



募16.5亿用于产品升级，巩固行业龙头地位

2010年12月31日

推荐/上调

巨化股份

事件点评

——巨化股份（600160）事件点评

杨若木	基础化工行业分析师	执业证书编号：S1480209110083
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66507316
联系人：杨伟	yang_wei@dxzq.net.cn	010-66507317

事件：

巨化股份12月30日发布非公开发行股票预案，拟向包括控股股东巨化集团在内的不超过十名特定对象发行不超过8500万股，价格不低于19.93元/股，募集16.5亿元投资于2万吨/年TFE及下游产品项目、4.9万吨/年新型氟制冷剂项目、2.8万吨/年新型食品包装材料项目、3万吨/年ODS替代品技改项目、购买土地使用权项目以及补充流动资金。巨化集团以现金形式认购不低于本次非公开发行数量的10%，价格与其它发行对象相同。

观点：

1. 公司在国内氟化工行业的龙头地位愈加稳固，未来业绩值得期待

公司拥有国内最大的氟化工与氯碱化工相配套的氟化工制造业基地，主营产业为基础氟化工原料、传统制冷剂与氯碱产品，此次募集项目定位于高性能聚合物材料与新型制冷剂，将延伸与扩充原有产业链，深层次提高产品的竞争力与附加值。项目达产后：（1）氟化工产品在公司营业收入占比中的优势将越来越强，10年中期氟产品占62%，相比08年同期的33.7%提高近一倍。四大氟产品项目达产后，据公司公告预测每年新增营业收入27.8亿元，净利润3.41亿元，预计氟产品将占比80%-90%。（2）新项目共计每年将新增产量11.3万吨/年，由于部分产品为进口替代，可以预见公司产品在国内市场的份额将不断增大，产能剧增与氟化工产业链的完善将使公司在国内氟化工行业龙头企业的地位将更牢固。

2. 抓住转瞬即逝时机，瞄准产品优化+产业良机+技术释放

对制冷剂而言，氟氯烃向氟烃与氯烃发展的趋势明显。HCFCs的消费和冻结时间由2016年提前到2013年，将被加速淘汰，HFC-125、HFC-32、HFC-134a为主要单质的新型制冷剂将迅速发展，专利的到期给了国内发展混配制冷剂的大好时机。另外，长期以来，我国在高性能聚合物和特殊氟精细化学品上需大量进口，例如09年我国PVDC消费量的60%需进口，PCE进口1.9万吨。我国提高氟化工准入门槛与鼓励发展有机氟产品的政策提供了历史机遇。本次项目发行后，一方面，产业链得到优化，1.6万吨/年PCE项目可使公司四氯化碳变废为宝，又能实现进口替代，也可作为HFC-125、HFC-134a的原料；2万吨/年TFE作为中间产品，可根据效益产出调节产品FEP、PTFE、HFC-125的比例。另一方面，我国汽车工业与家用空调需求的增长将使新型制冷剂越来越景气，国内工商制冷行业在10年后原则上需用HFC-134a替代氟利昂将利好其消费潜力。此外，公司在PVDC与PCE产品上均有技术储备，对于前者已有十余年生产经验，公司也是国内主要两家由四氯化碳生产PCE的公司之一，技术壁垒与恰当的时机将保证公司的投资收益。

3. 购买土地使用权与补充流动资金可减少财务支出与关联交易

公司原本租用该地块，购买集团土地的使用权后，可确保资产完整，并减少关联交易。基础性投资的增加与加息预期，使得公司补充 32000 万流动资金非常有必要，补充后可减少银行利息支出、提高经营效益。

结论：

1，10 年公司利好消息不断，重点在可持续性发展。（1）国家提高氟化工准入门槛与资源整合预期利好龙头企业，公司地处萤石资源丰富地区，国资背景可能帮助公司获得资源。（2）今年下半年普遍不看好的 HFC 的 CDM 项目峰回路转，顺利签发减排量，预计 12 年前公司可以顺利拿到 CDM 收入。（3）衢化片区厂中村搬迁安置，虽然约影响公司利润 5000 万，但有利于改善公司经营环境与布局十二五产业。（4）抓住时机，纵深发展新型氟化工项目，提前布局国内市场，未来业绩值得期待。

2，大股东对公司的发展充满信心。公司是集团的资本平台，集团以现金认购至少 10% 的非公开发行股份，限售期为 36 个月，表明看好公司的未来发展。可以预计，集团将在资源与资金上给予公司更多的支持。

3，由“中性”上调至“推荐”评级，长期看好。11 月末氟化工准入政策出台时，公司无萤石资源会导致成本上升，主营产品非高附加值的氟化工深度加工品，CDM 项目也在理事会受阻，出于上述考虑，上次暂时给予公司中性评级。公司将受益于国家对萤石资源与有机氟化工产业的扶持政策，国外制冷剂装置产能的下降与下游蓬勃发展的消费需求对于公司是利好消息。募集项目目前均正在办理环评，建设期在 14 个月到 36 个月不等，暂不考虑全部达产带来的每股 0.49 元收益（以本次发行 8500 万股计）。预计公司 10、11、12 年 EPS 分别为 0.82 元、0.99 元、1.24 元，对应 12 月 31 日收盘价的 PE 分别为 27.7 倍、22.9 倍、18.3 倍，给予“推荐”评级。

风险提示：

1，本次发行尚需公司股东大会审议通过并报证监会核准，非公开发行方案尚需取得浙江省国资委的批准。

2，募投项目在实际运营过程中，市场具有不确定性，可能使项目实施后面临一定的风险。

公司募集项目进展

项目	目前开展情况	建设期	预计开工时间
2 万吨/年 TFE 及下游产品项目	正在办理环评	12 年 8 月完成	2013 年下半年
4.9 万吨/年新型氟制冷剂项目	正在办理环评	2 年	2013 年上半年
2.8 万吨/年新型食品包装材料项目	正在办理环评	18 个月	2013 年上半年
3 万吨/年 ODS 替代品技改项目	正在办理环评	14 个月	2012 年下半年

公司财务指标预测

指标	08A	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	5,328.70	3,699.61	5409.90	5984.97	6673.24
增长率（%）	2.43%	-30.57%	46.23%	10.63%	11.50%
净利润（百万元）	87.47	92.56	501.42	603.91	760.93
增长率（%）	-57.80%	5.82%	441.72%	20.44%	26.0%
每股收益(元)	0.157	0.166	0.82	0.99	1.24
净资产收益率（%）	4.49%	4.66%	18.61%	17.56%	19.62%

PE	144.46	136.63	27.66	22.9	18.29
----	--------	--------	-------	------	-------

分析师简介

杨若木

工学硕士，基础化工行业研究员，2007 年加盟东兴证券研究所，有三年石油和化工行业研究经验。

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，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。

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。