



氟化工景气持续，未来增长点明确

——巨化股份（600160）调研快报

2011年3月1日

强烈推荐/维持

巨化股份

调研快报

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	

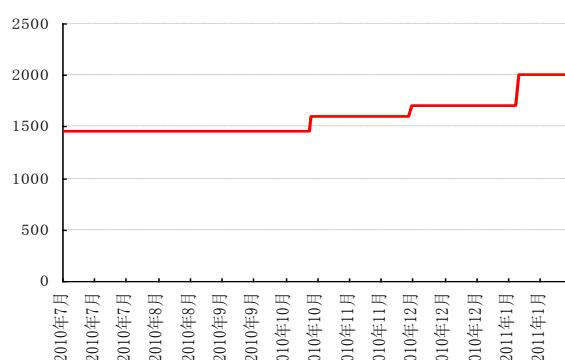
事件:

近日，我们对公司进行了实地调研，与公司董秘就募投项目发展、公司的竞争优势以及公司未来发展前景进行了交流。

1. 原料价格上涨对公司影响不大，将受益于持续的氟化工景气行情

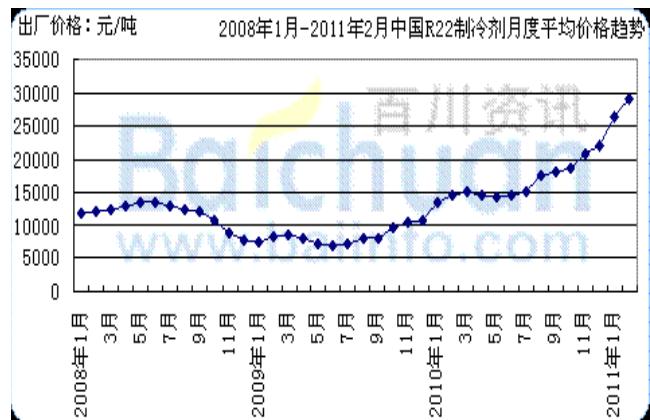
从历史经营数据来看，原料价格上涨时公司盈利上涨。分析认为：1，在成本推动下，产业链长的企业将受益，公司作为国内氯碱-氟化工配套最完整的企业，在成本控制上占有优势。2，下游属于刚性需求，对制冷剂价格的敏感性不大。与汽车、空调等下游需求品的价格相比，制冷剂在单位成本中只有几十元，占比极低。3，萤石在制冷剂成本中占比不高，以 R134a 与 R22 为例，价格由 10 年初 30000 元/吨涨至 11 年 70000 元/吨，R22 由 10 年初的 10000/吨涨至 30000 元/吨，而生产链条上 2-3 吨萤石-1 吨 HF-1 吨制冷剂，萤石价格每吨上涨数百元相比产品提价微不足道。这样看来，去年萤石价格上涨的原因是下游产品提价带动上游。

图 1：萤石价格变化趋势（杭州金石，元/吨）



资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

图 2：08-11 年 R22 价格变化趋势



资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

2, 公司拥有氯碱-氟化工配套的完善产业链，成本上占优势

目前公司原料中全部萤石以及部分 HF 需外购，拥有国内最大的甲烷氯化物生产装置以及完善的产业链条，包括二氯甲烷、氯仿、四氯化碳，R22、R134a 等制冷剂，F46、PVDC 等氟聚合物材料。去年氯碱装置受国内外相关企业部分产能关停、国家强制推行节能减排的影响，原料供应短缺与旺盛的下游需求推高制冷剂价格。春节期间由于甲烷氯化物厂家放假，短期内供应紧张，价格继续上涨。随着厂家逐渐正常开车，供应量将恢复正常，甲烷氯化物价格将企稳。甲烷氯化物自给将保证公司在生产成本上占有优势。

3, 11 年制冷剂与氟聚合物价格继续上涨，将维持高位

萤石与三氯甲烷、四氯乙烯等原料价格小幅上调，给了氟化工企业产品提价的理由。2 月份，R22 市场报价 29000-30000 元/吨，R134a 报价 70000-71000 元/吨，价格依然强势，杜邦等国外品牌本月 R22 与 R134a 价格均上调 10%；R32 由 40000 元/吨上调至 46000 元/吨，涨幅 15%；PTFE 价格继续上行，企业普遍上调 15000 元/吨。受原料供应紧张与下游需求的影响，氟产品维持高位的可能性很大。

4, 抓住国内外氟化工行业发展机遇，明确未来增长点

国内市场上，下游需求保持旺盛增长，11 年 1 月空调产量同比增长 60%，出口量同比增长 78%，随着国内家电巨头新增产能逐步投产，空调销量将继续增长；汽车产销市场同样乐观，1 月销量 189.43 万辆，环比增长 13.7%，同比产销分别增长 11.3% 和 13.8%。公司将抓住国外关停 R22 产能导致制冷剂供需失衡、国内经济快速增长的大好局势，业绩快速增长。国外方面，低端制冷剂逐步被淘汰，生产成本快速上升，公司将逐步放大出口量。国家政策对有机氟化工高附加值产品给予支持以及美国制冷剂专利年底到期，公司未来发展重点将放在新型制冷剂、高性能氟聚合物材料、锂电池专用含氟化学品上。

5, 优质产品，优质客户

公司引进国外先进技術后，经过对制冷剂生产工艺的逐步优化，产品质量在国内占据优势。公司生产的制冷剂如 R22 属国家名牌产品，采用国际标准、国标、行业标准、企业标准，在国内制冷剂产能过剩的形势下，去年公司生产实现基本满负荷，产品供不应求，充分说明产品的优势竞争力。下游客户方面，公司实行全程信用管理，使客户保持稳定，同时使公司具备较强的议价能力。

6, 盈利预测与投资评级

公司占据天时、地利、人和优势，在原料、成本、技术、产品质量、市场上均在国内有很强竞争力，公司还拥有众多高附加值产品的技术储备，是业绩持续增长的坚强后盾。国家政策+氟化工行业发展趋势+公司发展战略将决定公司未来所能达到的高度。我们预计公司 11-13 年 EPS 为 1.34 元、1.81 元、2.44 元，目前价格 28.48 元，对应 PE 分别为 21 倍、16 倍、12 倍。维持“强烈推荐”的评级。

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)	0.17	0.96	1.34	1.81	2.44
净资产收益率 ROE (%)	4.66%	23.93%	25.20%	24.90%	23.10%
PE	162.22	28.05	20.10	14.88	11.04

联系人简介

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。