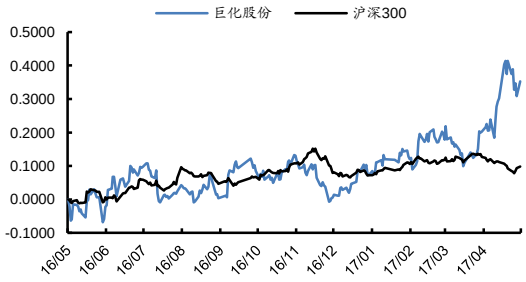
2017 年 05 月 16 日　　公司研究　　评级：买入（首次覆盖）

研究所
证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：张翠翠 S0350115090020
021-20281096 zhangcc@ghzq.com.cn
联系人：谷航

氟化工龙头，制冷剂行业底部回升望助力公司业绩反转

——巨化股份（600160）跟踪点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
巨化股份	12.5	19.9	36.9
沪深 300	-2.5	-0.7	10.5

市场数据	2017-05-15
当前价格（元）	13.67
52 周价格区间（元）	9.28 - 14.80
总市值（百万）	28866.48
流通市值（百万）	24755.22
总股本（万股）	211166.62
流通股（万股）	181091.60
日均成交额（百万）	273.71
近一月换手（%）	46.37

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

- **公司是氟化工行业龙头，产业链布局完善。**公司拥有氟化工、氯碱化工等综合配套制造基地，完整布局氟化工上下游产业链，包括上游的氟化工基础原料，下游的氟制冷剂、含氟聚合物、特色氯碱材料。公司拥第二代制冷剂 R22 产能达 10 万吨，居全国第二；第三代制冷剂品种丰富，R134a、R125、R32 产能分别为 6 万吨、4 万吨、2.2 万吨，其中 R134a 产能规模居全球龙头；第四代制冷剂已经实现产业化，率先利用自有技术开发第四代制冷剂的企业。

- **氟化工供需改善叠加原材料价格上涨，制冷剂行业回暖，公司有望优先受益。**从供应面来看，2011 年制冷剂迎来景气高点，吸引大量投资进入制冷剂行业，产品价格迅速下降，行业经历五年的低迷期，随着 2016 年行业环保力度加大，中低端产能退出，行业竞争格局明显改善。同时 R22 经过三年多的配额管理，已经累积削减 20%产能。从需求面来看，制冷剂下游主要用于汽车、冰箱、空调，受益于 2016 年房地产销量增长的后周期影响和库存出清之后的补库存共振影响，行业供需关系得到明显改善。同时原材料成本上涨是氟化工产品价格上涨的重要因素，氢氟酸是氟化工重要原材料之一，受环保检查影响，开工率维持低位，氢氟酸价格从 6100 元/吨上涨到 11500 元/吨，同比上涨 88%，多重因素共同推动制冷剂价格上行。从 2016 年底到目前为止，制冷剂 R22 价格从 8800 元/吨上涨至 16000 元/吨，R125 价格从 23000 元/吨上涨至 31000 元/吨，R134a 价格从 19000 元/吨上涨至 30000 元/吨，R32 价格从 11000 元/吨上涨至 31000 元/吨。

- **大力发展氯碱新材料 PVDC，新增产能助力公司盈利能力快速提升。**PVDC 树脂是一种阻隔性高、韧性强、低温热封、化学稳定性良好的理想包装材料，因其具有隔氧、防潮、防霉等性能，同时可与食品接触，被广泛用于肉制品、奶制品、化妆品等阻隔性方面综合性能最好的塑料包装材料，公司 PVDC 是国内少数具有自主知识产权的产品，2016 年公司新增额 5kt/aPVDC 乳液产能、5kt/a 多层共挤 PVDC 树脂产能，国内市场占有率超过 60% 。

- **公司通过子公司凯圣与博瑞电子科技公司进入湿电子化学品及电子特气领域，前景广阔。**子公司浙江凯圣凭借公司在氟化工方面的领

先优势，实现电子级氢氟酸工业化生产，凯圣公司现已建成年产电子级氢氟酸 6000 吨、电子级氟化铵 5000 吨、电子级盐酸 3000 吨、电子级硫酸 10000 吨、电子级硝酸 6000 吨、缓冲氧化蚀刻剂 5000 吨，随和品级提升，公司高端领域电子化学品销售比例有望提升。电子特气方面，年产 1000 吨高纯氯化氢、500 吨高纯氯气和 1000 吨医药级氯化氢以及投产，目前处于认证时期。电子化学品领域有望实现快速上涨。

- **首次覆盖，给予公司“买入”评级**。公司是氟化工行业龙头，产业链布局完善；大力发展氯碱新材料 PVDC，新增产能助力公司盈利能力快速提升；公司通过子公司凯圣与博瑞电子科技公司进入湿电子化学品及电子特气领域，前景广阔。预计公司 2017-2019 年的每股收益为 0.54 元、0.64 元、0.78 元，给予“买入”评级。

- **风险提示：**制冷剂产品价格不及预期；公司电子化学品项目认证不及预期，PVDC 市场拓展不及预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	10101	13044	15279	16990
增长率(%)	6.1%	29.1%	17.1%	11.2%
净利润（百万元）	151	1149	1361	1646
增长率(%)	-6.5%	659.8%	18.5%	20.9%
摊薄每股收益（元）	0.07	0.54	0.64	0.78
ROE(%)	1.4%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1：巨化股份盈利预测表

证券代码:	600160.SH		股价:	13.67	投资评级:	买入		日期:	2017-05-15
财务指标	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	**每股指标与估值**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	1%	15%	16%	17%	EPS	0.07	0.54	0.64	0.78
毛利率	11%	22%	22%	24%	BVPS	4.93	4.69	4.47	4.20
期间费率	9%	9%	9%	9%	**估值**				
销售净利率	1%	9%	9%	10%	P/E	198.0	26.1	22.0	18.2
成长能力					P/B	2.9	3.0	3.2	3.4
收入增长率	6%	29%	17%	11%	P/S	3.0	2.3	2.0	1.8
利润增长率	-7%	660%	18%	21%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
总资产周转率	0.85	1.14	1.36	1.56	**营业收入**	10101	13044	15279	16990
应收账款周转率	8.82	9.13	9.13	10.43	营业成本	8949	10152	11867	12947
存货周转率	14.02	18.25	18.25	18.25	营业税金及附加	62	52	61	68
偿债能力					销售费用	367	417	489	544
资产负债率	12%	13%	16%	17%	管理费用	533	704	825	917
流动比	4.39	3.90	3.41	3.09	财务费用	(23)	(18)	(16)	(16)
速动比	3.88	3.49	2.99	2.67	其他费用/（-收入）	(38)	1	6	(9)
					营业利润	175	1737	2059	2521
资产负债表（百万元）	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**	营业外净收支	63	72	85	70
现金及现金等价物	1826	1824	1654	1612	**利润总额**	238	1809	2144	2591
应收款项	1145	1430	1674	1629	所得税费用	83	637	755	912
存货净额	638	559	654	713	**净利润**	154	1172	1389	1679
其他流动资产	1820	1422	1360	1342	少数股东损益	3	23	28	34
流动资产合计	**5429**	**5235**	**5342**	**5297**	**归属于母公司净利润**	151	1149	1361	1646
固定资产	4674	4345	4063	3874					
在建工程	666	706	756	666	**现金流量表（百万元）**	**2016**	**2017E**	**2018E**	**2019E**
无形资产及其他	499	514	348	213	**经营活动现金流**	922	2084	1900	2320
长期股权投资	489	569	649	729	净利润	154	1172	1389	1679
资产总计	**11861**	**11471**	**11261**	**10882**	少数股东权益	3	23	28	34
短期借款	5	5	5	5	折旧摊销	588	589	533	455
应付款项	795	839	980	1070	公允价值变动	(1)	1	1	1
预收帐款	197	214	251	279	营运资金变动	178	298	(51)	151
其他流动负债	239	283	331	362	**投资活动现金流**	(2455)	(380)	(381)	(256)
流动负债合计	**1236**	**1341**	**1568**	**1716**	资本支出	(150)	(300)	(301)	(176)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(81)	(80)	(80)	(80)
其他长期负债	186	186	186	186	其他	(2224)	0	0	0
长期负债合计	**186**	**186**	**186**	**186**	**筹资活动现金流**	2409	(1667)	(1826)	(2207)
负债合计	**1422**	**1527**	**1754**	**1902**	债务融资	(467)	0	0	0
股本	2112	2112	2112	2112	权益融资	3180	0	0	0
股东权益	10439	9944	9508	8980	其它	(305)	(1667)	(1826)	(2207)
负债和股东权益总计	**11861**	**11471**	**11261**	**10882**	**现金净增加额**	875	38	(307)	(143)

资料来源：公司数据、国海证券研究所

单击此处输入文字。

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。