

评级：强烈推荐

化工原材料

公司点评报告

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：张伟保

电 话：0755-82485029

邮 件：zhangweibao@fcsc.cn

**交易数据**

52 周内股价区间（元）	8.7-27.57
总市值（百万元）	16,451.21
流通股本（百万股）	642.48
流通股比率（%）	100.0%

**资产负债表摘要(09/10)**

股东权益(百万元)	2,450.39
每股净资产	4.00
市净率	6.71
资产负债率	45.2%

**相关报告**

《氟化工迈向“黄金产业”之上游萤石资源整合篇》 2010-11-26

《进军氟化工新材料，前景不可限量》 2010-12-30

**巨化股份（600160）****——业绩超预期，继续分享行业高景气盛宴**

**事件：**巨化股份发布年报，年报显示公司 2010 年度营收 54.86 亿元，同比增长 45.15%；实现利润 6.71 亿元，同比增长 909.31%；净利润 5.86 亿元，同比增长 407.9%；10 年实现每股收益 0.958 元，同比增长 406.88%。同时公司公布了 10 年利润分预案，拟向全体股东按每 10 股派发现金 2.5 元（含税），并以资本公积金向全体股东每 10 股转赠 3 股。

**点评**

- **公司主营产品制冷剂 R22 和 R134a 价格大幅上涨，超出市场预期。**由于发达国家 2010 年已经淘汰以前市场上主流制冷剂 R22 的应用，导致发达国家纷纷停止 R22 的生产，引发了全球 R22 产能萎缩，进一步引发了制冷剂的供需失衡，制冷剂价格大幅提升，行业景气度远超市场预期。巨化股份主要产品制冷剂 R-22 在 2010 年平均价格比 2009 年均价高 1 倍，最高价格是去年均价的 3 倍；另一个主要产品制冷剂 R134a 在 2010 年平均价格是 2009 年平均价格的 1.8 倍，远超市场预期。
- **公司主要产品毛利率大幅提升是公司利润增长 9 倍的主要原因。**公司主要产品制冷剂氟产品价格暴涨而原材料价格涨幅较小，导致氟产品毛利率由 09 年的 13.9% 突升至 10 年的 36.57%，同比增长了 163.3%；酸产品由 09 年的 -5.21% 上升至 10 年的 30.82%；由于公司剥离了一部分亏损业务并加大氯碱产品与氟产品的联产效应，降低了两者的生产成本，导致氯碱产品由 09 年的 6.06% 上升至 10 年的 12.83%，公司上述产品毛利率大幅上升的综合结果致使公司利润同比增长了 9 倍多。
- **公司调整产品结构，进军氟化工新材料领域，向黄金产业迈出了坚实的一步。**公司通过调节产品结构，加大了氯碱产品与氟产品的联动生产，完善了氟产品的产业链，并投资了 3.6 亿元用于建设 20kt/a TFE 氟材料及其下游产品项目，开始向下游具有高技术含量、高附加值的氟材料和新型制冷剂等氟化工精细化方向发展。氟化工新材料及新型制冷剂由于具有高性能和高附加值，且是国家大力发展的产业，被称为黄金产业。公司作为目前国内最大的氟化工、氯碱化工配套发展的氟化工先进制造业基地，已经进军氟化工新材料领域，未来公司前景可期。
- **公司仍将是氟化工行业高景气度的最大受益者。**首先，由于发



达国家 2010 年已经淘汰 R22 的生产，而发展中国家要到 2030 年全面停止生产和销售，未来一段时间公司受益制冷剂高景气度局面将得以维持；其次，十二五期间国家将对萤石资源进行一次强制性整合，公司作为萤石资源丰富的浙江省国资委控股的氟化工生产基地，未来很有可能成为资源整合的主角；再加上公司进军目前国家大力扶持的被称为“黄金产业”，随着国家对氟化工大力扶持的政策利好，公司将踏上腾飞之路。

- **维持“强烈推荐”评级。**公司 10 年业绩为 0.96 元，高于我们前期预测的 0.87 元，超预期的主要原因在于公司收购巨化集团持有巨圣氟化学 74.5% 的股份合并报表后带来的 7000 万元净利润。预计 2011-2013 年公司每股收益为 1.35 元、1.76 元和 2.04 元，由于我们看好公司的龙头地位以及新型氟制冷剂和氟化工材料的发展，继续维持“强烈推荐”的投资评级。

表 1: 公司的主要财务数据

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	369,961	548,632	603,495	694,020	763,421
同比 (%)	-30.6%	48.3%	10.0%	15.0%	10.0%
营业毛利	50,935	153,799	171,609	219,659	261,852
同比 (%)	-21.5%	202.0%	11.6%	28.0%	19.2%
归属母公司净利润	9,256	58,648	82,942	107,515	124,929
同比 (%)	5.8%	533.6%	41.4%	29.6%	16.2%
总股本 (万股)	61,248.0	61,248.0	61,248.0	61,248.0	61,248.0
每股收益 (元)	0.15	0.96	1.35	1.76	2.04
ROE	4.7%	23.9%	25.3%	24.7%	22.3%
P/E (倍)	177.7	28.1	19.8	15.3	13.2

数据来源：第一创业研究所



## 巨化股份盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	<b>1,549.3</b>	<b>2,898.7</b>	<b>4,457.6</b>	<b>6,071.2</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>5,486.3</b>	<b>6,035.0</b>	<b>6,940.2</b>	<b>7,634.2</b>
货币资金	437.4	1,591.4	2,971.7	4,508.8	减: 营业成本	3,948.3	4,318.9	4,743.6	5,015.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	33.2	36.3	45.3	56.4
应收款项	539.7	635.7	738.9	813.6	销售费用	83.5	9.3	10.6	11.7
预付款项	115.8	177.9	210.0	183.8	管理费用	512.4	514.7	664.7	835.5
存货	403.6	440.9	484.3	512.3	财务费用	104.5	-7.0	-7.3	-7.6
其他流动资产	52.7	52.7	52.7	52.7	资产减值损失	154.9	2.1	2.3	1.6
<b>非流动资产</b>	<b>3,187.2</b>	<b>2,848.3</b>	<b>2,509.4</b>	<b>2,170.5</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	203.4	203.4	203.4	203.4	投资收益	22.1	57.0	57.0	57.0
债权与公允价值资产	16.3	16.3	16.3	16.3	其中: 联营企业收益	8.7	57.0	57.0	57.0
固定资产	2,540.3	2,194.1	1,847.8	1,501.5	<b>二、营业利润</b>	<b>671.7</b>	<b>1,217.8</b>	<b>1,537.9</b>	<b>1,777.9</b>
在建工程	227.5	234.9	242.3	249.7	加: 营业外收入	64.5	66.5	68.5	70.5
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	65.3	263.1	296.1	333.3
无形及递延性资产	152.7	152.7	152.7	152.7	<b>三、利润总额</b>	<b>670.9</b>	<b>1,021.1</b>	<b>1,310.2</b>	<b>1,515.1</b>
其它非流动资产	46.9	46.9	46.9	46.9	减: 所得税费用	59.1	153.2	196.5	227.3
<b>资产总计</b>	<b>4,736.5</b>	<b>5,747.0</b>	<b>6,967.0</b>	<b>8,241.7</b>	<b>四、净利润</b>	<b>611.8</b>	<b>868.0</b>	<b>1,113.7</b>	<b>1,287.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,578.6</b>	<b>1,721.2</b>	<b>1,827.4</b>	<b>1,814.3</b>	归属母公司净利润	586.5	829.4	1,075.2	1,249.3
短期借款	748.2	748.2	748.2	748.2	少数股东损益	25.3	38.6	38.6	38.6
应付账款	277.9	519.9	633.5	558.2	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>612.5</b>	<b>612.5</b>	<b>612.5</b>	<b>612.5</b>
预收帐款	158.2	124.8	135.6	148.2	<b>EPS (元)</b>	<b>0.96</b>	<b>1.35</b>	<b>1.76</b>	<b>2.04</b>
其它流动负债	394.4	328.2	310.1	359.7					
<b>非流动负债</b>	<b>562.2</b>	<b>562.2</b>	<b>562.2</b>	<b>562.2</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	534.9	534.9	534.9	534.9	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
专项及预计负债	14.5	14.5	14.5	14.5	<b>成长能力</b>				
其它非流动负债	12.8	12.8	12.8	12.8	营业收入	48.3%	10.0%	15.0%	10.0%
<b>负债合计</b>	<b>2,140.8</b>	<b>2,283.4</b>	<b>2,389.7</b>	<b>2,376.5</b>	营业毛利	202.0%	11.6%	28.0%	19.2%
<b>少数股东权益</b>	<b>145.3</b>	<b>183.8</b>	<b>222.4</b>	<b>260.9</b>	主业盈利	490.7%	27.2%	27.7%	16.2%
股本	612.5	612.5	612.5	612.5	母公司净利	533.6%	41.4%	29.6%	16.2%
资本公积与其它	683.9	683.9	683.9	683.9	<b>获利能力</b>				
留存收益	1,154.0	1,983.4	3,058.6	4,307.9	毛利率	28.0%	28.4%	31.7%	34.3%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,450.4</b>	<b>3,279.8</b>	<b>4,355.0</b>	<b>5,604.3</b>	主业盈利/收入	16.6%	19.2%	21.3%	22.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,736.5</b>	<b>5,747.0</b>	<b>6,967.0</b>	<b>8,241.7</b>	ROS	11.2%	14.4%	16.0%	16.9%
					ROE	23.9%	25.3%	24.7%	22.3%
					ROIC	16.3%	19.0%	19.7%	18.7%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位: 百万元					资产负债率	45.2%	39.7%	34.3%	28.8%
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	利息保障倍数	5.9	-123.9	-152.6	-169.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,294.7</b>	<b>1,099.7</b>	<b>1,323.4</b>	<b>1,479.9</b>	速动比率	0.69	1.40	2.15	3.03
净利润	611.8	868.0	1,113.7	1,287.8	经营现金净额/当期债务	1.73	1.47	1.77	1.98
折旧摊销	523.7	348.3	348.6	347.9	<b>营运能力</b>				
财务费用	108.8	-7.0	-7.3	-7.6	总资产周转率	1.16	1.05	1.00	0.93
投资损失	-22.1	-57.0	-57.0	-57.0	应收款天数	35.42	37.92	38.33	38.37
营运资金变动	117.8	-52.6	-74.6	-91.3	存货天数	36.80	36.75	36.76	36.77
其它变动	-45.2	0.0	0.0	0.0	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-458.8</b>	<b>49.6</b>	<b>49.6</b>	<b>49.6</b>	主业盈利/股本	1.48	1.89	2.41	2.80
资本支出	-429.4	-7.4	-7.4	-7.4	每股经营现金流	2.11	1.80	2.16	2.42
长期投资	-24.2	0.0	0.0	0.0	每股净资产	3.76	5.05	6.75	8.72
其它变动	-5.2	57.0	57.0	57.0	<b>估值比率</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-747.4</b>	<b>4.7</b>	<b>7.3</b>	<b>7.6</b>	P/E	28.05	19.83	15.30	13.17
债务融资	-347.4	0.0	0.0	0.0	P/B	7.14	5.31	3.98	3.08
权益融资	0.0	0.0	0.0	0.0	P/S	3.00	2.73	2.37	2.15
其它变动	-400.0	4.7	7.3	7.6	EV/EBITDA	12.27	10.95	8.26	6.57
<b>汇率变动影响</b>	<b>-2.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>86.2</b>	<b>1,154.0</b>	<b>1,380.3</b>	<b>1,537.1</b>					

数据来源: 第一创业研究所

## 免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120