制冷剂景气回升，新材料持续推进

巨化股份(600160)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	12.12
合理价格区间(元):	13.5-14.9

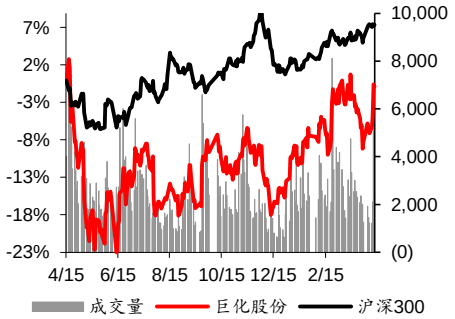
刘曦 研究员
执业证书编号：S0570515030003
025-83387130
liuxi@htsc.com

相关研究

1《巨化股份(600160):牵手中芯国际，推动电子材料业务跨越式发展》2016.01

2《巨化股份(600160):供给侧改革先锋，制冷剂行业整合者》2016.01

股价走势图



资料来源：Wind

制冷剂价格近期快速上涨

2017年以来，制冷剂价格自底部回升，今年4月初相关产品价格进一步大涨，浙江地区R22（高端，下同）市场价15500元/吨，自年初底部上涨68%，而主流替代品种R134a/R410a/R32目前在浙江地区市场价为28500/35000/26000元/吨，自年初底部上涨46%/94%/122%。

供需格局改善是涨价主因

供给方面，近期由于副产品盐酸胀库，且因环保核查及前期企业低利润导致开工情况较差，上游萤石供给减少，制冷剂企业开工率走低；而需求端持续旺盛，2017年1-2月，空调/冰箱产量累计增长16.3%/18.6%，2、3月全国汽车产量分别增长34.0%/3.3%，考虑近期企业库存较低及后续空调消费旺季来临，制冷剂价格有望延续强势。

制冷剂景气阶段性回升，升级换代是长期看点

巨化股份R22产能位居国内前三，R134a产能第一，且公司配套氯碱化工产业链，副产品胀库影响相对较小。中期而言，伴随制冷剂产品向低ODP/GWP值的升级换代，R134a/R410a/R32等产品将陆续替代R22，巨化股份具备R134a/R125/R32（R125、R32可混配制R410a）产能6.0/2.0/1.5万吨/年，预计将充分受益。

新材料及电子化学品领域持续推进

巨化股份新材料（PVDC，PVDF、PTFE及氟橡胶等）业务持续推进，2017年3月，商务部裁定日本进口聚偏二氯乙烯-氯乙烯共聚树脂存在倾销，公司相关产品有望受益；电子化学品方面，公司新建电子气体，含氟特气等项目建设持续推进；2017年3月，大股东巨化集团与永利集团等联合收购德国汉高环氧模塑料业务100%股权，切入集成电路封装领域，实现在集成电路制造领域的前端制造和后端制造相关材料供应的全覆盖，与公司现有的电子气体、高纯试剂等业务相结合，打造固、液、气三态结合的电子化学品产业生态系统。

维持“买入”评级

巨化股份是国内氟化工行业的龙头企业，制冷剂景气阶段性回升有助于公司业绩改善；新材料及电子化学品业务持续推进，建构成公司未来业绩增长点。我们下调公司2016-2018年EPS分别至0.06/0.20/0.30元（16/17年原预测0.18/0.33元），考虑到氟化工行业处于周期底部，且公司新材料及电子化学品业务前景良好，给予2017年2.8-3.1倍PB，下调目标价区间至13.5-14.9元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求下滑风险，新项目进度低于预期风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	2,112
流通A股(百万股)	1,811
52周内股价区间(元)	9.42-12.70
总市值(百万元)	25,593
总资产(百万元)	12,104
每股净资产(元)	4.89

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,764	9,516	9,900	10,950	13,225
+/-%	0.28	(2.53)	4.03	10.61	20.78
净利润(百万元)	162.52	161.78	127.94	426.58	633.50
+/-%	(35.76)	(0.45)	(20.92)	233.43	48.51
EPS (元，最新摊薄)	0.08	0.08	0.06	0.20	0.30
PE (倍)	157.48	158.20	200.05	60.00	40.40

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

盈利预测调整

氟化工行业 2016 年持续低迷，2017 年初以来景气自底部回升，制冷剂价格快速上涨；且巨化股份近年来在含氟新材料及电子化学品领域持续拓展，业绩进展良好，市场空间较大。下调 16/17/18 年归母净利润预测值 1.28/4.27/6.34 亿元，对应 EPS 0.06/0.20/0.30 元（16/17 年原预测 0.18/0.33 元），维持“买入”评级。考虑氟化工行业处于周期底部，且公司新材料及电子化学品业务前景良好，给予 2017 年 2.8-3.1 倍 PB，下调目标价区间至 13.5-14.9 元，对应 2017 年 PE 67-74 倍。

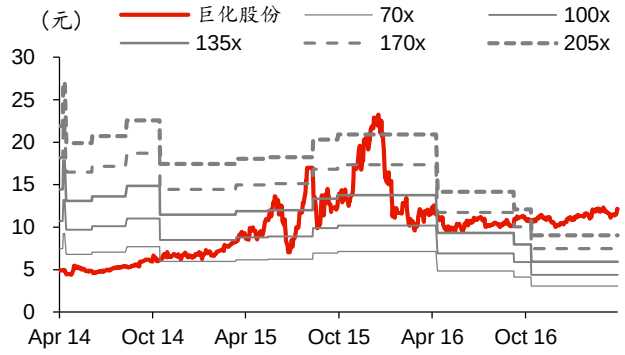
图表1： 盈利预测调整详情

		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	调整前	9764	8895	9684	10827	-
	调整后	9764	9516	9900	10950	13225
	（+/-）%	-	7.0%	2.2%	1.1%	-
毛利润（百万元）	调整前	877	857	1173	1453	-
	调整后	877	977	959	1408	1883
	（+/-）%	-	14.0%	-18.2%	-3.1%	-
归母净利润（百万元）	调整前	163	185	380	692	-
	调整后	163	162	128	427	634
	（+/-）%	-	-12.4%	-66.3%	-38.3%	-6.0%
EPS（元）	调整前	0.08	0.09	0.18	0.33	-
	调整后	0.08	0.08	0.06	0.20	0.30
	（+/-）%	-	-12.4%	-66.3%	-38.3%	-6.2%

资料来源：华泰证券研究所

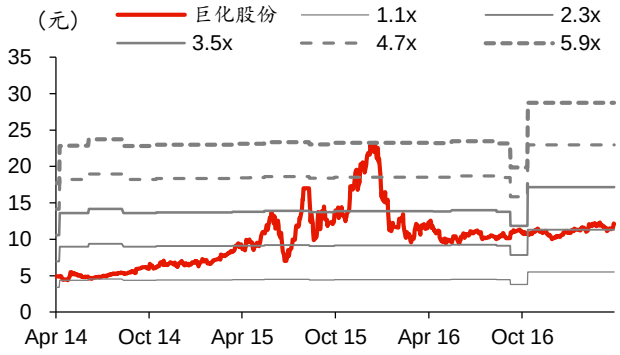
PE/PB– Bands

图表2： 巨化股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3： 巨化股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,870	2,985	6,165	6,240	6,483
现金	824.04	941.50	3,860	3,777	3,585
应收账款	274.62	357.61	322.86	366.84	448.07
其他应收账款	57.38	61.56	62.06	68.64	83.34
预付账款	150.86	35.71	101.27	94.34	106.79
存货	781.17	782.03	777.57	846.18	1,005
其他流动资产	782.06	806.37	1,041	1,088	1,255
非流动资产	6,087	6,208	6,106	5,913	5,723
长期投资	344.22	408.44	408.44	408.44	408.44
固定投资	4,232	4,678	4,832	4,764	4,640
无形资产	521.65	531.52	507.33	483.15	458.97
其他非流动资产	989.16	590.19	358.62	257.08	215.59
资产总计	8,957	9,193	12,271	12,153	12,206
流动负债	1,534	1,730	1,730	1,789	2,003
短期借款	429.55	471.55	510.40	483.98	490.71
应付账款	538.11	528.89	514.76	572.75	678.73
其他流动负债	565.92	730.01	704.54	731.93	833.81
非流动负债	140.31	178.21	130.38	148.86	152.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	140.31	178.21	130.38	148.86	152.48
负债合计	1,674	1,909	1,860	1,938	2,156
少数股东权益	25.42	28.36	29.44	34.05	40.91
股本	1,811	1,811	2,112	2,112	2,112
资本公积	2,464	2,469	5,347	5,347	5,347
留存公积	2,974	2,954	2,923	2,723	2,551
归属母公司股	7,258	7,256	10,382	10,182	10,010
负债和股东权益	8,957	9,193	12,271	12,153	12,206

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	622.17	792.35	107.29	926.72	1,023
净利润	163.88	164.36	129.01	431.19	640.35
折旧摊销	516.75	554.08	610.15	673.34	739.87
财务费用	32.29	1.59	(39.46)	(83.96)	(80.68)
投资损失	(76.90)	(39.01)	(35.00)	(40.00)	(55.00)
营运资金变动	(62.31)	73.66	(289.25)	(92.07)	(260.27)
其他经营现金	48.46	37.65	(268.16)	38.23	38.67
投资活动现金	(1,225)	(554.00)	(265.08)	(441.24)	(496.34)
资本支出	1,332	712.56	300.00	480.00	550.00
长期投资	(23.86)	50.08	(1.04)	0.00	0.00
其他投资现金	82.61	208.64	33.88	38.76	53.66
筹资活动现金	(693.07)	(157.46)	3,077	(569.15)	(718.34)
短期借款	(359.12)	42.00	38.85	(26.43)	6.74
长期借款	(10.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	300.75	0.00	0.00
资本公积增加	(14.78)	4.92	2,878	0.00	0.00
其他筹资现金	(309.17)	(204.39)	(140.79)	(542.72)	(725.07)
现金净增加额	(1,318)	109.80	2,919	(83.68)	(191.73)

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9,764	9,516	9,900	10,950	13,225
营业成本	8,887	8,539	8,941	9,542	11,342
营业税金及附加	29.14	29.79	29.70	32.85	39.68
营业费用	230.15	321.59	336.60	383.25	476.11
管理费用	426.20	455.01	475.20	525.60	634.81
财务费用	32.29	1.59	(39.46)	(83.96)	(80.68)
资产减值损失	33.85	42.01	35.00	30.00	30.00
公允价值变动收益	0.96	0.18	0.00	0.00	0.00
投资净收益	76.90	39.01	35.00	40.00	55.00
营业利润	203.03	166.44	157.01	559.92	838.80
营业外收入	38.07	72.95	30.00	35.00	40.00
营业外支出	24.07	16.08	15.00	20.00	25.00
利润总额	217.04	223.31	172.01	574.92	853.80
所得税	53.16	58.94	43.00	143.73	213.45
净利润	163.88	164.36	129.01	431.19	640.35
少数股东损益	1.36	2.59	1.08	4.62	6.85
归属母公司净利润	162.52	161.78	127.94	426.58	633.50
EBITDA	752.08	722.12	727.70	1,149	1,498
EPS (元)	0.08	0.08	0.06	0.20	0.30

主要财务比率

会计年度(%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	0.28	(2.53)	4.03	10.61	20.78
营业利润	(28.42)	(18.02)	(5.66)	256.61	49.81
归属母公司净利润	(35.76)	(0.45)	(20.92)	233.43	48.51
获利能力(%)					
毛利率	8.98	10.27	9.69	12.86	14.24
净利率	1.66	1.70	1.29	3.90	4.79
ROE	2.24	2.23	1.23	4.19	6.33
ROIC	2.77	1.96	1.31	5.41	8.58
偿债能力					
资产负债率(%)	18.69	20.76	15.16	15.94	17.66
净负债比率(%)	25.66	24.71	27.44	24.98	22.76
流动比率	1.87	1.72	3.56	3.49	3.24
速动比率	1.34	1.25	3.10	2.99	2.71
营运能力					
总资产周转率	1.05	1.05	0.92	0.90	1.09
应收账款周转率	30.96	25.91	25.13	27.31	27.95
应付账款周转率	18.08	16.01	17.13	17.55	18.13
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.08	0.06	0.20	0.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.38	0.05	0.44	0.48
每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.44	4.92	4.82	4.74
估值比率					
PE (倍)	157.48	158.20	200.05	60.00	40.40
PB (倍)	3.53	3.53	2.47	2.51	2.56
EV_EBITDA (倍)	32.86	34.22	33.96	21.50	16.50

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com