

**买入**

2014年08月19日

**产品价格调整后进入平稳期，预期全年盈利水平提升**

- 1H 业绩下滑意料之中，2H 盈利改善大概率事件：**上半年收入 31.96 亿人民币，增长 9.9%，归属股东利润 1.92 亿，下滑 9.5%。整体毛利率水平 14.6%，下滑 1.4 个百分点。1) 由于制冷剂行业无新产能投放，配额制落实的影响，下游 PTFE 需求旺盛导致二季度后价格大幅上涨、销量增长，盈利能力明显提升。制冷剂旺季已过，但价格受到多方面支持有望维持稳定，料下半年制冷剂板块盈利水平仍将保持。2) 高分子材料方面行业竞争加剧，价格同比下滑，虽然销量增长，但盈利能力下降。在当前经济形势下，高分子材料价格有一定压力，但受出口拉动，价格已经稳定，公司通过提升质量和增加新品类研发维持毛利率水平。有机硅销量增长，价格略降，导致亏损变大有机硅产能通过技改，毛利率水平稳定，销量增长，预期下半年将持续好转，估计能够大幅度减亏。综合考虑公司目前业务组合，我们预期下半年公司整体毛利率水平将有回升。
- 两膜业务虽有突破，但贡献仍需时日：**公司的两块“膜”是公司未来增长的亮点，但目前受制于生产设备欠缺都未能实现大规模生产。烧碱离子膜通过技术提升，已到达美国杜邦的标准，我们预计今年 9、10 月份从美国引入生产设备安装调试，重点在于生产，如果顺利将有希望在 2015 年投入生产。与奔驰的合作燃料电池隔离膜，已进入第 2 个实验阶段（共 4 个阶段），同样面临生产设备的问题，估计将在 2015-2017 年间有机会规模化生产。
- 12 个月目标价 5.07 港元，买入评级：**预计公司 14、15 年 EPS 分别为人民币 0.27 元及 0.29 元。制冷剂行业整体向好，价格稳定；有机硅业务板块逐步平稳改善。另外公司两“膜”业务板块都有进展，未来有助于公司估值水平提升，给予目标价 5.07 港币，相当于 2014 年 15 倍 PE，对应 14 年 1.5 倍 PB，较现价有 61.54% 的上升空间，评级买入。

**郑嘉梁**

852-2532-1599

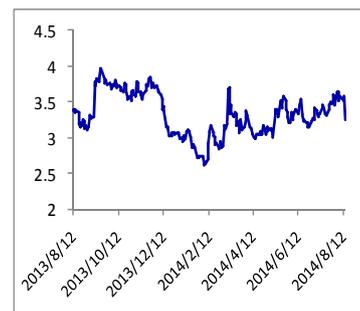
Jupiter.Zheng@firstshanghai.com.hk

**主要数据**

|         |                      |
|---------|----------------------|
| 行业      | 化工行业                 |
| 股价      | 3.14 港元              |
| 目标价     | 5.07 港元<br>(+61.54%) |
| 股票代码    | 0189                 |
| 已发行股本   | 21.21 亿股             |
| 市值      | 68.93 亿港元            |
| 52 周高/低 | 3.97/2.63 港元         |
| 每股净现值   | 3.10 港元              |
| 主要股东    | 新华联国际 (28.75%)       |

**盈利摘要**

| 截止12月31日财政年度     | 2012历史  | 2013历史 | 2014预测 | 2015预测 | 2016预测 |
|------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (百万元人民币)      | 7,051   | 6,783  | 7,627  | 7,838  | 8,130  |
| 变动 (%)           | -30.64% | -3.80% | 12.45% | 2.76%  | 3.72%  |
| 净利润 (百万元人民币)     | 713     | 466    | 573    | 620    | 745    |
| 每股摊薄收益 (人民币元)    | 0.34    | 0.22   | 0.27   | 0.29   | 0.35   |
| 变动 (%)           | -67.5%  | -34.7% | 23.1%  | 8.1%   | 20.3%  |
| 市盈率 (倍, @3.14港元) | 7.47    | 11.43  | 9.29   | 8.60   | 7.15   |
| 每股派息 (人民币)       | 0.13    | 0.07   | 0.08   | 0.09   | 0.11   |
| 息率 (%)           | 5.18%   | 2.71%  | 3.23%  | 3.49%  | 4.20%  |

**股价表现**


来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

## 主要财务报表

## 损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

|               | 12年<br>实际 | 13年<br>实际 | 14年<br>预测 | 15年<br>预测 | 16年<br>预测 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>收入</b>     | 7,050.8   | 6,782.8   | 7,627.3   | 7,838.1   | 8,129.8   |
| 毛利            | 1,683.4   | 1,096.1   | 1,460.0   | 1,534.1   | 1,712.6   |
| 销售费用          | (209.9)   | (254.0)   | (252.9)   | (258.5)   | (263.1)   |
| 管理费用          | (401.0)   | (370.2)   | (366.1)   | (376.2)   | (390.2)   |
| 其他收入          | 117.8     | 178.2     | 50.0      | 50.0      | 52.0      |
| <b>营业收入</b>   | 1,190.3   | 650.1     | 891.0     | 949.4     | 1,111.2   |
| 财务开支          | (136.1)   | (89.1)    | (120.0)   | (120.0)   | (119.0)   |
| 营业外收支         | 0.3       | 0.4       | 2.5       | 3.5       | 4.5       |
| <b>税前盈利</b>   | 1,054.6   | 561.5     | 773.5     | 832.9     | 996.7     |
| 所得税           | (347.5)   | (124.3)   | (170.2)   | (183.2)   | (220.3)   |
| 少数股东应占利润      | (6.0)     | (28.7)    | 30.0      | 30.0      | 31.0      |
| <b>净利润</b>    | 713.1     | 465.9     | 573.4     | 619.6     | 745.5     |
| 折旧及摊销         | (556.0)   | (561.2)   | (580.2)   | (582.9)   | (585.1)   |
| <b>EBITDA</b> | 1,746.4   | 1,211.3   | 1,471.3   | 1,532.3   | 1,696.3   |
| <b>增长</b>     |           |           |           |           |           |
| 总收入 (%)       | -30.6%    | -3.8%     | 12.5%     | 2.8%      | 3.7%      |
| EBITDA (%)    | -54.0%    | -30.6%    | 21.5%     | 4.1%      | 10.7%     |
| 每股收益 (%)      | -67.5%    | -34.7%    | 23.1%     | 8.1%      | 20.3%     |

## 资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

|              | 12年<br>实际 | 13年<br>实际 | 14年<br>预测 | 15年<br>预测 | 16年<br>预测 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 现金           | 1,682.7   | 1,243.3   | 1,312.1   | 1,756.6   | 1,994.6   |
| 应收账款         | 790.5     | 1,218.2   | 1,372.9   | 1,097.3   | 1,138.2   |
| 存货           | 524.9     | 700.1     | 678.4     | 693.4     | 705.9     |
| 其他流动资产       | 908.1     | 1,116.1   | 1,884.2   | 1,891.0   | 1,896.7   |
| <b>总流动资产</b> | 3,906.2   | 4,277.7   | 5,247.6   | 5,438.4   | 5,735.3   |
| <b>固定资产</b>  | 4,121.4   | 4,494.0   | 4,989.5   | 5,009.8   | 5,226.9   |
| 投资性资产        | 119.8     | 212.3     | 1,212.0   | 1,212.0   | 1,212.0   |
| 其他固定资产       | 630.6     | 1,048.6   | 955.0     | 942.5     | 930.0     |
| <b>总资产</b>   | 8,778.0   | 10,032.6  | 12,404.1  | 12,602.7  | 13,104.2  |
| 短期负债         |           |           |           |           |           |
| 应付帐款         | 939.4     | 1,604.4   | 2,096.9   | 2,143.4   | 2,181.9   |
| 短期银行贷款       | 774.3     | 866.5     | 1,296.5   | 1,796.5   | 1,996.5   |
| 其他短期负债       | 457.5     | 468.3     | 1,030.3   | 890.9     | 925.6     |
| <b>总短期负债</b> | 2,171.1   | 2,939.2   | 4,423.6   | 4,830.7   | 5,103.9   |
| 长期银行贷款       | 1,137.8   | 1,286.1   | 1,686.1   | 986.1     | 586.1     |
| 其他负债         | 242.2     | 296.5     | 296.5     | 296.5     | 296.5     |
| <b>总负债</b>   | 3,551.1   | 4,521.8   | 6,406.3   | 6,113.3   | 5,986.6   |
| 少数股东权益       | 278.5     | 244.0     | 274.0     | 304.0     | 335.0     |
| <b>股东权益</b>  | 4,948.3   | 5,266.8   | 5,723.8   | 6,185.3   | 6,782.7   |
| 每股账面值(元)     | 2.33      | 2.48      | 2.70      | 2.92      | 3.20      |
| 营运资金         | 1,735.1   | 1,338.5   | 824.0     | 607.7     | 631.4     |

## 财务分析

|               | 12年<br>实际 | 13年<br>实际 | 14年<br>预测 | 15年<br>预测 | 16年<br>预测 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>盈利能力</b>   |           |           |           |           |           |
| 毛利率 (%)       | 23.9%     | 16.2%     | 19.1%     | 19.6%     | 21.1%     |
| EBITDA 利率 (%) | 24.8%     | 17.9%     | 19.3%     | 19.5%     | 20.9%     |
| 净利率 (%)       | 10.1%     | 6.9%      | 7.5%      | 7.9%      | 9.2%      |
| <b>营运表现</b>   |           |           |           |           |           |
| SG&A/收入 (%)   | 8.7%      | 9.2%      | 8.1%      | 8.1%      | 8.0%      |
| 实际税率 (%)      | 33.0%     | 22.1%     | 22.0%     | 22.0%     | 22.1%     |
| 股息支付率 (%)     | 30.8%     | 31.0%     | 30.0%     | 30.0%     | 30.0%     |
| 库存周转          | 35.7      | 44.9      | 40.2      | 40.2      | 40.2      |
| 应付账款天数        | 63.9      | 103.0     | 124.1     | 124.1     | 124.1     |
| 应收账款天数        | 40.9      | 65.6      | 65.7      | 51.1      | 51.1      |
| <b>财务状况</b>   |           |           |           |           |           |
| 净负债/股本        | 0.7       | 0.9       | 1.1       | 1.0       | 0.9       |
| 收入/总资产        | 0.80      | 0.68      | 0.61      | 0.62      | 0.62      |
| 总资产/股本        | 1.77      | 1.90      | 2.17      | 2.04      | 1.93      |
| 盈利对利息倍数       | 8.7       | 7.3       | 7.4       | 7.9       | 9.3       |

## 现金流量表

人民币百万元，财

|                | 12年<br>实际 | 13年<br>实际 | 14年<br>预测 | 15年<br>预测 | 16年<br>预测 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>EBITDA</b>  | 1,746.4   | 1,211.3   | 1,471.3   | 1,532.3   | 1,696.3   |
| 融资成本           | 136.1     | 89.1      | 120.0     | 120.0     | 119.0     |
| 营运资金变化         | 540.4     | (61.8)    | 633.9     | 541.5     | 220.8     |
| 所得税            | (347.5)   | (124.3)   | (170.2)   | (183.2)   | (220.3)   |
| <b>营运现金流</b>   | 2075.3    | 1114.3    | 2055.0    | 2010.5    | 1815.9    |
| 资本开支           | (674.5)   | (729.9)   | (750.0)   | (602.0)   | (800.0)   |
| 其他投资活动         | (33.3)    | (582.6)   | (1492.0)  | (92.0)    | (192.0)   |
| <b>投资活动现金流</b> | (707.7)   | (1312.5)  | (2242.0)  | (694.0)   | (992.0)   |
| 负债变化           | (359.0)   | 117.8     | 400.0     | (700.0)   | (400.0)   |
| 股本变化           | 9.8       | 4.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 股息             | (690.9)   | (219.4)   | (144.2)   | (172.0)   | (185.9)   |
| 其他融资活动         | (154.1)   | (143.6)   | 0.0       | (0.0)     | (0.0)     |
| <b>融资活动现金流</b> | (1194.1)  | (241.2)   | 255.8     | (872.0)   | (585.9)   |
| <b>现金变化</b>    | 173.4     | (439.4)   | 68.8      | 444.5     | 238.0     |
| 期初持有现金         | 1,509.3   | 1,682.7   | 1,243.3   | 1,312.1   | 1,756.6   |
| 汇率变动           | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       | 0.0       |
| 期末持有现金         | 1,682.7   | 1,243.3   | 1,312.1   | 1,756.6   | 1,994.6   |

资料来源：公司公告，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
永安集团大厦 19 楼  
电话: (852) 2522-2101  
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告期内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。