	3,222	营业收入	5,395	7,759	43.8%	6,515	10,464	60.6%
营业费用	-71	-64	-83	-116	-157	营业成本	-3,661	-5,217	42.5%	-4,177	-7,177	71.8%
管理费用	-301	-276	-512	-504	-628	毛利	1,702	2,494	46.5%	2,299	3,222	40.2%
财务费用	-131	-91	-104	-118	-148	营业费用	-97	-116	19.9%	-117	-157	33.8%
营业利润	66	51	650	1,756	2,289	管理费用	-502	-504	0.5%	-606	-628	3.6%
所得税	-35	53	-59	-242	-322	财务费用	-118	-118	0.0%	-148	-148	0.0%
净利润	87	93	586	1,473	1,908	营业利润	986	1,756	78.1%	1,427	2,289	60.4%
现金流量表 (百万元)						利润总额	991	1,766	78.2%	1,433	2,299	60.5%
经营活动现金流净额	636	356	1,295	1,822	2,246	净利润	829	1,473	77.7%	1,195	1,908	59.7%
投资活动现金流净额	-463	19	-459	-301	-301	每股盈利	1.04	1.85	77.7%	1.50	2.40	59.7%
融资活动现金流净额	-186	-164	-747	-182	-199							
货币资金增加额	-7	211	86	1,339	1,746							
资产负债表 (百万元)												
流动资产	1,195	1,140	1,549	3,313	5,609							
长期投资	191	165	203	191	191							
固定资产	2,669	2,620	2,765	2,786	2,852							
流动负债	1,680	1,328	1,579	1,933	2,519							
长期负债	527	713	562	809	1,080							
股东权益	1,950	1,988	2,450	3,539	4,949							
总资产	4,251	4,099	4,736	6,476	8,813							
财务指标												
主营业务利润率	11.8%	13.3%	27.4%	32.1%	30.8%							
息税前利润率	4.8%	4.2%	16.6%	24.1%	23.3%							
净利润率	1.6%	2.5%	10.7%	19.0%	18.2%							
净资产收益率	4.5%	4.7%	23.9%	41.6%	38.6%							
总资产收益率	2.1%	2.2%	13.3%	26.3%	25.0%							
总资产负债率	51.9%	49.8%	45.2%	42.3%	40.8%							
净资产负债率	82.2%	69.5%	36.2%	-3.9%	-29.1%							
流动比率	1	0.86	0.98	1.71	2.23							
速动比率	1	0.74	0.73	1.44	1.94							
应收帐款周转期	41	43	39	39	39							
存货周转期	19	18	37	37	37							
分红比例	34.0%	48.1%	26.1%	26.1%	26.1%							

资料来源：公司公告，中金公司研究部

三爱富 (600636.CH): 上调至推荐

三爱富主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	2,680	2,102	3,096	4,196	5,374
(+/-)	9%	-22%	47%	36%	28%
主营业务利润	274	356	554	1,402	1,833
(+/-)	-20%	30%	56%	153%	31%
净利润	-70	6	46	660	832
每股盈利 (元)	(0.20)	0.02	0.13	1.90	2.40
(+/-)	-183%	-108%	689%	1335%	26%
市盈率	n.m.	1651.4	209.2	14.6	11.6
市净率	13.4	13.0	12.2	6.7	4.2
EV/EBITDA	78.8	39.8	20.5	7.8	5.6
净资产收益率	-9.2%	0.8%	6.0%	59.1%	44.7%
ROCE	-6.9%	0.6%	4.5%	44.5%	34.0%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	0.8	0.6	1.1	3.5	3.9
股价/经营现金	33.3	44.0	24.6	7.9	7.2

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

三爱富股票信息

	A股
股票代码	600636 CH
当前股价	人民币27.71
目标价格	-
日成交量 (百万股)	18.42
52周最高价/最低价	人民币36.69/6.26
发行股数 (百万股)	347.23
总市值 (百万元)	9621.68
流通股 (百万股)	347.23
主要股东 (持股比例)	上海华谊(集团)公司(31.53%)

资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

三爱富最近估值走势



资料来源：公司数据、Bloomberg、中金公司研究部

投资建议：1 季度业绩大幅超出预期，上调评级至推荐。

中长期 (1~2 年) 投资主题

正面：

- 氟制冷剂景气度明显提升，R22，R32，R125 价格在 1 季度都创出新高。
- 氟聚合物景气度也显著提升，PTFE，PVDF 等价格持续上扬，尤其在日本地震后，全球主要的 PTFE 和 PVDF 装置都受到了影响，致使产品价格出现跳跃式上涨。

负面：

- R22 等原材料价格上涨，对毛利率产生负面影响。

短期 (3~6 个月) 催化剂

- 国内空调需求超预期
- PTFE 供不应求，价格持续上涨

股价敏感因素：

- R22、R134a、PTFE 价格
- R22 行业准入标准出台
- 财务、经营数据

估值：

我们上调 2011-2012 年 EPS 预测 1.90 和 2.40，目前股价对应 2011-2012 年 PE 分别为 15x 和 12x，上调评级至“推荐”。

风险：

- PTFE 需求大幅回落的风险；
- 外购 R22 价格涨幅过大致成本过高的风险。

图表 12：历史及未来财务数据，盈利预测调整

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入净额	2,680	2,102	3,096	4,196	5,374
主营业务利润	274	356	554	1,402	1,833
营业费用	-79	-75	-79	-101	-129
管理费用	-193	-163	-191	-273	-349
财务费用	-86	-68	-64	-60	-57
营业利润	-100	48	157	968	1,298
所得税	-5	-0	-28	-148	-197
少数股东权益	-32	-58	-82	-176	-284
净利润	-70	6	46	660	832
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	289	219	390	1,212	1,339
投资活动现金流净额	-267	9	-208	-151	-151
融资活动现金流净额	86	-278	-161	-117	-104
货币资金增加额	104	-50	22	943	1,084
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,094	941	1,633	2,579	4,021
长期投资	55	47	51	55	55
固定资产	1,442	1,272	1,230	1,195	1,121
流动负债	1,729	1,371	1,973	2,036	2,301
长期负债	27	27	12	-3	-17
少数股东权益	197	203	274	449	733
股东权益	720	740	786	1,446	2,279
总资产	2,673	2,340	3,044	3,929	5,296
财务指标					
主营业务利润率	10.2%	16.9%	17.9%	33.4%	34.1%
净利润率	-2.6%	0.3%	1.5%	15.7%	15.5%
净资产收益率	-9.7%	0.8%	5.8%	45.6%	36.5%
总资产负债率	65.7%	59.7%	65.2%	51.8%	43.1%
净资产负债率	117.4%	97.1%	82.5%	-24.3%	-65.1%
流动比率	0.6	0.7	0.8	1.3	1.7
速动比率	0.4	0.5	0.6	1.0	1.5
应收帐款周转期	37.4	50.9	92.0	63.7	63.7
存货周转期	57.8	67.1	58.0	58.0	58.0
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

(人民币百万元)	2011E			2012E		
	调整前	调整后	变化(%)	调整前	调整后	变化(%)
主营业务收入	3,518	4,196	19.3%	3,851	5,374	39.6%
主营业务成本	2,851	2,778	-2.5%	3,095	3,520	13.8%
主营业务利润	654	1,402	114.4%	741	1,833	147.2%
营业费用	89	101	13.7%	97	129	33.1%
管理费用	246	273	10.8%	250	349	39.6%
财务费用	58	60	4.7%	54	57	5.4%
营业利润	262	968	270.2%	340	1,298	281.5%
净利润	198	660	233.1%	261	832	218.9%
每股盈利	0.57	1.90	233.1%	0.75	2.40	218.9%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

附表 13、全球氟化工可比公司估值表

公司	Bloomberg code	货币	收盘价 11-4-28	近1年股价		总市值 百万元	股价波动 (%)			市盈率				EV/EBITDA		
				最高	最低		1周	1月	1年	09A	10A	11E	12E	10E	11E	12E
巨化股份(*)	600160 CH Equity	CNY	28.21	35.26	6.69	22,461	-7.5	3.5	225.3	38.3	29.5	15.2	11.8	19.3	16.4	12.2
三爱富(*)	600636 CH Equity	CNY	27.71	36.69	6.26	9,622	-11.5	6.7	216.3	227.1	252.0	14.6	11.5	36.2	30.4	30.0
东岳集团	189 HK Equity	HKD	7.89	9.09	1.42	16,565	-5.5	21.4	319.7	22.5	10.8	8.7	9.7	6.2	5.0	4.6
Arkema	ARKAY US Equity	USD	103.07	103.95	33.13	6,350	9.1	16.3	152.6	n.a.	15.6	n.a.	n.a.	6.9	n.a.	n.a.
Honeywell	HON US Equity	USD	61.46	62.10	37.89	48,370	7.0	5.4	30.6	23.5	15.6	13.5	12.0	8.2	7.4	6.7
Daikin Industries Ltd	6367 JP Equity	JPY	2,566.00	3,635.00	2,077.00	752,130	3.4	5.6	-28.3	38.6	30.8	15.3	11.6	6.6	5.9	5.0
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP Equity	JPY	1,026.00	1,163.00	764.00	1,217,560	3.5	-0.8	-7.0	9.7	9.3	8.6	8.9	3.6	3.3	3.4
Solvay SA	SOLB BB Equity	EUR	96.05	98.07	67.05	8,136	2.8	17.8	34.2	4.4	23.1	21.2	20.5	7.3	6.8	6.8
3M Co.	MMM US Equity	USD	96.47	96.59	67.98	68,668	5.0	4.7	9.3	16.9	15.3	13.7	12.7	8.7	8.0	7.4
平均值										47.6	44.7	13.8	12.3	11.4	10.4	9.5
中间值										23.0	15.6	14.1	11.7	7.3	7.1	6.7

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部 注释：*为中金公司预测，其余来自市场预测平均值

附表 14、中金公司重点覆盖化工行业材料公司估值表

公司名称	代码	货币	股价	市盈率				市净率				EV/EBITDA				
			2011-4-28	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
国内化肥公司																
云天化	600096 CH	CNY	20.69	157.9	34.0	21.7	12.9	2.7	2.6	2.4	2.2	16.2	10.7	8.8	7.1	
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	54.02	33.7	37.4	23.0	18.6	13.7	10.7	6.3	5.4	37.7	45.7	20.7	16.9	
四川美丰	000731 CH	CNY	6.76	24.6	33.6	22.3	17.5	2.0	1.8	1.8	1.7	n.a.	9.1	6.4	5.9	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	16.32	19.0	31.8	20.3	12.3	2.9	1.7	1.1	1.0	12.9	14.8	11.0	8.2	
六国化工	600470 CH	CNY	14.78	61.4	46.2	29.8	27.1	4.4	2.2	2.0	2.0	38.0	21.3	15.9	14.1	
冠农股份	600251 CH	CNY	26.75	352.7	1633.5	37.9	31.2	11.8	11.9	9.0	7.0	295.8	222.9	n.a.	n.a.	
建峰化工	000950 CH	CNY	7.78	27.6	35.2	23.8	18.0	1.3	2.0	1.9	1.8	15.5	19.6	10.2	7.6	
玖源集团	827 HK	HKD	0.21	n.m.	n.a.	12.6	8.6	1.4	1.4	1.2	1.0	70.1	20.4	4.4	3.4	
中化化肥	297 HK	HKD	3.12	n.m.	34.8	11.8	9.8	1.6	1.5	1.3	1.1	n.m.	22.4	10.5	8.8	
中海石油化学	3983 HK	HKD	6.58	26.9	22.0	15.0	11.9	2.8	2.4	2.1	1.8	14.6	11.9	8.7	6.9	
平均				88.0	212.1	21.8	16.8	4.5	3.8	2.9	2.5	62.6	39.9	10.7	8.8	
中间值				30.6	34.8	22.0	15.2	2.7	2.1	2.0	1.8	27.0	20.0	10.2	7.6	
国内材料公司																
烟台万华	600309 CH	CNY	23.85	37.2	25.9	18.2	14.2	7.9	6.5	4.6	3.4	27.5	22.1	12.3	9.5	
新安股份	600596 CH	CNY	12.17	28.0	49.3	30.3	23.3	1.0	2.1	1.9	1.8	16.9	21.6	14.7	12.3	
*ST新材	600299 CH	CNY	12.91	n.m.	89.4	58.7	37.4	2.4	2.4	2.3	2.1	29.3	14.6	10.1	8.2	
三爱富	600636 CH	CNY	27.71	1651.4	209.2	14.6	11.6	13.0	12.2	6.7	4.2	40.0	20.6	8.5	6.7	
巨化股份	600160 CH	CNY	28.21	169.7	29.5	15.3	11.8	7.9	7.1	6.3	4.5	51.0	20.5	11.2	8.8	
山西三维	000755 CH	CNY	11.56	509.8	162.5	52.4	39.1	2.5	2.5	2.4	2.2	23.0	15.3	15.1	13.2	
沈阳化工	000698 CH	CNY	10.71	103.2	32.9	17.4	13.4	2.5	2.3	2.1	1.9	24.5	12.4	8.0	7.0	
澄星股份	600078 CH	CNY	10.02	114.0	141.0	50.6	32.2	4.3	4.2	3.9	3.5	24.4	20.2	13.2	11.4	
兴发集团	600141 CH	CNY	20.87	54.0	41.0	28.4	26.0	6.1	4.5	4.0	3.6	28.8	15.9	11.7	10.0	
云维股份	600725 CH	CNY	9.78	64.2	32.5	24.5	19.1	2.5	2.3	2.2	2.0	21.1	13.1	10.1	8.6	
丹化科技	600844 CH	CNY	15.06	n.m.	862.9	36.6	9.4	9.3	5.2	7.4	4.2	7290.4	374.6	14.7	5.5	
丹科B	900921 CH	USD	0.94	n.m.	54.0	2.3	0.6	0.6	0.3	0.5	0.3	1267.6	65.1	2.6	1.0	
烟台氨纶	002254 CH	CNY	29.89	44.7	30.5	21.2	17.3	3.1	4.6	4.0	3.5	27.6	16.3	11.6	9.0	
普利特	002324 CH	CNY	16.00	22.5	21.5	15.8	10.8	2.2	2.0	1.9	1.7	37.2	39.8	24.5	16.6	
中国玻纤	600176 CH	CNY	27.02	n.m.	56.1	20.6	14.2	9.5	8.1	3.2	2.8	27.1	12.4	10.7	9.0	
平均				254.4	122.6	27.1	18.7	5.0	4.4	3.6	2.8	595.8	45.6	11.9	9.1	
中间值				64.2	49.3	21.2	14.2	3.1	4.2	3.2	2.8	27.6	20.2	11.6	9.0	

资料来源：Wind，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/或机构投资者提供。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