强烈推荐-A（维持）

巨化股份 600160.SH

当前股价：11.85 元
2017 年 03 月 02 日

制冷剂价格持续上涨，看好巨化股份业绩高弹性

基础数据

上证综指	3230
总股本（万股）	211167
已上市流通股（万股）	181092
总市值（亿元）	250
流通市值（亿元）	215
每股净资产（MRQ）	4.9
ROE（TTM）	0.9
资产负债率	14.3%
主要股东	巨化集团公司
主要股东持股比例	51.91%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	17	17
相对表现	3	13	-1

资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《巨化股份（600160）—日本企业初裁倾销，公司 PVDC 有望提升市占率》2017-01-21

2、《巨化股份（600160）—氟化工领航者，新材料再扬帆》2017-01-12

3、《巨化股份（600160）—周期底部卧薪尝胆，冬去春来涨价可期》2016-11-28

周铮
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

姚鑫
yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

孙维容
sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001

研究助理
于庭泽
yutingze@cmschina.com.cn

事件：

继节后江苏、山东、浙江等地制冷剂价格上调 1000-2000 元/吨后，据百川资讯显示，各型号制冷剂本周再度上调。R32 价格继续上调 1500 元/吨至 15500 元/吨，R134a 上调 1000 元/吨至 25000 元/吨，R125 上调 1000 元至 25500 元/吨，R410a 上调 2500 元至 22000 元/吨。我们前期判断淡季行业高开工率下随着 3 月天气转暖旺季到来产品继续涨价逻辑得到验证，继续看好巨化股份业绩高弹性。

评论：

1、原料价格上涨叠加淡季高开工率推动制冷剂产品价格持续提升

受下游制冷剂、氟化铝等行业需求转好影响，近期原料萤石、氢氟酸价格上涨，带动各型号制冷剂产品价格持续上涨，由于制冷剂下游主要为空调冰箱，属于房地产后周期，目前淡季开工率已经较高，随着天气转暖，叠加存量的维修市场复苏，看好随着旺季来临产品价格持续反弹。目前公司 R22 名义产能 12.5 万吨，配额 5.7 万吨；三代制冷剂合计产能约 19 万吨，业绩弹性较大。

2、行业集中度高，具备持续涨价契机

经过多年产能去化，目前国内制冷剂行业集中度已经大幅提升，以三代制冷剂 R134a 为例，目前巨化、中化蓝天、浙江三美三家合计占据国内 80%以上市场份额，议价能力强，受环保强约束中小产能复产难度大，良好的行业格局具备持续涨价契机。

3、环保是今年氟化工行情重要催化因素

氟化工产业链各类危险品众多，如氢氟酸装置要建在居民一公里范围外，TFE 不能道路运输，氯气泄漏毒害风险等。今年环保一定是强约束，如化工大省江苏日前印发“四个一批”专项行动方案，拟关停、转移、升级、重组大批化工企业，大幅减少化工企业数量，并且 50%以上进入化工园区，相关氟化工企业面临严峻环保压力。公司环保投入大，比如 VDC 属于少数能够实现有效处理废液，园区化管理体系非常完善，有望充分享受环保红利。

4、PVDC 主要竞争对手面临倾销惩罚，利好公司市占率提升

公司目前 PVDC 市占率超过 50%，随着主要日本竞争对手受到倾销惩罚，利好公司改善生存环境，进一步提升国内市占率，目前公司具备 2.8 万吨 PVDC 产能，今年还将新建万吨级装置。

5、投资建议

公司作为国内氟化工龙头，深耕制冷剂和聚合物行业，历经六年周期底部卧薪尝胆，冬去春来涨价可期。此外，非制冷剂类产品如烧碱、己内酰胺等盈利能力也持续提升，叠加国企改革以及未来新材料和电子化学品板块的深入布局构成未来中长期持续看点，暂不考虑涨价因素，给予公司 16/17/18 年 eps0.06/0.28/0.44，继续强烈推荐！

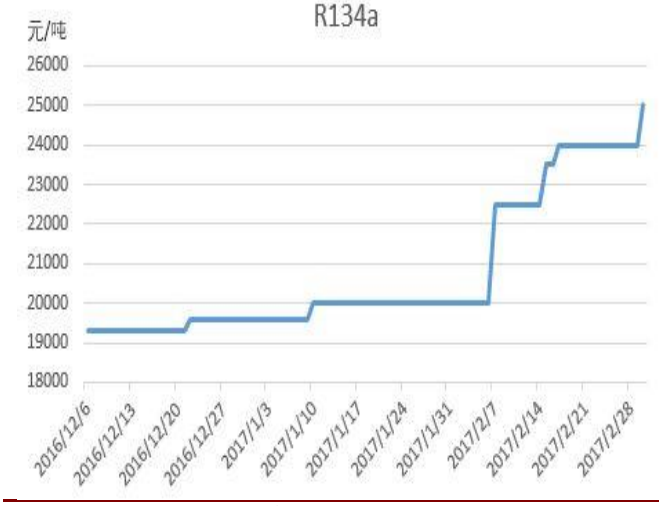
6、风险提示

美国反倾销压力、HFCs 淘汰加速、新材料技术开发不达预期

图 1：R32 价格走势

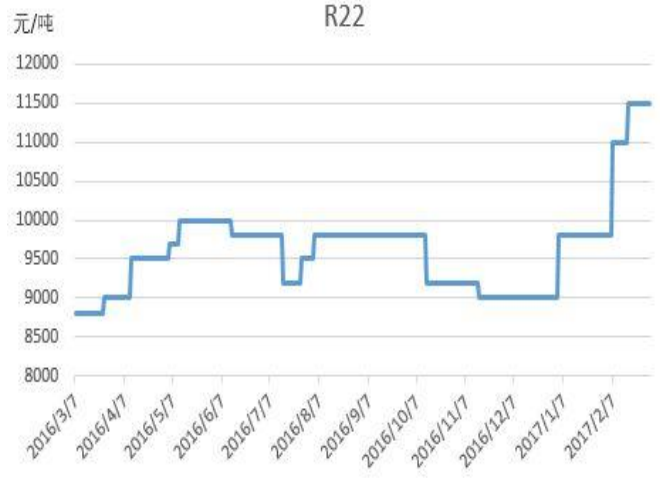
资料来源：百川资讯、招商证券

图 2：R134a 价格走势



资料来源：百川资讯、招商证券

图 3：R22 价格走势



资料来源：百川资讯、招商证券

图 4：R125 价格走势

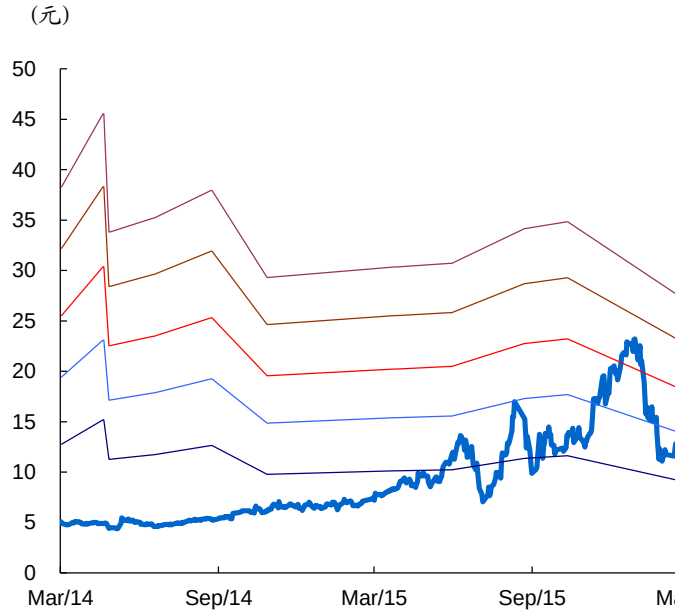
资料来源：百川资讯、招商证券

表 1：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9764	9516	10246	12563	14447
营业成本	8887	8539	9083	10678	11948
营业税金及附加	29	30	32	39	45
营业费用	230	322	346	425	488
管理费用	426	455	615	601	691
财务费用	32	2	24	26	17
资产减值损失	34	42	45	55	60
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	77	39	32	39	42
营业利润	203	166	133	778	1241
营业外收入	38	73	41	41	41
营业外支出	24	16	16	16	16
利润总额	217	223	158	803	1266
所得税	53	59	33	202	323
净利润	164	164	124	601	943
少数股东损益	1	3	2	12	19
归属于母公司净利润	163	162	122	589	924
EPS（元）	0.09	0.09	0.06	0.28	0.44

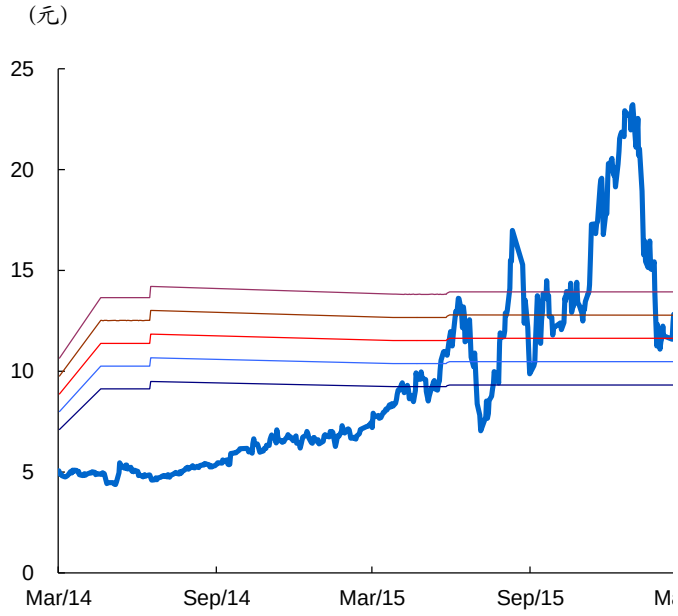
资料来源：公司数据、招商证券

图 5：巨化股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6：巨化股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2870	2985	3169	3500	3975
现金	824	942	1037	985	1114
交易性投资	1	1	1	1	1
应收票据	478	662	728	874	1005
应收款项	275	358	298	357	411
其它应收款	57	62	68	81	93
存货	781	782	841	968	1083
其他	454	179	196	234	267
非流动资产	6087	6208	6572	6892	7174
长期股权投资	344	408	408	408	408
固定资产	4232	4678	5096	5465	5791
无形资产	522	532	478	431	387
其他	989	590	589	588	587
资产总计	**8957**	**9193**	**9741**	**10393**	**11149**
流动负债	1534	1730	1851	1901	1892
短期借款	430	472	629	512	350
应付账款	538	529	575	661	740
预收账款	180	109	119	137	153
其他	386	621	528	592	649
长期负债	140	178	178	178	178
长期借款	0	0	0	0	0
其他	140	178	178	178	178
负债合计	**1674**	**1909**	**2029**	**2080**	**2070**
股本	1811	1811	2112	2112	2112
资本公积金	2464	2469	2469	2469	2469
留存收益	2974	2954	3078	3667	4414
少数股东权益	35	50	53	65	84
归属于母公司所有者权益	7249	7234	7659	8248	8995
负债及权益合计	**8957**	**9193**	**9741**	**10393**	**11149**

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	622	792	603	1028	1417
净利润	163	162	124	589	924
折旧摊销	517	554	609	653	691
财务费用	39	0	25	26	17
投资收益	(77)	(39)	(32)	(39)	(42)
营运资金变动	(24)	117	(123)	(220)	(197)
其它	4	(2)	1	18	24
投资活动现金流	(1225)	(554)	(974)	(974)	(974)
资本支出	(1332)	(713)	(974)	(974)	(974)
其他投资	106	159	0	0	0
筹资活动现金流	(693)	(157)	466	(105)	(314)
借款变动	(765)	(239)	158	(117)	(162)
普通股增加	0	0	301	0	0
资本公积增加	(0)	5	0	0	0
股利分配	(36)	0	0	0	(177)
其他	108	77	7	12	25
现金净增加额	(1296)	81	95	(51)	129

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9764	9516	10469	12563	14447
营业成本	8887	8539	9281	10678	11948
营业税金及附加	29	30	32	39	45
营业费用	230	322	354	425	488
管理费用	426	455	628	601	691
财务费用	32	2	25	26	17
资产减值损失	34	42	46	55	60
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	77	39	32	39	42
营业利润	203	166	135	778	1241
营业外收入	38	73	41	41	41
营业外支出	24	16	16	16	16
利润总额	217	223	160	803	1266
所得税	53	59	34	202	323
净利润	164	164	126	601	943
少数股东损益	1	3	3	12	19
归属于母公司净利润	163	162	124	589	924
EPS（元）	0.09	0.09	0.06	0.28	0.44

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	0%	-3%	10%	20%	15%
营业利润	-29%	-18%	-19%	476%	59%
净利润	-36%	-0%	-23%	376%	57%
获利能力					
毛利率	9.0%	10.3%	11.4%	15.0%	17.3%
净利率	1.7%	1.7%	1.2%	4.7%	6.4%
ROE	2.2%	2.2%	1.6%	7.1%	10.3%
ROIC	1.9%	1.5%	1.4%	6.7%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	18.7%	20.8%	20.8%	20.0%	18.6%
净负债比率	4.8%	5.1%	6.5%	4.9%	3.1%
流动比率	1.9	1.7	1.7	1.8	2.1
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.5
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.3
存货周转率	12.6	10.9	11.4	11.8	11.7
应收帐款周转率	36.4	30.1	32.0	38.4	37.6
应付帐款周转率	18.2	16.0	16.8	17.3	17.1
每股资料（元）					
每股收益	0.09	0.09	0.06	0.28	0.44
每股经营现金	0.34	0.44	0.29	0.49	0.67
每股净资产	4.00	3.99	3.63	3.91	4.26
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.08	0.13
估值比率					
PE	132.0	132.6	202.1	42.5	27.1
PB	3.0	3.0	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	17.9	18.8	17.0	9.0	6.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。