



业绩超预期，上调至强烈推荐

——巨化股份（600160）2010 年财报点评

2011 年 2 月 22 日

强烈推荐/上调

巨化股份

财报点评

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：

巨化股份披露 10 年年报，公司实现营业收入 54.86 亿元，同比增长 45.15%，净利润 5.86 亿元，同比增长 407.9%，每股收益 0.958 元（扣除非经常性损益后 0.943 元），公司计划每 10 股转增 3 股并派 2.5 元现金。

公司分季度财务指标

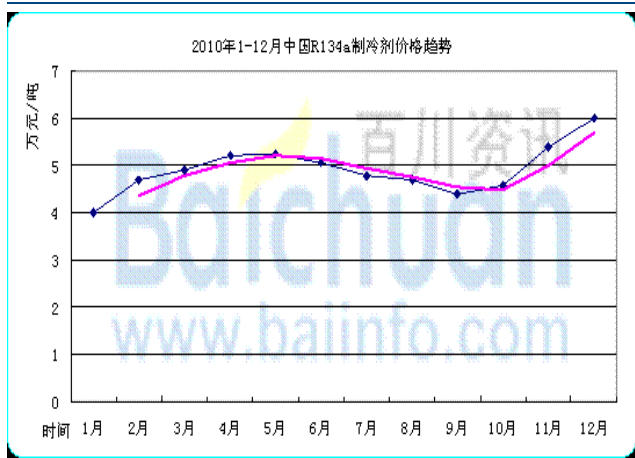
指标	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
营业收入（百万元）	982.18	938.71	964.76	1075.11	1409.64	1482.72	1440.07
增长率（%）	-43.08%	-28.20%	4.82%	32.08%	43.52%	57.95%	49.27%
毛利率（%）	17.49%	9.27%	19.73%	23.22%	24.31%	30.54%	28.25%
期间费用率（%）	10.37%	13.07%	7.03%	13.04%	9.51%	17.40%	8.38%
营业利润率（%）	6.83%	-4.71%	7.98%	9.27%	8.37%	12.07%	16.56%
净利润（百万元）	129.09	-45.32	75.38	94.85	109.55	165.68	209.93
增长率（%）	121.87%	1101.34%	-831.80%	-242.21%	-15.14%	-465.61%	178.49%
每股盈利（季度，元）	0.231	-0.081	0.136	0.173	0.181	0.254	0.327
资产负债率（%）	54.07%	55.71%	49.79%	54.02%	53.11%	53.34%	45.20%
净资产收益率（%）	6.36%	-2.29%	3.66%	4.41%	4.95%	6.91%	8.09%
总资产收益率（%）	2.92%	-1.01%	1.84%	2.03%	2.32%	3.22%	4.43%

评论：

积极因素：

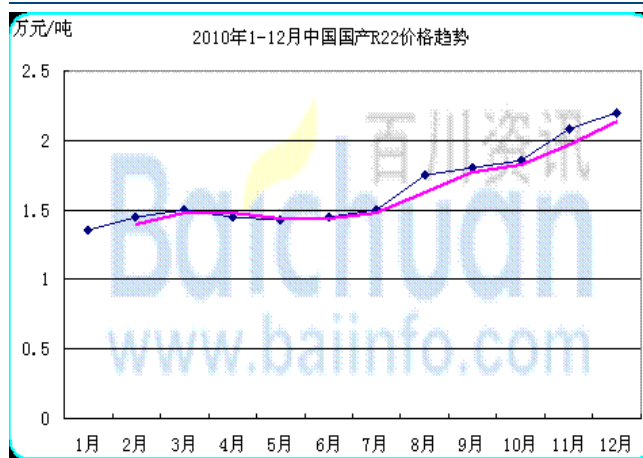
- 公司主要产品氟制冷剂价格与销量大幅上涨，导致公司 10 年业绩超过我们预期。受国内氯碱装置关停、去年下半年国家强力落实节能减排影响，原材料价格上升较快，同时由于发达国家关闭部分 R22 产能，造成制冷剂供需更加紧张。成本推动与供需矛盾造成制冷剂价格大幅攀升，R22、R134a 等主要产品平均价格同比增长 1-2 倍。消费市场方面，国内 10 年下游市场中汽车、冰箱等产量同比增长 20% 以上，制冷剂需求旺盛；世界经济开始复苏，公司 10 年 R134a 实现国外市场销量占比 50% 以上，其中美国市场销量同比增长 130%。

图 1：10 年 R134a 价格变化趋势



资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

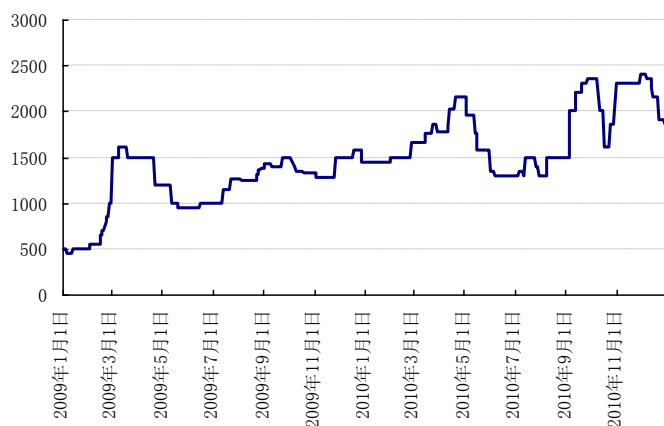
图 2：10 年 R22 价格变化趋势



资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

- **氯碱-氟配套确保成本优势，毛利高的氟产品在产品结构中占比逐步提高。**作为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，以液氯、氯仿、HF等为基础原料形成了包含有机氟单体、氟制冷剂、高性能氟材料的完整产业链，原料自给率高，完善的氟氯配套装置使得公司具有明显的成本优势。氟化工行业景气使氟产品毛利率由09年的13.9%提高到36.57%，在收入中的占比已由08年的36.6%提升至10年的60.5%，在主营业务收入中同比增加80.73%，带动公司10年综合毛利率由09年的13.77%提高至28.03%，是去年公司业绩得以大幅提升的主要原因。同时，氯碱产品毛利率由09年的6.06%提高至12.83%，联产效应明显。市场大好形势下，公司抓住机遇，提前建成投产46万吨/年离子膜烧碱、5万吨/年TCE技改一期、1万吨/年R125扩建等项目，快速发挥投资收益。

图 3：液氯价格在 10 年（元/吨）



资料来源：化工在线，东兴证券整理

- **CDM顺利取得收益，收购兼并扩大产能。**在10年氟化工CDM遭到EB严格核查的背景下，CDM营业收入8663.27万元。收购巨圣氟化学、联州制冷剂等公司，自购买日起至10年末共计为公司贡献净利润3383万。

消极因素:

- 原材料价格上涨给公司造成成本压力
- 公司正在建设的新项目主要包括制冷剂与高性能氟材料，如果下游的消费需求低于预期，公司盈利将受到影响。

业务展望:

- **政策层面利好消息，将催化股价上扬。**继去年政府对萤石和HF行业设立开采与生产准入的标准之后，今年2月16日的国务院常务会议上，首次明确指出用5年时间形成稀土行业持续健康发展的格局，加快行业整合，生产企业集团化发展；萤石作为与稀土同等稀缺的资源，我们预计行业整合的政策将很快颁布。2月14日工信部等十八个部门联合下发《淘汰落后产能工作考核措施方案》，对实施进度制定了具体计划表，尽管没有提到具体行业，但萤石开采行业目前规模小、利用率不高、主要由民企投资，应在政策范围。PTFE用于袋式除尘器滤袋材料也被列入政策支持范围。未来公司主打产品属于国家鼓励发展的高端氟化工产品，应用将更加广泛。公司地处萤石资源丰富地区，是具备国资背景的氟化工龙头企业，在行业与资源整合中将受益最大。
- **公司将抓住氟化工行情景气的大好时机，优化产能，重点放在氟制冷剂与氟聚合物等高端产品。**氟产品位列1月份化工品涨幅榜首，HFC-22涨幅达到39.53%，预计今年制冷剂价格仍将维持高位，公司将继续受益氟化工景气行情。公司产品结构中逐步淘汰低端氟化工品及毛利低的产品等落后产能，预计今年氟产品在收入中占比将提高至65%-70%。11年制冷剂量价齐增，预计公司今年净利润同比增长40%，达到8.21亿元。
- 新项目的建成投产将增加公司产能，12年下半年公司募投的新型制冷剂与高性能氟聚合物材料项目将陆续投产，据公司公告，预计项目全部达产后每年可新增营业收入27.8亿元，净利润3.41亿元，贡献每股0.56元业绩。公司未来的成长空间仍很乐观。

非募集资金项目进展

项目	项目金额	10年投资金额	进度
46万吨/年离子膜烧碱技改工程	30788	11999.5	二期工程建成并网
VDF/PVDF项目一期	6113	2546.3	VDF投料试车，PVDF设备安装完毕
3万吨/年 ODS 替代品技改项目	8958	1101.2	设备订货，开始土建
4.9万吨/年新型氟制冷剂项目	56179	422.6	图纸设计，准备订设备
2万吨/年 TFE 及下游产品项目	36248	2799.6	图纸设计，设备订货
2.8万吨/年新型食品包装材料项目	19802	111.2	电气施工图设计完成
其它		23781.9	

盈利预测

10年氟化工产品涨幅较大，行业景气度超过我们之前的预期，今年1月份氟制冷剂领涨化工品，我们看好公司将在政策支持与持续氟化工行业景气形势下，重点发展高附加值的新型制冷剂、高性能氟聚合物材料以及锂电池专用含氟化学品等产品，行业龙头地位更加凸显。为此，我们提高此前的业绩预测，预计公司11-13年EPS为1.34元(+0.35)、1.81元(+0.57)、2.44元，对应PE分别为20倍、15倍、11倍。

投资建议:

考虑到 11 年氟化工产品市场将继续景气，公司将是最大受益者，同时公司在未来氟化工行业与资源整合中占据优势，新产品主要定位高附加值新型制冷剂与高性能聚合物材料，公司未来三年利润增长将非常可观。我们认为 11 年给予 30 倍估值应比较合理，目标价 40.2 元，虽然近一个月公司股价涨幅达到 53.9%，目前股价 26.93 元，距离目标价仍有近 50% 的上涨空间。上调公司评级至“强烈推荐”。

风险提示:

原材料价格大幅上涨的风险；制冷剂与氟材料市场需求萎缩的风险

公司财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入（百万元）	3,699.61	5486.32	6174.98	7131.80	8157.20
增长率（%）	-30.57%	46.23%	12.54%	15.50%	14.38%
净利润（百万元）	92.56	586.48	821.08	1107.72	1493.08
增长率（%）	5.82%	533.63%	40.10%	34.83%	34.83%
每股收益(元)	0.166	0.960	1.34	1.81	2.44
净资产收益率（%）	4.66%	23.93%	25.20%	24.90%	23.10%
PE	162.22	28.05	20.10	14.88	11.04

分析师简介**杨若木**

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，有四年化工行业研究经验。

杨伟

工学硕士，2010 年加盟东兴证券研究所，从事化工行业（煤化工/化肥/石油化工等）研究

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。

1, 23 家控股, 基本都是绝对控股。

上游原料价格变动, 短期长期都有利。萤石上涨, 产品价格好是盈利。成本推动, 产业链长会受益。提价的理由, 客户稳定。6 万多一吨 134, 05-06HF, 1 吨多萤石, 2.2-2.3 水平生产, 汽车里一公斤-2 公斤, 冰箱 800G, 222 万多一吨, 成本占比很低。价格弹性不大, 敏感性不大。萤石价格上涨时, 公司盈利涨。

2, 萤石矿的开采, 下游带动上游, 满足不了客户的需求。周边采购, 一年供应 7-8 万吨萤石精粉, 1500 左右均价。产品竞争力

3, 产能产量。质量上好, 22。F11, 12 倍国家收购, 每年 500 吨, 四氯化碳生产。134 全国最好。成本自给, HF 一半外购, 4-5 万吨产能, 3 万吨电子级 HF。萤石、工业盐、HF, 7-8 千, 1 万左右一吨。成本 2 万+工资折旧等。PCE 大幅减产, 很多公司没有原料。开工率稳定基本全满。1 吨 22, 1.5 几的三氯甲烷, 0.5HF。甲醇+Cl-三氯甲烷, 外购

4, 产品介绍, 产量。

烧碱 6 万吨, 甲烷氯化物 30 几万吨, 氯仿 50, 二氯甲烷 40 几, 四氯化碳 6-7。F2210 万吨, TFE 1 万吨, 134A 2.8 万吨。PCE 5 万吨-134 的原料。二氯甲烷全部卖, 10 年 PVDC 3000 多吨, 未来 8000 多吨现在快建成。同行保密, 原始技术自己引进, 后来优化。委托总部设计, 关联交易。134 投入 3 个亿, 之后 3000 多万。采用国际标准、国标、行业标准、企业标准。

5, 134 占比最大, 2 万多吨去年, 22, 企业竞争较多, 不到 10%, 一部分生产 TFE。甲烷氯化物亚洲最大。逐步放大出口量, F46 1200 多吨, 出口量大。出口占主营业务 10% 几, 1 亿多美元。去年氯仿一月进口 1 万多吨。PTFE 5000 多吨, 六氟丙烯 4000 多吨。

6, 11 年产能变化。销售收入利润预增 30%。8 月份才到 1-2.8 万吨 134, 4 月份扩建。125 3000 吨到 1 万吨。12 年产能释放, 一些技改项目不披露, 挖潜将本增量。PVDF 短期盈利不会很强, 成本很高。新建项目十几个, 每个 1-2 千吨的样子。

7, 巨圣一年 9000 多万利润, 134 20000 多时, 毛利 15% 左右。研发费用 1.7 亿, 去年税 3000 多万, 增值税 2 亿多, 所有税费 2 亿 9。

8, CDM 原来计划 1.1 亿, 运行成本 2000 多万。

9.1, 募投项目, 固定资产投资 10-20 个。这个行业的发展趋势, 公司的战略, 政策。制冷剂产能过剩。全程信用管理, 厂商拿工业品。

今年多 2 个多亿。美国专利年底到期。