

下半年景气回落不碍 11 年业绩高增长 规模扩张提供长期成长动力

投资要点：

1. 事件

公司发布 2011 年度报告，2011 年公司实现营业收入 82.12 亿元，同比增长 49.68%，归属于上市公司股东净利润 17.47 亿元，同比增长 197.83%，摊薄后每股收益 1.97 元。公司拟以现有股本 88557.4 万股为基数，向公司全体股东每 10 股发放现金红利 5 元(含税)，以资本公积金向全体股东 10 股转增 6 股。

2011 年 10-12 月公司实现营业收入 17.46 亿元，归属于上市公司股东净利润 1.60 亿元，对应每股收益 0.18 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、下半年景气回落不碍全年业绩高增长

2011 是氟化工跌宕起伏的一年，上半年景气度一度达到了历史的高点，下半年随着家电下乡政策的推出以及宏观经济回落，业绩出现大幅下滑。但从全年来看，收入和净利润双双大幅增长，且利润增速要大大快于收入增速。

分业务来看，氟化工产品占比提高了 7 个点，一方面是氟产品量价齐升，另一方面是公司增加了氟业务的控股比例；在景气的带动下，氟业务毛利率较 10 年大幅提升了 10.19 个百分点。氯碱业务毛利率较 10 年提高了 2 个百分点，一是公司扩产了高毛利率产品 PVDC，二是烧碱价格持续上涨带动毛利率提升。

本年度公司管理费用得到有效控制，较去年同比下降了近 2.5 个百分点；公司近年来盈利大幅提升，归还贷款后利息支出大幅减少，财务费用下降；因此公司期间费用较去年下降了 4 个百分点。

(二)、2012Q1 盈利环比有改善趋势，下游需求提升是关键

公司四季度单季每股收益为 0.18 元，为去年各季度盈利最低，主要是氟化工景气度大幅下滑所致。进入 11 年四季度，家电下乡优惠政策逐渐退出，宏观经济出现回落迹象，加上又是空调的销售淡季，空调需求大幅下降，库存升至历史新高，制冷剂原本供需偏紧格局被打破，价格大幅下跌。

巨化股份 (600160.SH)

推荐 评级

分析师

裘孝锋

✉: qiaoxiaofeng@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511050001

李国洪

✉: liguoohong@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511010001

王强

✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511080002

特此鸣谢

胡 昂

✉: huang@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2012-3-23
A 股收盘价(元)	24.11
A 股一年内最高价(元)	37.00
A 股一年内最低价(元)	17.63
上证指数	2350
市净率	3.54
总股本 (万股)	88557
实际流通 A 股 (万股)	79622
限售的流通 A 股 (万股)	8935
流通 A 股市值(亿元)	191.97

从制冷剂价格走势来看，今年一季度明显好于去年四季度，R22 和 R134a 等产品价格环比有 10-20% 的提升，我们预计 1 季度业绩环比将改善。

从空调的产销数据来看，1-2 月份产销量下降幅度有所收窄，整体库存消化加快。库存消化完成后，会增加渠道走货，备货 7、8 月旺季销售，预计 3 月后，行业整体销量维持逐渐回暖趋势，销量持平或略有增长。届时，会带动制冷剂需求的回升，产品价格有回暖的预期。

图 1：R22 价格和价差走势



图 2：R134a 价格和价差走势



资料来源：百川咨询，中国银河证券研究部

(三) 做大做强氟化工产业，规模扩张将引领公司未来发展

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，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。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。

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。R134a、R125、PTFE 量的提升是公司 12 年新增利润的主要来源。我们预计公司 12-13 年 EPS 分别为 1.46 元、1.79 元，对应目前股价 PE 为 16.5x、13.5x，给予推荐评级。关注政策因素的催化剂。

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
流动资产	1140	1549	3425	3069	4224
现金	355	437	2288	2306	3367
交易性投资	7	0	0	0	0
应收票据	338	471	332	226	258
应收款项	52	68	181	122	140
其它应收款	50	53	59	6	6
存货	155	404	418	341	378
其他	183	116	147	68	76
非流动资产	2959	3187	3417	3698	4113
长期股权投资	165	203	190	190	190
固定资产	2428	2540	2373	2473	2673
无形资产	138	151	334	351	366
其他	229	293	521	685	885
资产总计	4099	4736	6843	6767	8337
流动负债	1328	1579	1078	739	810
短期借款	810	618	0	10	30
应付账款	143	254	428	273	302
预收账款	37	158	155	106	118
其他	338	548	496	350	360
长期负债	713	562	19	25	25
长期借款	679	535	0	0	0
其他	34	27	19	25	25
负债合计	2041	2141	1097	764	835
股本	557	612	886	886	886
资本公积金	563	469	1792	800	800
留存收益	868	1454	3201	4454	5924
少数股东权益	70	145	92	159	190
归属于母公司所有者权益	1988	2450	5639	6140	7609
负债及权益合计	4099	4736	6828	7063	8635

利润表

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	3700	5486	8212	5585	6395
营业成本	3190	3948	4963	3412	3777
营业税金及附加	16	33	68	45	51
营业费用	64	83	134	89	102
管理费用	276	512	561	391	448
财务费用	91	104	21	(3)	(10)

资产减值损失	12	155	255	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(18)	22	26	0	0
营业利润	33	672	2236	1651	2027
营业外收入	14	65	27	30	30
营业外支出	8	65	38	30	30
利润总额	39	671	2226	1651	2027
所得税	(53)	59	442	330	405
净利润	92	612	1784	1320	1622
少数股东损益	(0)	25	37	27	34
归属于母公司净利润	93	586	1747	1293	1588
EPS (元)	0.17	0.96	1.97	1.46	1.79

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
经营活动现金流	356	1295	2781	1474	1802
净利润		586	1747	1293	1588
折旧摊销		0	0	233	235
财务费用		0	0	(3)	(10)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	0	(76)	(45)
其它		708	1035	26	34
投资活动现金流	19	(459)	(918)	(542)	(650)
资本支出		0	0	(550)	(650)
其他投资		(459)	(918)	8	0
筹资活动现金流	(164)	(747)	4	(873)	30
借款变动		0	0	110	20
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	(992)	0
股利分配		0	0	0	0
其他		(747)	4	9	10
现金净增加额	211	88	1867	59	1182

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。

裘孝锋、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提供。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。

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