

氟化工延续低景气 业绩同比大幅下滑

投资要点：

1. 事件

公司发布2012年年度报告，2012年实现营业收入78.82亿元，同比下降4.02%，归属于上市公司股东净利润6.02亿元，同比下降65.52%，对应每股收益0.425元。公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.5元（含税）。

其中四季度实现营业收入18.50亿元，归属于上市公司股东净利润22.5万元。

2. 我们的分析与判断

(一) 氟化工景气下滑拖累业绩

在新增产能不断释放而新增需求不断下降的影响下，2012年氟化工景气延续下滑，制冷剂R22、R125、R134a以及氟树脂PTFE等产品价格呈现一路下跌的走势。尽管公司氟产品产销量有所增长，但产品价格下滑明显，12年氟产品实现销售收入36.52亿元，同比下降34.02%。12年公司氯碱产品量价齐升，实现销售收入18.89亿元，同比上升11.28%，主要贡献来自于烧碱及PVDC。

毛利率方面，12年公司氟产品毛利率为23.74%，同比减少23.02个百分点，主要因为制冷剂和氟树脂产品价格大幅下降所致。氯碱产品实现毛利率14.05%，同比减少0.77个百分点，主要是成本略有增加。

四季度营业收入、利润较三季度环比下降，一是制冷剂价格环比仍在下跌，二是四季度计提了近4000万的减值损失。氟化工延续低景气，预计2013年1季度业绩不容乐观。

(二) 传统制冷剂产能快速扩张压低价格中枢

2012年R134a新增产能为9.4万吨，总产能达24.8万吨，而国内需求约4万吨，加上出口约6万吨，国内产量10万吨左右，供需压力加大。2013年R125产能有望从11年的10万吨上升至26.5万吨，产能将出现严重过剩；新建R125产能中，PCE路线占据半壁江山，有望减轻R22作为原料的需求压力。我们判断随着新增产能的上马，传统制冷剂价格中枢将下移。

巨化股份(600160.SH)

中性 评级

分析师

裘孝锋

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

王强

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

胡昂

✉: huang@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130512070003

市场数据	时间 2013-3-08
A股收盘价(元)	9.65
A股一年内最高价(元)	15.68
A股一年内最低价(元)	7.62
上证指数	2319
市净率	2.35
总股本(亿股)	14.17
实际流通A股(亿股)	14.02
限售的流通A股(万股)	1496
流通A股市值(亿元)	135

尽管目前空调市场有所回暖，且上游萤石价格延续上涨，但是当前制冷剂供需结构还未发生向好变化，价格弱势运行，传统制冷剂的景气还需等待。

(三)、做大做强氟化工产业，规模+新产品引领公司未来发展

未来，氟化工产品运行会出现分化，传统制冷剂产品价格将维持弱势运行格局，而 1234yf、高端 PTFE、HFP 等新型产品的盈利会相当可观。

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。未来公司值得关注的产品是 PVDC、PTFE、HFP 等。

3. 投资建议

巨化形成了以氟化工为核心、氯碱化工和煤化工相配套的完整产业链，产业链开工率高，产品成本优势明显。在积极完善现有产品线的同时，公司加大了对符合行业发展趋势产品的投资，PVDC、PTFE 及电子级氢氟酸等将是未来利润的新来源。我们预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.38 元、0.47 元，对应目前股价 PE 为 25.4x、20.5x，给予中性评级。

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
流动资产	1549	3425	2608	3006	3539
现金	437	2288	916	1624	2022
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	471	332	834	644	709
应收款项	68	181	194	196	216
其它应收款	53	59	58	8	9
存货	404	418	465	479	522
其他	116	147	140	55	60
非流动资产	3187	3417	4026	4054	4336
长期股权投资	203	190	183	183	183
固定资产	2540	2373	2954	3179	3461
无形资产	151	334	329	329	329
其他	293	521	560	363	363
资产总计	4736	6843	6634	7060	7875
流动负债	1579	1078	755	806	875
短期借款	618	0	0	0	0
应付账款	254	428	509	547	597
预收账款	158	155	103	108	118
其他	548	496	143	151	160
长期负债	562	19	38	35	35
长期借款	535	0	0	0	0
其他	27	19	38	35	35
负债合计	2141	1097	792	841	910
股本	612	886	1417	1417	1417
资本公积	469	1792	1259	1259	1259
留存收益	0	0	2762	3291	3938
少数股东权益	145	92	24	24	24
归属于母公司所有者权益	2450	5639	5798	5967	6614
负债及权益合计	4736	6828	6614	6832	7548

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	5486	8212	7882	8049	8869
营业成本	3948	4963	6548	6841	7461
营业税金及附加	33	68	38	16	18
营业费用	83	134	124	129	142
管理费用	512	561	415	435	479
财务费用	104	21	(26)	(24)	(41)

资产减值损失	155	255	43	0	3
公允价值变动收益	0	0	(0)	0	0
投资收益	22	26	4	0	0
营业利润	672	2236	745	652	807
营业外收入	65	27	32	45	50
营业外支出	65	38	15	10	20
利润总额	671	2226	761	687	837
所得税	59	442	161	144	176
净利润	612	1784	600	543	661
少数股东损益	25	37	(2)	0	0
归属于母公司净利润	586	1747	602	543	661
EPS (元)	0.41	1.23	0.43	0.38	0.47

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012	2013E	2014E
经营活动现金流	1295	2781	(5)	1217	892
净利润		1747	602	543	661
折旧摊销	0	0	345	338	
财务费用	0	0	(24)	(41)	
投资收益	0	0	0	0	
营运资金变动	0	0	359	(67)	
其它	1035	(607)	(6)	0	
投资活动现金流	(459)	(918)	(866)	(516)	(520)
资本支出	0	0	(620)	(520)	
其他投资	(918)	(866)	104	0	
筹资活动现金流	(747)	4	(506)	7	27
借款变动	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
股利分配	0	0	(14)	(14)	
其他	4	(506)	21	41	
现金净增加额	88	1867	(1377)	708	398

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、王强、胡昂，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。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：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn