

氟化工行业进入整合期，看好龙头公司发挥一体化优势

——巨化股份（600160）个股报告

2013年3月26日

推荐/维持

巨化股份

个股报告

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：

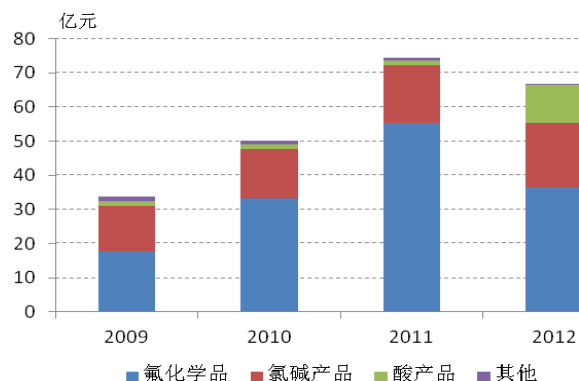
近日巨化股份发布了年度报告和相关公告，我们走访了相关的行业专家，对氟化工行业做了相关调研。

观点：

1、2012年氟化工行业从景气高低快速滑落，公司在行业低谷优化管理流程、压缩费用，保证了较好的利润水平

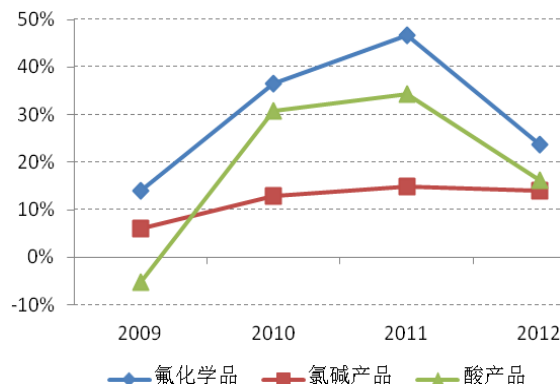
2012年制冷剂、氟聚合物价格单边下跌，整个行业盈利水平大幅下降。巨化股份氟化学品销量增加约15%，但销售收入却同比下降34%，产品毛利率从前一年的48%下降至23.7%。在行业低谷阶段巨化重点提升了经营管理效率，使三项费用总额同比下降约2亿元，最终实现净利润5.8亿元，保证了较好的盈利水平。

图 1：巨化股份收入结构



资料来源：公司年报

图 2：巨化股份主要业务毛利率走势



资料来源：公司年报

2、收购集团公司锦纶装置，发挥一体化优势

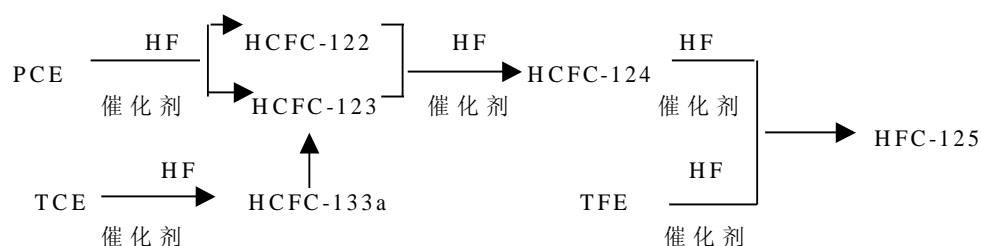
公司拟以现金收购集团公司拥有的锦纶公司100%股权。锦纶生产装置与氟化工装置在同一个园区，收购后实现巨化集团主要化工资产的整体上市。锦纶装置中环己酮、己内酰胺等装置将利用园区内的硫酸、二氧化硫和氢气等物质。受当前经济环境影响，当前锦纶、己内酰胺等项目盈利能力不高，但巨化在园区内做到一体化生产和资源的有效利用，从而降低成本，未来在激烈的竞争中将具有一定的优势。

3、公司将重点开发氟聚合物产品，同时将新建HFC-125产能。

制冷剂行业门槛较低，氟聚合物由于反应步骤多、反应条件复杂，因此门槛高。公司未来将重点发展氟聚合物。目前600吨高分子量PTFE项目已经基本建成。高分子量PTFE可制成双向拉伸膜，用于服装膜、过滤膜，量产后毛利率将高于公司现有PTFE产品。另外，公司通过引进消化吸收，建成国内唯一PVDC（聚偏二氯乙烯）装置，2012年末产能为2.8万吨/年。PVDC产品主要用于食品包装、保鲜领域，下游需求比较集中，主要是双汇、金锣等肉制品龙头。2012年PVDC项目贡献毛利约8000万元。公司计划在2013年将PVDC产能扩张至3.3万吨。

制冷剂升级换代也是公司氟化工业务的发展方向。公司已经与霍尼韦尔签了合同，引进2万吨/年HFC-125技术。预计引进新技术后公司HFC-125装置的生产效率、产品品质都将明显提升。

图 3：HFC-125 常见的工艺路线



资料来源：东兴证券研究所

4、萤石矿出口增加短期内推高成本，巨化仍以外购萤石矿为主

2013年1月开始国家取消萤石矿的出口关税，导致萤石出口量大幅增加。目前萤石价格约2000元/吨，仍处于较低水平。萤石出口量增加短期内将推高国内萤石价格，不利于行业发展。由于我国单一萤石矿一般储量少，且贫矿多、富矿上，因此在未来较长一段时期内我国萤石矿的开采利用都处于较分散的局面。考虑管理成本等因素，对下游氟化工企业而言外购萤石依然是较经济的选择。巨化股份未来仍将以外购萤石矿为主。

5、氟化工行业进入整合期，政府或将出台政策促进行业整合

国家已经在2011年出台了《氢氟酸行业准入条件》，提高了氢氟酸行业的进入门槛，另外在《危险化学品“十二五”发展布局规划》中也指出，氟化、聚合等涉及危险工艺的装置都将逐步进入综合性化工园区，并且提升在工艺技术、节能减排方面的准入条件，对规模较小、且不在园区内的危险化学品企业实施“关、停、并、转（迁）”。预计随着政府监管的不断加强，小型氟化工企业的生存空间将被压缩，而像巨化股份、三爱富等拥有规模、技术优势的龙头企业竞争优势会更加明显。

6、出资成立财务，提升资金利用效率，拓宽融资渠道

巨化股份拟出资2亿元，与巨化集团、巨化衢州公用有限公司注资成立“巨化集团财务有限责任公司”，占注册资本比例为40%。截至到2012年底公司账面资金为9.16亿，负债率为11.9%，资金状况良好，因此存在资

金管理的需求。我们认为，成立财务公司后巨化股份与集团公司之间的资金管理效率将提升，同时财务公司也可以为巨化股份提供一个有限的融资渠道。

结论：

巨化股份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逐步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。未来更加严格的环保标准将削弱中小企业的竞争力，预计2013年落后产能将陆续退出，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，维持“推荐”评级。

风险提示：

1、政府对萤石矿出口、氟化工行业准入门槛的政策可能出现调整，相关政策调整将会对整个行业造成一定的不确定性。

2、公司CDM项目到期盈利情况存在不确定性。公司此前拥有2个CDM项目，2012年贡献收入1.29亿元。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。

表 1：公司 CDM 项目 2012 年收入情况

出售方	购买方	转让二氧化碳当量（吨）	营业收入（元）
巨化股份	日本 JMD 温室气体减排株式会社	4,328,784	62,128,113
	气候变化资本有限公司（英国）	2,621,054	67,500,084
	气候变化碳基金（卢森堡）		

资料来源：公司年报

表 2：公司盈利预测

	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：公司年报，东兴证券研究所

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。

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。

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。

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。