

企业集体提价 R22，行业好转尚待下游需求确认

推荐 维持评级

分析师： 裘孝锋 ☎：(8621) 20252676 ✉： qiuxiaofeng@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511050001

王 强 ☎：(8621) 2025 2675 ✉： wangqiang_yj@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130511080002

特此鸣谢 胡 昂 ☎：(8621) 20252671 ✉： huang@chinastock.com.cn 对本报告的编制提供信息

1. 事件

中国氟硅有机材料工业协会 2011 年年会结束后，R22 厂家纷纷上调报价 1000-1200 元/吨，华东市场 R22 主流报价上涨至 14000-14500 元/吨附近，涨幅近 8%。

2. 我们的分析与判断

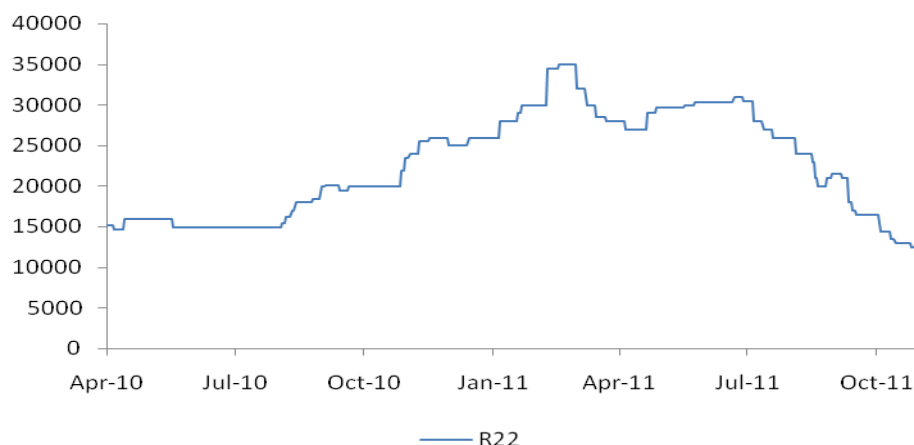
(一)、调价因厂家库存较低，相对看好下游备货需求

制冷剂 R22 经历前期一路下跌后，近日氟化工厂家纷纷上调 R22 报价 1000-1200 元/吨，涨幅近 8%。一方面是周期性产品的超跌反弹使然，当 R22 价格跌至 12000-13000 元/吨时，外购原料的企业基本无利润可言；另一方面，随着 R22 价格的不断走跌，厂家相继停车检修，行业开工率偏低，加上在产品价格处于下降过程时，中间商和下游需求企业的采购热情锐减，导致 R22 生产企业以及下游需求企业的库存均处于低位，货源就会日益紧张。

制冷剂企业在行业年会后集体提价，反映出这是讨论后的一致行为，说明氟化工企业之间的凝聚力有所提高，也说明了企业对后期备货需求的相对看好。氟化工企业的一致行动有利于行业持续、有序健康的发展。

三季度开始，制冷剂 R22 的价格一路下跌，重要的因素是下游需求在淡季时节萎缩。未来推动 R22 价格合理回归的重要因素就是下游需求的逐渐回暖。

图 1：华东 R22 价格走势



资料来源：百川资讯，中国银河证券研究部

(二)、氟化工行业发展震荡上行

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。

我们坚持认为氟化工行业是个短期兼有大宗周期性，而长期逐渐成长的行业，换句话说就是长期发展斜率向上，短期周期波动。经过 50 年的发展，我国氟化工企业从无到有能直接与世界跨国巨头同台竞争，涌现出了以三爱富为代表的优势企业，最重要的是我国氟化工产品、技术大部分均为自行研发，这为行业未来的发展打下了坚实的基础。氟深加工产品种类多样、性能优良、发展前景广阔，并且相关新型产品技术含量高，比如氟树脂、氟橡胶等应用在军工、航天等领域。这就是为行业、企业的发展拓宽了道路，而不像一般的大宗化工品，深加工应用领域有限，存在大的发展壁垒。目前来说，制冷剂仍处于短期筑底阶段。

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。

(三)、三爱富长期成长潜力大，巨化股份规模优势明显、弹性大

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。

三爱富作为我国氟化工领域的领头羊，拥有众多的有潜力产品。新型制冷剂、氟橡胶、PVDF 等产品市场需求增长快速，是公司未来盈利提升的重要保障。公司在内蒙重点建设 PVDF 产业链，积极配套 PVDF 原料 R152a、R142b，目前国内企业中只有公司一家能大规模生产 PVDF，国外重要的 PVDF 生产企业阿科玛亦需向公司外购原料 R142b。保守估计内蒙项目明年贡献 1.2 亿利润。

四氟丙烯作为汽车空调制冷剂，环保性能优良，ODP 值为 0，GWP 值仅为 4，未来可能替代 R134a，市场前景巨大。公司拟与杜邦合作开发生产四氟丙烯，预计年底投产，12 年开始贡献利润，有望贡献利润 1 亿元。未来产量有望继续提升，盈利能力会更高。同时，我们也相当看好公司和杜邦合资建设的高性能 PTFE 粉等项目的前景。

巨化股份产业链完善、规模优势明显，公司还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。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。

三爱富产品领先优势较明显，长期成长能力更强；巨化股份一体化产业链完善、规模优势更显著，且前期产品价格跌幅较大，一旦 R22 等价格反弹，公司业绩弹性大。

3. 投资建议

氟化工短期的震荡格局不改行业长期发展趋势。三爱富公司 12 年利润增长点主要是 R125 的扩产、四氟丙烯的建成投产和内蒙基地 PVDF 的达产及原料配套带来的成本的降低，我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 2.38 元、2.06 元和 2.29 元，给予“推荐”评级。巨化股份是国内少数几家产业链配套完整的氟化工大型企业之一，产品价格超跌后，反弹弹性大，我们预计 11-13 年 EPS 分别为 2.36 元、1.82 元和 2.19 元，给予“推荐”评级。

表1 三爱富财务预测

资产负债表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	334	367	1038	1958	营业收入	3095.6	4959.2	5182.3	5830.1
应收款项	780	763	839	1031	增长率	47.3%	60.2%	4.5%	12.5%
存货净额	403	522	583	649	营业成本	2532.4	3183.8	3627.6	3993.6
其他流动资产	117	60	62	70	营业成本/营业收入	81.8%	64.2%	70.0%	68.5%
流动资产合计	1633	1711	2522	3708	营业税金及附加	9.3	14.9	15.5	17.5
固定资产	1222	1388	1482	1620	销售费用	78.9	109.1	114.0	128.3
无形资产及其他	72	69	67	64	销售费用/营业收入	2.5%	2.2%	2.2%	2.2%
投资性房地产	66	66	66	66	管理费用	191.5	287.6	300.6	338.1
长期股权投资	51	51	51	51	管理费用/营业收入	6.2%	5.8%	5.8%	5.8%
资产总计	3044	3285	4188	5509	财务费用	63.8	31.6	4.7	(5.4)
短期借款	934	262	0	0	投资收益	11.0	10.0	20.0	30.0
应付款项	383	545	622	650	资产减值	63.2	20.0	15.0	10.0
其他流动负债	656	172	194	214	其他收入	(126.3)	(0.0)	0.0	(0.0)
流动负债合计	1973	980	816	864	营业利润	167.5	1362.1	1154.9	1398.0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	增长率	189.6%	713.0%	-15.2%	21.1%
其他长期负债	12	12	12	12	营业外净收支	(11.4)	90.0	100.0	100.0
长期负债合计	12	12	12	12	利润总额	156.1	1452.1	1254.9	1498.0
负债合计	1984	991	827	875	增长率	103.3%	830.1%	-13.6%	19.4%
少数股东权益	274	680	1031	1511	所得税费用	28.4	217.8	188.2	224.7
股东权益	786	1614	2329	3123	少数股东损益	81.8	406.6	351.4	479.4
负债和股东权益总计	3044	3285	4188	5509	归属于母公司净利润	46.0	827.7	715.3	793.9
					增长率	143.7%	1699.8%	-	11.0%
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.13	2.38	2.06	2.29	经营活动现金流	242	910	1169	1230
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(259)	(205)	(236)	(310)
每股净资产	2.26	4.65	6.71	8.99	其它投资现金流	0	0	0	0
ROS	1%	17%	14%	14%	投资活动现金流	(263)	(205)	(236)	(310)
ROE	6%	51%	31%	25%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	18%	36%	30%	32%	负债净变化	(20)	0	0	0
EBIT Margin	11%	28%	22%	23%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	31%	25%	27%	其它融资现金流	92	(672)	(262)	0
收入增长	47%	60%	5%	13%	融资活动现金流	52	(672)	(262)	0
净利润增长	144%	1700%	-	11%	现金净变动	32	33	671	920
资产负债率	74%	51%	44%	43%	货币资金的期初余额	302	334	367	1038
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	334	367	1038	1958
P/E	110.8	10.7	12.4	11.2	企业自由现金流	264	667	850	815
P/B	6.5	5.5	3.8	2.8	权益自由现金流	336	(32)	584	820
EV/EBITDA	12.0	6.7	7.5	6.3					

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部预测

表2 巨化股份财务预测

资产负债表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	437	1023	2679	4525	营业收入	5486	8059	8180	8966
应收款项	592	883	896	983	增长率	48.3%	46.9%	1.5%	9.6%
存货净额	404	286	366	433	营业成本	3948	4546	5383	5738
其他流动资产	116	276	286	403	营业成本/营业收入	72.0%	56.4%	65.8%	64.0%
流动资产合计	1549	2468	4228	6343	营业税金及附加	33	32	33	45
固定资产	2768	2800	2739	2609	销售费用	83	121	139	152
无形资产及其他	151	141	131	121	销售费用/营业收入	1.5%	1.5%	1.7%	1.7%
投资性房地产	65	65	65	65	管理费用	512	604	614	672
长期股权投资	203	203	203	203	管理费用/营业收入	9.3%	7.5%	7.5%	7.5%
资产总计	4736	5677	7366	9341	财务费用	104	210	251	276
短期借款	748	0	0	0	投资收益	22	6	0	0
应付款项	278	294	346	372	资产减值	(155)	(260)	(100)	(80)
其他流动负债	553	139	162	173	其他收入	0	152	218	249
流动负债合计	1579	433	508	545	营业利润	672	2444	1879	2251
长期借款及应付债券	535	535	535	535	增长率	1927.9%	263.9%	-23.1%	19.8%
其他长期负债	27	27	27	27	营业外净收支	(1)	10	20	30
长期负债合计	562	562	562	562	利润总额	671	2454	1899	2281
负债合计	2141	995	1070	1107	增长率	1607.4%	265.8%	-22.6%	20.1%
少数股东权益	145	145	145	145	所得税费用	59	368	285	342
股东权益	2450	4537	6151	8089	少数股东损益	25	0	0	0
负债和股东权益总计	4736	5677	7366	9341	归属于母公司净利润	586	2086	1614	1939
					增长率	533.6%	255.7%	-	20.1%
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.96	2.36	1.82	2.19	经营活动现金流	1419	1768	2041	2179
每股红利	0.25	0.00	0.00	0.00	资本开支	(489)	(435)	(385)	(333)
每股净资产	4.00	5.12	6.95	9.13	其它投资现金流	7	0	0	0
ROS	11%	26%	20%	22%	投资活动现金流	(521)	(435)	(385)	(333)
ROE	24%	46%	26%	24%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	28%	44%	34%	36%	负债净变化	(144)	0	0	0
EBIT Margin	14%	31%	23%	25%	支付股利、利息	(153)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	35%	28%	30%	其它融资现金流	(222)	(748)	0	0
收入增长	48%	47%	2%	10%	融资活动现金流	(816)	(748)	0	0
净利润增长	534%	256%	-	20%	现金净变动	83	585	1657	1846
资产负债率	48%	20%	16%	13%	货币资金的期初余额	355	437	1023	2679
息率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	437	1023	2679	4525
P/E	23.7	9.5	12.3	10.3	企业自由现金流	914	1109	1568	1763
P/B	5.7	4.4	3.2	2.5	权益自由现金流	548	312	1540	1740
EV/EBITDA	13.7	7.6	9.5	8.1					

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，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独立财务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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn