制冷剂价格大幅上涨，1 季度盈利为四年来最高水平

——巨化股份（600160）公司动态点评

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

顾锐 0755 -83675954

Email:gurui @cgws.com

执业证书编号:S1070516040001

杨超 0755-83663214

Email:ychao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

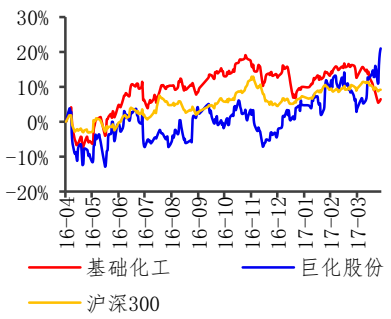
市场数据

目前股价	13.06
总市值（亿元）	275.78
流通市值（亿元）	236.51
总股本（万股）	211,167
流通股本（万股）	181,092
12 个月最高/最低	13.25/9.25

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,323	14,936	17,893
(+/-%)	22.0%	21.2%	19.8%
净利润	1506	1799	2008
(+/-%)	895.7%	19.4%	11.6%
摊薄 EPS	0.71	0.85	0.95
PE	18.3	15.3	13.7

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<制冷剂行业景气回升，17 年上半年业绩预计大幅增长>> 2017-04-21

<<制冷剂行业仍较低迷，新材料业务启航>>

投资建议

公司一季度盈利为近四年最好水平。今年公司制冷剂大幅上涨，预计公司今年二季度业绩将大幅增长。我们上调盈利预测，预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.71 元、0.85 元和 0.95 元，对应 PE 为 18、15、14 倍，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- **事件：**公司发布 2017 年一季报，报告期内，公司实现营业收入 29.21 亿元，同比增长 22.60.%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.84 亿元，扭亏为盈；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.82 亿元；实现基本每股收益 0.087 元。

- **制冷剂行业景气向上，公司一季度盈利为四年来最高水平：**公司拥有制冷剂产能 28 万吨，烧碱产能 46 万吨。2017 年一季度，公司制冷剂、氟化工原料、含氟聚合物和食品包装材料等产品价格均有所上涨，带动公司整体收入同比增长 22.60%；毛利率为 18.55%，较去年同期大幅提升 10.65 个百分点；期间费用率为 10.69%，较去年同期小幅提升 1.98 个百分点；当期投资分红及理财收益增加，投资收益为 1945 万元；以上因素推动公司实现归母净利润 1.84 亿元，公司单季盈利为近四年来最高水平。公司制冷剂业务景气向上，盈利能力大幅提升改善。

- **公司产品价格大幅上涨，预计今年二季度业绩将大幅增长：**今年以来，制冷剂上游原材料萤石、氢氟酸等价格不断上涨，为制冷剂提供了成本支撑；制冷剂下游需求旺盛，空调从 2016 年末起补库存带来内销、外贸的持续旺盛，2017 年前 3 月，国内空调和家用冰箱产量累计增长 16.5%和 16.3%；并且制冷剂出口也显著增加。随着制冷剂行业景气度上行，公司制冷剂价格也逐月提高，特别在 4 月份出现了暴涨。根据公司公告，今年 1 月份至 4 月下旬， R22 产品价格已由 9700 元/吨上涨至 15500 元/吨，涨幅 60%；R134a 价格由 19500 元/吨上涨至 30000 元/吨，涨幅 54%；R32 价格由 11300 元/吨上涨至 23000 元/吨，涨幅 104%；R125 价格由 20400 元/吨上涨至 52000 元/吨，涨幅 155%；R410a 价格由 16000 元/吨上涨至 40000 元/吨，涨幅 150%。此外，今年前 4 月，烧碱受氯碱平衡制约企业开工负荷和下游氧化铝需求带动，价格（华东，32%离子膜烧碱）较去年同期上涨 25%，公司拥有烧碱产能 46 万吨，受益明显。目前，公司制冷剂产品订单饱满，新订单已按最新价格签订，预计公司今年二季度业绩将大幅增长。

2016-10-25

<<产业资本与控股股东参与增发，新材料业务即将启航>> 2016-09-21

- **中国对日本进口氯偏树脂征收反倾销税，利好公司：**4 月 19 日，中国商务部发布终裁公告，最终裁定原产于日本的进口偏二氯乙烯—氯乙烯共聚树脂（PVDC）存在倾销，中国国内偏二氯乙烯—氯乙烯共聚树脂产业受到了实质损害，并且倾销与实质损害之间存在因果关系。决定自 2017 年 4 月 20 日起，对原产于日本的进口偏二氯乙烯—氯乙烯共聚树脂征收反倾销税，税率为 47.1%，实施期限为 5 年。巨化股份生产的 PVDC 为国内唯一具有自主知识产权产品，国内市场占有率超过 60%。公司的 PVDC 主要竞争对手现为日本公司，近几年受日元贬值和竞争对手低价销售影响，产品价格近几年出现较大幅度下跌。随着中国对日本进口氯偏树脂征收反倾销税，公司产品盈利预计会向合理水平回归，有助于公司盈利改善。

- **公司项目储备丰厚，成长潜力巨大：**2016 年，公司完成非公开发行股票工作，募集资金投入 10kt/a PVDF 项目、100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目一期、10kt/a HFC-245fa 项目、23.5kt/a 含氟新材料项目（二期）、高纯电子气体项目（一期）、高纯电子气体项目（二期）含氟特种气体项目等项目建设。此外，公司还持续推进：2 万吨/年 R125 装置、1.9 万吨/年电子湿化学品、2.35 万吨/年含氟新材料一期 5000 吨/年 HFP 子项、PVDC 一期 A 段等项目建成投产；开工建设 1 万吨/年 PVDF 一期工程、5kt／a 氟化学品联产项目、高纯电子气体项目（一期）工程、10kt/a HFC-245fa 项目等项目工程。公司项目储备丰厚，成长潜力巨大。

- **风险提示：**行业景气度下滑风险；募投项目不达预期风险。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,516.16	10,100.94	12,323.15	14,935.65	17,892.91
营业成本	8,538.92	8,948.72	9,242.36	11,216.68	13,544.93
销售费用	321.59	367.25	431.31	507.81	626.25
管理费用	455.01	533.01	640.80	791.59	1,002.00
财务费用	1.59	-22.82	-7.29	-8.97	-10.39
投资净收益	39.01	40.03	40.00	40.00	40.00
营业利润	166.44	174.78	1,980.63	2,377.24	2,660.73
营业外收支	56.87	62.80	60.00	60.00	60.00
利润总额	223.31	237.58	2,040.63	2,437.24	2,720.73
所得税	58.94	83.48	510.16	609.31	680.18
少数股东损益	2.59	2.87	24.63	29.41	32.84
净利润	161.78	151.23	1,505.85	1,798.52	2,007.71

资产负债表					（百万）
流动资产	2,984.77	5,429.46	6,482.98	7,830.95	9,370.05
货币资金	941.50	1,825.98	2,275.16	2,710.20	3,063.71
应收帐款	419.16	386.18	471.14	571.03	684.09
应收票据	662.11	759.21	926.24	1,122.60	1,344.88
存货	782.02	638.41	658.53	799.21	965.17
非流动资产	6,208.37	6,431.13	6,982.67	7,276.92	7,513.69
固定资产	4,678.23	4,674.09	4,532.14	4,113.87	3,648.07
资产总计	9,193.14	11,860.59	13,465.65	15,107.87	16,883.73
流动负债	1,730.45	1,235.85	1,480.41	1,792.34	2,140.40
短期贷款	471.55	5.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	914.13	794.51	819.54	994.62	1,201.15
非流动负债	178.21	185.93	367.34	551.01	734.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1,908.66	1,421.78	1,847.75	2,343.35	2,875.08
股东权益	7,284.48	10,438.80	11,743.40	13,301.56	15,040.95
股本	1,810.92	2,111.67	2,111.67	2,111.67	2,111.67
留存收益	5,445.21	8,303.85	9,583.82	11,112.56	12,819.12
少数股东权益	28.36	23.29	47.92	77.33	110.16
负债和权益总计	9,193.14	11,860.59	13,591.15	15,644.90	17,916.02

现金流量表					（百万）
经营活动现金流	792.35	921.68	1,364.83	1,395.90	1,365.33
其中营运资本减少	5,730.19	-1,761.38	-868.58	-1,094.79	-1,321.32
投资活动现金流	-554.00	-2,455.14	-143.23	-169.36	-198.93
其中资本支出	-711.13	-962.57	-143.23	-169.36	-198.93
融资活动现金流	-157.46	2,408.67	-223.58	-260.80	-290.76
净现金总变化	80.89	875.22	998.02	965.74	875.64

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长	-2.5%	6.1%	22.0%	21.2%	19.8%
营业成本增长	-3.9%	4.8%	3.3%	21.4%	20.8%
营业利润增长	-18.0%	5.0%	1033.2%	20.0%	11.9%
利润总额增长	2.9%	6.4%	758.9%	19.4%	11.6%
净利润增长	-0.5%	-6.5%	895.7%	19.4%	11.6%
盈利能力					
毛利率	10.3%	11.4%	25.0%	24.9%	24.3%
销售净利率	1.7%	1.5%	12.2%	12.0%	11.2%
ROE	2.2%	1.4%	12.8%	13.5%	13.3%
ROIC	1.6%	1.1%	14.3%	15.7%	15.9%
营运效率					
销售费用/营业收入	3.4%	3.6%	3.5%	3.4%	3.5%
管理费用/营业收入	4.8%	5.3%	5.2%	5.3%	5.6%
财务费用/营业收入	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
投资收益/营业利润	23.4%	22.9%	2.0%	1.7%	1.5%
所得税/利润总额	26.4%	35.1%	25.0%	25.0%	25.0%
应收帐款周转率	30.10	25.08	28.75	28.66	28.51
存货周转率	10.93	12.60	14.25	15.39	15.35
流动资产周转率	3.25	2.40	2.07	2.09	2.08
总资产周转率	1.05	0.96	0.97	1.05	1.12
偿债能力					
资产负债率	20.8%	12.0%	13.7%	15.5%	17.0%
流动比率	1.72	4.39	4.38	4.37	4.38
速动比率	1.27	3.88	3.93	3.92	3.93
每股指标（元）					
EPS	0.08	0.07	0.71	0.85	0.95
每股净资产	3.45	4.94	5.56	6.30	7.12
每股经营现金流	0.38	0.44	0.65	0.66	0.65
每股经营现金/EPS	4.90	6.09	0.91	0.78	0.68

估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
PE	170.47	182.36	18.31	15.33	13.74
PEG	0.83	0.74	0.94	1.32	(0.14)
PB	3.79	2.64	2.35	2.07	1.83
EV/EBITDA	38.95	37.26	10.26	8.95	8.24
EV/SALES	2.95	2.73	2.24	1.85	1.54
EV/IC	3.62	2.64	2.35	2.07	1.83
ROIC/WACC	0.24	0.16	2.06	2.26	2.30
REP	14.44	16.86	1.16	0.96	0.85

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺

顾 锐： 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所，任化工行业分析师。

杨 超： 2006-2012 年任职于鹏华基金，从事化工行业研究。2012 年加入长城证券，任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。
本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。
长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级： 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上.

行业评级： 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场.

长城证券销售交易部

深圳联系人

李双红： 0755-83699629， 18017465727， lishuanghong@cgws.com
吴 楠： 0755-83515203， 13480177426， wunan@cgws.com
杨锦明： 0755-83515567， 13822272352， yangjm@cgws.com
黄永泉： 0755-83699629， 13544440001， huangyq@cgws.com

北京联系人

赵 东： 010-88366060-8730， 13701166983， zhaodong@cgws.com
王 媛： 010-88366060-8807， 18600345118， wyuan@cgws.com
李珊珊： 010-88366060-1133， 18616891195， liss@cgws.com
张羲子： 010-88366060-8013， 18511539880， zhangxizi@cgws.com
申 涛： 010-88366060-8777， 15801188620， shentao@cgws.com
杨徐超： 010-88366060-8795， 18611594300， yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚： 021-61680314， 18602109861， xieyw@cgws.com
徐佳琳： 021-61680673， 13795367644， xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编：518034 传真：86-755-83516207
北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044 传真：86-10-88366686
上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126 传真：021-31829681
网址：http://www.cgws.com