

分析师：顾敏豪

执业证书编号：S0730512100001

021-50588666-8012

gumh00@ccnew.com

制冷剂景气有望持续提升，推动公司业绩增长

——巨化股份（600160）调研简报

证券研究报告-公司调研

买入（上调）

发布日期：2017年5月9日

报告关键要素：

受原材料氢氟酸供应限制以及副产盐酸处理困难等因素影响，制冷剂行业开工受限，供需态势紧张。受此影响，制冷剂价格自2017年2月以来大幅上涨，行业景气大幅提升。未来制冷剂需求有望在空调、汽车等领域带动下保持快速增长，环保监管则将长期约束制冷剂行业开工水平，保障制冷剂行业景气保持在较高水平，推动公司业绩的大幅增长。公司积极开发高端含氟聚合物、含氟精细化学品以及电子湿化学用品等高附加值产品，产品储备丰富。这些领域市场空间前景较好，进口替代空间广阔，有望成为公司未来的业绩增长点。预计公司2017、2018年EPS分别为0.84元和1.14元，以5月8日收盘价13.89元计算，对应PE分别为16.59倍和12.16倍。考虑到公司业绩的巨大弹性，上调为“买入”的投资评级。

事件：

- 近期我们实地调研了巨化股份（600160），就公司业务状况进行了沟通和交流。

点评：

- 制冷剂价格大幅上涨，行业景气有望反转。公司是我国氟化工领域的龙头企业，其中制冷剂是公司主要的收入和利润来源。2017年2月以来，制冷剂价格大幅上涨，行业景气大幅提升。根据卓创资讯数据，2月初以来，R22价格从9800元/吨上涨至15500元/吨，涨幅58.16%，R134a价格从20000元/吨上涨至31000元/吨，涨幅55%。R125从23500元/吨上涨至5.5万元/吨，涨幅134%。R32从12750元/吨上涨至33000元/吨，涨幅159%。受益于产品价格的上涨，公司一季度业绩大幅增长，一季度公司实现营业收入29.21亿元，同比增长22.60%，归属于上市公司股东的净利润1.84亿元，同比增长634.76%。

图1：公司历年业绩

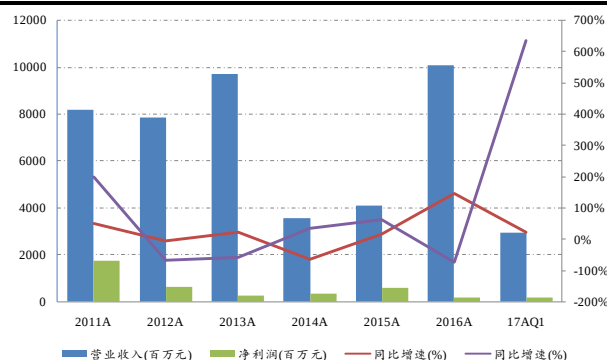
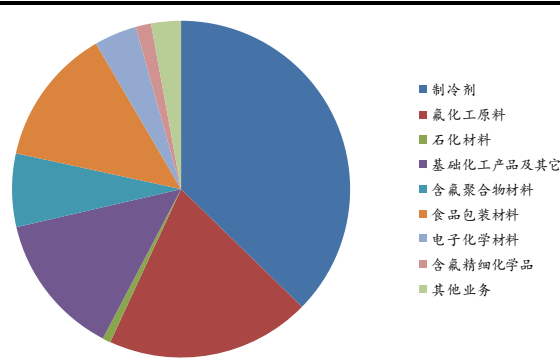


图2：公司毛利结构



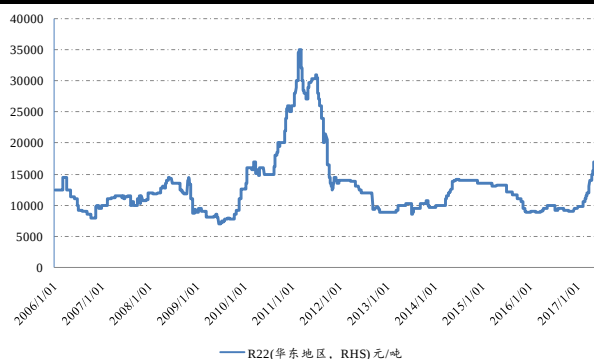
资料来源：中原证券、wind

资料来源：中原证券、wind

- 环保约束是此轮制冷剂上涨的主因。此轮制冷剂价格上涨，环保收紧导致制冷剂开工受限，供需失衡是主要因素。环保约束主要体现在两方面，一方面是环保收紧导致原材料氢氟酸供应不足，价格上涨。氢氟酸属于危化品，其生产工艺对环保、安全等要求很高。2016年以来各地环保执法力度明显加强，开工受限推动氢氟酸价格大幅上涨。此外氢氟酸的关键原材料萤石同样由于环保因素开工不足，进一步推动了氢氟酸价格的上涨。另一方面，制冷剂生产过程中副产大量含氟盐酸。副产

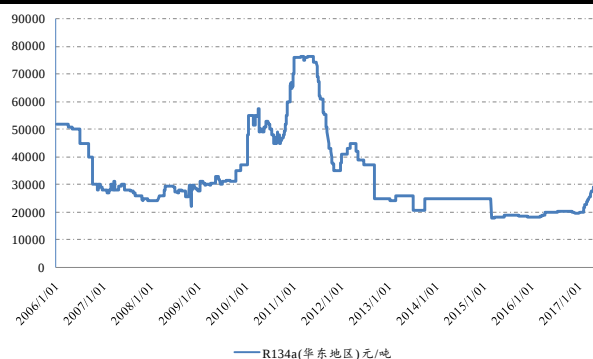
盐酸处理难度大，通常作为低端盐酸卖给下游企业消化。受环保监管力度加强以及供给侧改革等因素影响，下游企业同样开工不足导致副产盐酸胀库，企业开工受限导致供应不足。总体看环保因素是此轮制冷剂价格上涨的主要因素。

图3: R22价格走势



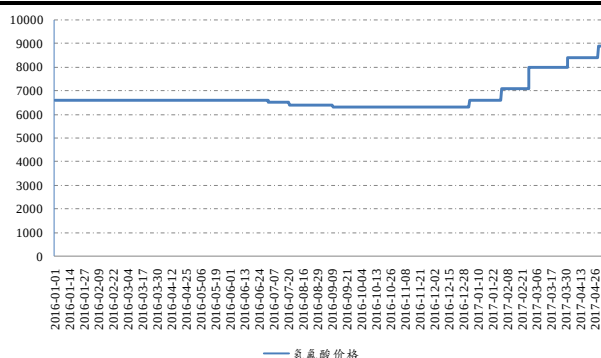
资料来源：中原证券、卓创资讯

图4: R134a价格走势



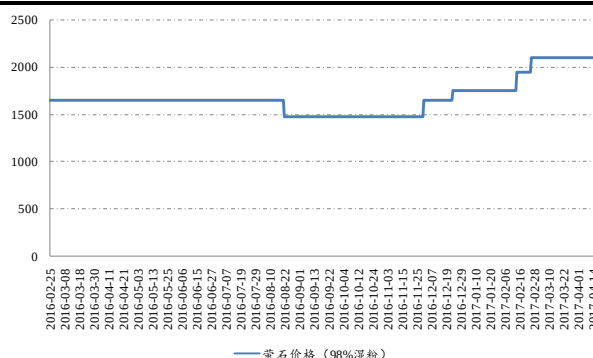
资料来源：中原证券、卓创资讯

图5: 氢氟酸价格走势



资料来源：中原证券、卓创资讯

图6: 萤石价格走势



资料来源：中原证券、卓创资讯

- **需求增速有望提升。**制冷剂主要用于空调、冰箱与汽车的生产与维修领域。空调、冰箱作为新房装修标配，其需求通常滞后房地产销售6-12个月的周期。2016年以来，我国房地产销售保持快速增长态势，全年销量增速22.5%，有望拉动今年空调与冰箱需求。今年1季度我国空调产量增速17.8%，冰箱产量增速16.3%，随着需求旺季来临，未来增速有望进一步提升，从而带动制冷剂需求。此外受家电下乡政策推动，2010-2012年我国空调、冰箱销量大幅增长。通常空调、冰箱销售5年后进入维修替换制冷剂阶段，从而保障制冷剂维修市场的增长。从汽车方面看，今年一季度我国汽车产量增速7.99%，增速较去年同期略有提升。因此总体预计制冷剂需求增速有望提升。

图5: 我国空调产量及增速

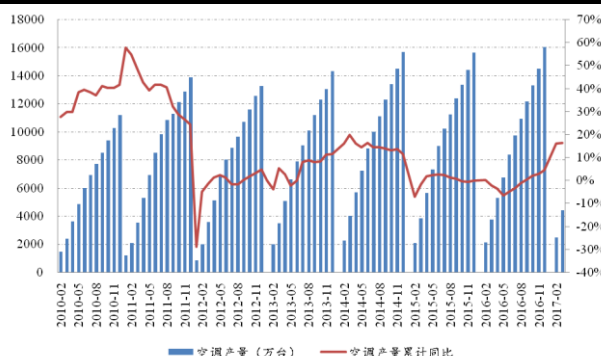
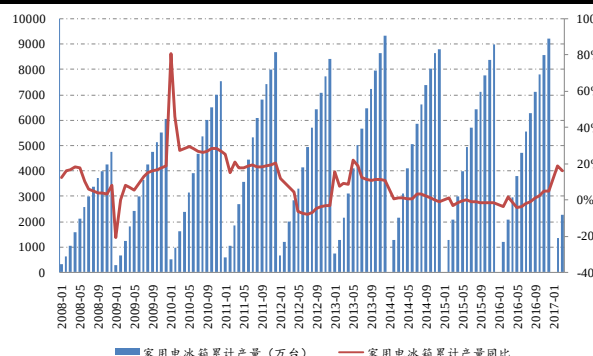


图6: 我国冰箱产量及增速



资料来源：中原证券、wind

资料来源：中原证券、wind

- **行业景气有望持续，推动公司业绩增长。**随着行业供需收紧，制冷剂价格快速上涨，景气大幅提升。未来行业供需紧张的态势有望延续，一方面长期停产装置复产难度较大，另一方面目前的供需矛盾在于氢氟酸供给不足和副产盐酸处理问题，因而短期内行业产能大幅扩张的可能性不大。从制冷剂涨价对下游的影响来看，制冷剂在空调、汽车的成本占比中较低。以目前的价格测算，每台空调中制冷剂成本约60元，每辆汽车制冷剂成本约16元。因而下游企业对制冷剂涨价的承受力较强。在供需偏紧的态势下，制冷剂行业景气有望延续，推动公司业绩增长。
- **含氟聚合物与精细化学品空间广阔。**从长期来看，产业升级，发展高附加值产品是氟化工产业未来的发展方向。公司积极开发高端含氟聚合物、含氟精细化学品以及电子湿化学品等高附加值产品，产品储备丰富。公司2016年非公开发行项目包括三代发泡剂替代品（10kt/a HFC-245fa）、含氟功能材料（23.5kt/a含氟新材料和10kt/a PVDF）、PVDC高性能阻隔材料（100kt/a）、电子化学品（高纯电子气体项目、含氟特种气体项目）等。随着这些项目的投产，公司在高端氟化工新材料、电子化学品等领域的竞争力将大幅提升，为公司培育长期的业绩增长点。
- **盈利预测和投资建议：**预计公司2017、2018年EPS分别为0.84元和1.14元，以5月8日收盘价13.89元计算，对应PE分别为16.59倍和12.16倍。考虑到公司业绩的巨大弹性，上调为“买入”的投资评级。
- **风险提示：**环保力度低于预期、新项目进展低于预期。

盈利预测

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	101.01	133.27	147.96	153.93
增长比率	6.15%	31.93%	11.02%	4.04%
净利润（百万元）	1.51	17.68	24.13	24.65
增长比率	-6.52%	1069.22%	36.47%	2.15%
每股收益（元）	0.08	0.84	1.14	1.17
市盈率（倍）	173.63	16.59	12.16	11.90

资料来源：中原证券、wind

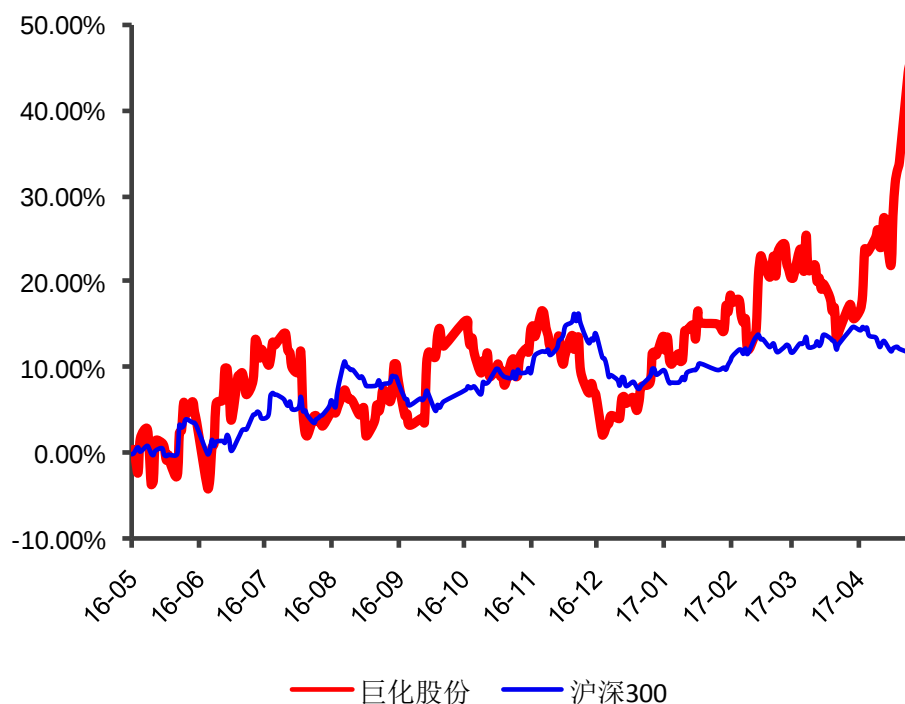
市场数据（2017年5月8日）

收盘价（元）	13.89 元
一年内最高/最低（元）	14.80/9.25
沪深300 指数	3358.81
市净率（倍）	2.77
流通市值（亿元）	251.55

基础数据（2017年3月31日）

每股净资产（元）	5.02
每股经营现金流（元）	0.05
毛利率（%）	18.55
净资产收益率（%）	1.74
资产负债率（%）	13.76
总股本/流通股（万股）	211167/181092
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深300走势



资产负债表					利润表				
(百万元)					(百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5429.46	8881.92	11446.9	14000.9	营业收入	10100.9	13326.52	14795.5	15393.3
现金	1825.98	4847.41	7216.11	9666.87	营业成本	8948.72	9725.41	10193.8	10678.1
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	61.75	81.29	90.25	93.90
应收票据	759.21	932.86	1035.69	1077.54	销售费用	367.25	485.09	538.56	560.32
应收款项	386.18	511.74	568.15	591.11	管理费用	533.01	703.64	781.20	812.77
存货	638.41	770.25	807.35	845.71	财务费用	-22.82	-19.96	-36.19	-50.65
其他	1819.67	1819.67	1819.67	1819.67	资产减值损失	77.14	7.78	8.16	8.54
非流动资产	6431.13	5789.54	5167.72	4541.55	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	489.25	490.00	490.00	490.00	投资收益	40.03	5.00	5.00	5.00
固定资产	4674.09	4421.81	3991.86	3473.08	营业利润	174.78	2348.27	3224.70	3295.32
无形资产	499.01	474.06	450.36	427.84	营业外收入	94.91	90.00	90.00	90.00
其他	768.77	403.66	235.49	150.63	营业外支出	32.12	35.00	35.00	35.00
资产总计	11860.5	14671.4	16614.6	18542.4	利润总额	237.58	2403.27	3279.70	3350.32
流动负债	1235.85	2811.08	3018.28	3172.66	所得税	83.48	600.82	819.93	837.58
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	净利润	154.10	1802.45	2459.78	2512.74
应付帐款	547.13	593.25	621.82	651.37	少数股东权益	2.87	34.25	46.74	47.74
预收帐款	196.95	213.08	220.42	223.41	归属母公司净利	151.23	1768.21	2413.04	2465.00
其他	486.77	2004.75	2176.04	2297.88	EPS (元)	0.08	0.84	1.14	1.17
长期负债	185.93	183.71	183.85	184.00	主要财务比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00		2016A	2017E	2018E	2019E
其他	185.93	183.71	183.85	184.00	每股指标				
负债合计	1421.78	2994.79	3202.13	3356.66	每股收益	0.08	0.84	1.14	1.17
股本	2111.67	2111.67	2111.67	2111.67	每股经营现金	0.41	1.46	1.12	1.16
资本公积金	5345.29	5345.29	5345.29	5345.29	每股净资产	4.92	5.50	6.30	7.12
未分配利润	2417.16	3478.08	4925.91	6404.90	增长率				
少数股东权益	23.29	57.53	104.27	152.01	营业收入增长率	6.15%	31.93%	11.02%	4.04%
母公司所有者权	10381.4	11619.1	13308.2	15033.7	营业利润增长率	5.02%	1243.52	37.32%	2.19%
负债及权益合计	11860.5	14671.4	16614.6	18542.4	净利润增长率	-6.52%	1069.22	36.47%	2.15%
现金流量表					获利能力				
(百万元)					毛利率	11.41%	27.02%	31.10%	30.63%
	2016A	2017E	2018E	2019E	净利率	1.50%	13.27%	16.31%	16.01%
经营活动现金流	921.68	3572.79	3051.42	3134.61	ROE	1.46%	15.22%	18.13%	16.40%
净利润	154.10	1802.45	2459.78	2512.74	ROIC	1.14%	20.16%	28.90%	31.69%
资产减值准备	77.14	7.78	8.16	8.54	偿债能力				
折旧摊销	590.44	611.93	621.82	626.17	资产负债率	9.69%	18.02%	17.27%	25.21%
财务费用	-22.82	-19.96	-36.19	-50.65	流动比率	4.39	3.16	3.79	4.41
投资收益	40.03	5.00	5.00	5.00	速动比率	3.88	2.89	3.53	4.15
营运资金变动	0.00	1175.59	2.85	42.81	营运能力				
投资活动现金流	-2455.14	34.66	5.00	5.00	资产周转率	0.96	1.00	0.95	0.88
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	11.92	13.37	12.79	12.79
其他投资	-2455.14	34.66	5.00	5.00	应收帐款周转率	29.75	35.64	32.88	31.87
筹资活动现金流	2408.67	-515.51	-687.72	-688.85	估值比率				
借款变动	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	173.63	16.59	12.16	11.90
其他	2408.67	-515.51	-687.72	-688.85	PB	2.83	2.52	2.20	1.95
现金净增加额	875.22	3091.94	2368.70	2450.76					

资料来源：公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。