



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 氟化学品跌价致公司利润下滑，期待新产品和精细化管理提升业绩

## ——巨化股份（600160）年报点评

2013年3月13日

推荐/维持

巨化股份

年报点评

梁博

基础化工行业分析师

010-66554046

执业证书编号：S1480512060006

Email: liangbo@dxzq.net.cn

### 事件：

巨化股份发布年报，公司实现营业收入78.82亿元，比上年同期下降4.02%；实现归属于上市公司股东的净利润6.02亿元（EPS为0.43元），比上年同期下降65.52%。

### 公司财务指标

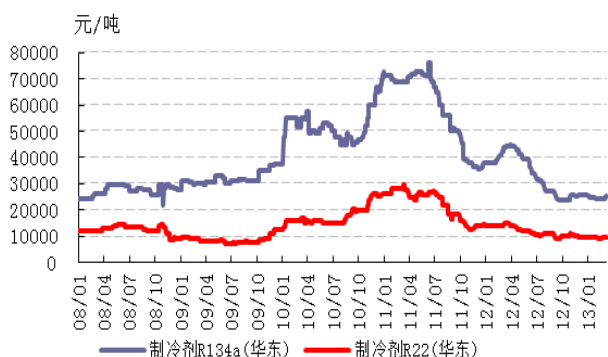
指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	8212	7882	8000	8850
增长率（%）	49.7%	-4.0%	1.5%	10.6%
毛利率（%）	39.6%	16.9%	18.5%	19.0%
期间费用率（%）	8.7%	6.5%	6.5%	6.5%
营业利润率（%）	27.2%	9.5%	10.5%	12.0%
净利润（百万元）	1747	602	780	990
增长率（%）	197.8%	-65.5%	29.5%	26.9%
每股盈利（元）	1.23	0.43	0.55	0.70
资产负债率（%）	16.0%	11.9%	14.0%	20.0%
净资产收益率（%）	30.9%	10.4%	12.2%	14.1%
总资产收益率（%）	38.7%	10.8%	10.5%	11.2%

### 评论：

#### 积极因素：

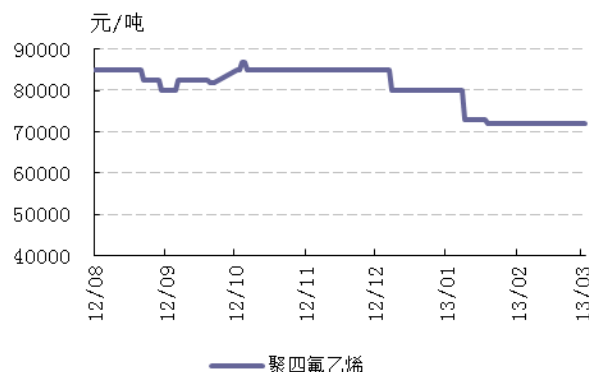
- 氟化学品价格处于底部区域，小企业逐步退出将改善行业盈利状况。2012年制冷剂、氟聚合物价格单边下跌，企业盈利水平大幅下降。巨化股份氟化学品销量增加约15%，但销售收入却同比下降34%，产品毛利率为23.7%，同比下降23个百分点。2012年国内小型氟化工企业基本处于亏损状态，因此行业开工率下降。目前氟化学品价格企稳，并出现小幅回升。预计2013年没有资源优势的小型氟化工企业将逐步退出，巨化、三爱富等龙头的盈利情况将同比回升。

图 1：制冷剂价格处于低位



资料来源：中华商务网

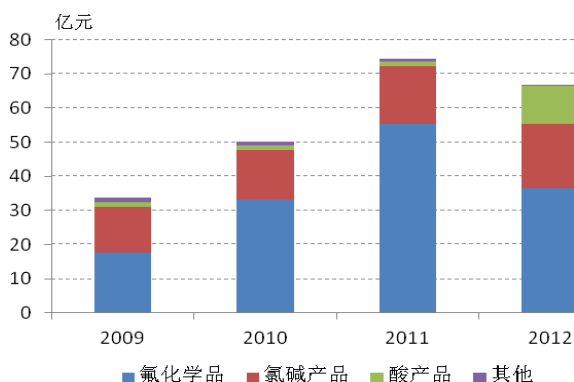
图 2：聚四氟乙烯价格稳定在 7.2 万元/吨



资料来源：中国石油和化学工业协会

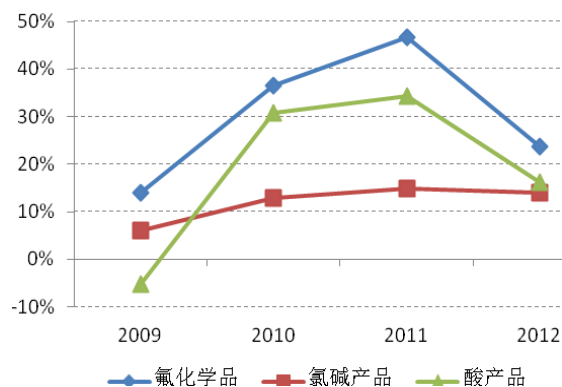
- **新型包装材料PVDC项目顺利投产，巨化持续研发高附加值的氟化学品。**2012年公司研发投入超1.5亿元。超高分子量PTFE进行了工业化装置建设，第四代制冷剂研发进展顺利，启动了ETFE和含氟涂料等氟聚合物生产技术研发，自主研发的PVDC保鲜膜建成2.8万吨产能。其中2.8万吨PVDC项目当年贡献毛利8062万元，显示了良好的经济效益。公司计划在2013年将PVDC项目产能增加至3.4万吨。另外2万吨TFE及下游产品项目有望在2013年底建成，该项目将有助于巨化优化产品结构，提升盈利能力。

图 3：巨化股份收入结构



资料来源：公司年报

图 4：巨化股份主要业务毛利率走势

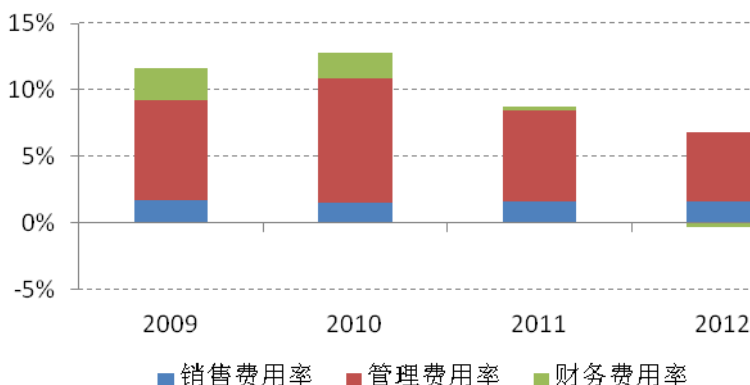


资料来源：公司年报

- **巨化股份拟收购大股东旗下锦纶公司100%股权，未来将建成13.8万吨己内酰胺产能。**公司计划出资3.8亿元收购巨化锦纶公司，此次收购完成后巨化集团基本实现了经营性资产的整体上市，将减少关联交易。同时锦纶装置将消化公司现有的氢气、二氧化硫等副产物，提升装置的综合效益。另外锦纶公司拥有3.8万吨己内酰胺产能，并在建10万吨己内酰胺产能。己内酰胺目前国内对外依存度约50%，是国家重点鼓励的化工项目，该项目已经获得国家1亿元的资金补助，预计未来效益较好。
- **公司精细化管理效果显现，三项费用率连续2年下降。**2012年公司三项费用率为6.49%，比2011年下降约2.2个百分点。其中销售费用率基本持平，但管理费用率和财务费用率均出现了下降。财务费用率下降，

主要因为公司2011年实现了非公开发行，同时2011年行业景气度高使公司现金流状况良好，负债率低。而管理费用率降低则是公司压缩人工费用、办公费用，提升管理效率的结果。

**图 5：公司经营效率提升，三项费用率连续 2 年下降**



资料来源：中华商务网

#### 消极因素：

- **2013年1月1日起，中国取消萤石出口关税，令萤石出口总量大幅攀升。**中国海关数据显示，1月按重量计萤石（氟化钙含量>97%）出口总量为9793吨，为去年同期的10倍。出口关税取消，国内萤石出口量上升，国内萤石矿价格上涨是大概率事件，国内氟化工企业将面临一定的成本压力。
- **未来CDM项目的盈利可能下降。**2012年公司CDM项目贡献收入1.2亿元，同时公司获得政府补助约2221万元。因部分发达国家退出《京都议定书》第二承诺期，《京都议定书》有条件延长将导致碳信用额需求减少，供应量持续增加，公司 HFC-23 CDM项目面临较大的不确定性，未来CDM项目的收入和贡献的利润存在大幅下降的可能性。

#### 盈利预测和投资建议：

巨化股份在2012年积极转型，通过新建项目使公司的氟化工产品链更加完善，一体化优势使公司的生产成本下降，同时高附加值产品的投产使公司避开低端竞争，在行业整体低迷的时期保证了较好的盈利。预计2013年落后产能将退出，氟化工行业经营情况将好于2012年。预计公司2013-2014年EPS分别为0.55元，0.70元。对应PE分别为17.6倍，13.8倍，继续维持“推荐”评级。

表 1：投资组合盈利预测和估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	8212	7882	8000	8850
(+/-)%	49.7%	-4.0%	1.5%	10.6%
经营利润（EBIT）	2257	719	975	1238
(+/-)%	191.2%	-68.1%	35.6%	26.9%
净利润（百万元）	1747	602	780	990
(+/-)%	197.8%	-65.5%	29.5%	26.9%
每股净收益（元）	1.23	0.43	0.55	0.70

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

### 梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有两年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

### 杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有五年化工行业研究经验。

### 范劲松

清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010 年 3 月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料和精细化工（部分）等子行业。对 PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究非常深入。

### 杨伟

化学工程硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，三年化工行业工作经验，现从事化工行业（煤化工/化肥/民爆/石油化工等）研究。

### 郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会近 3 年从业经历，主要负责相关产品市场分析及预测，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所，目前主要覆盖精细化工中间体、农药、尿素等领域，主要看好个股包括联化科技、雅本化学、长青股份、扬农化工等。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。