

化工

2018年07月12日

巨化股份 (600160)

——受益于氟化工行业景气持续，制冷剂、含氟聚合物等主要产品量价齐升

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据:	2018年07月11日
收盘价(元)	7.42
一年内最高/最低(元)	13.43/6.69
市净率	1.4
息率(分红/股价)	2.70
流通A股市值(百万元)	19725
上证指数/深证成指	2777.77/9023.82

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2018年03月31日
每股净资产(元)	5.33
资产负债率%	19.54
总股本/流通A股(百万)	2745/2658
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:

**相关研究**

《巨化股份 (600160) 点评：持续技改扩产制冷剂及含氟聚合物产能，公司业绩进入快速增长期》 2018/07/09

《巨化股份 (600160) 点评：含氟聚合物、食品包装材料板块超预期，制冷剂产品量价齐升》 2018/05/02

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告 2018 年半年度经营数据，略超预期。**1H2018 公司主要产品制冷剂、含氟聚合物、食品包装材料均价同比分别上涨 24.27%、32.94%、33.3%。1H2018 制冷剂、含氟聚合物产量和外销量同比分别增长 13%、17% 和 20%、16%，量价齐升，略超市场预期。2018 年 1-5 月国内空调和汽车产量同比分别继续增长 9.4%、2.3%，支撑制冷剂需求，氟化工行业景气持续，预计公司 1H18 营收和净利润同比将继续大幅增长。
- **2Q18 单季度制冷剂、含氟聚合物均价环比继续上涨，而主要原料萤石和氢氟酸采购价格环比下降，毛利率有所扩大。**二季度原料萤石和氢氟酸装置开工增多导致整体价格下滑，下游制冷剂跟跌，跌幅较大的为 R32 和 R125，而占公司制冷剂比例较大的 R22 和 R134a 整体价格仍然维持高位，主要是由于行业的高集中度以及 PTFE 和汽车用制冷剂需求的稳定。公司目前拥有 R22 产能 13 万吨，国内第二，R134a 产能 7 万吨，国内第一，根据公布的经营数据计算，2Q18 单季公司制冷剂、含氟聚合物外售均价环比分别增长 4%、6.4% 至 23429、63782 元/吨，而氢氟酸和萤石采购价环比下滑，毛利率有所扩大。
- **环保制约原料萤石和氢氟酸开工，供需格局改善，产业链上各产品价格中枢上移，氟化工行业高景气度有望持续。**高环保压力使的原料萤石和氢氟酸开工受限成为常态，原料价格的上涨将支持下游制冷剂的价格，叠加这几年行业低迷迫使中小企业产能加快退出，行业集中度进一步提升，强者恒强。未来新增产能主要集中在 R32 和 R125，但由于环保趋严，投放的进程很难确定。需求端：据我们测算预计到 2020 年国内各类制冷剂需求将超过 90 万吨，供需缺口约为 7.3 万吨。中长期看氟化工产业链各类产品价格中枢上移，行业景气度有望持续。
- **盈利结构的调整，含氟聚合物和食品包装材料业务占比的提升将助力公司业绩进入快速增长期。**未来在巩固制冷剂龙头地位的同时将不断向氟化工产业链下游延伸，技改扩能高附加值的含氟聚合物产能和种类，助力公司业绩持续快速增长。
- **盈利预测和投资评级：**国内氟化工龙头企业，充分受益于行业供需格局改善带来的景气反转，各类产品价格中枢都将上移，高附加值的含氟聚合物以及 PVDC 新型包装材料将成为未来新的利润增长点，平滑其制冷剂的周期性，维持盈利预测，维持增持评级。预计公司 2018-2020 年归母净利润分别达到 18.56、20.83、23.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.68、0.76、0.86 元/股，当前市值对应 PE 为 11、10、9 倍。

财务数据及盈利预测

	2017	2018Q1	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13,768	3,991	17,500	19,800	22,500
同比增长率(%)	36.30	36.62	27.10	13.10	13.60
净利润(百万元)	935	427	1,856	2,083	2,366
同比增长率(%)	518.57	132.13	98.50	12.20	13.60
每股收益(元/股)	0.44	0.20	0.68	0.76	0.86
毛利率(%)	20.0	26.0	22.0	22.7	23.1
ROE(%)	8.6	3.8	13.4	13.1	12.6
9	16		11	10	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,516	10,101	13,768	17,500	19,800	22,500
营业收入同比增长率 (yoy)	-2.53%	6.15%	36.30%	27.10%	13.10%	13.60%
减: 营业成本	8,539	8,949	11,009	13,650	15,300	17,300
毛利率 (%)	10.27%	11.41%	20.04%	22.00%	22.70%	23.10%
减: 营业税金及附加	30	62	99	120	164	210
主营业务利润	947	1,090	2,660	3,730	4,336	4,990
主营业务利润率 (%)	9.96%	10.80%	19.32%	21.30%	21.90%	22.20%
减: 销售费用	322	367	402	516	580	665
减: 管理费用	455	533	768	868	1,004	1,200
减: 财务费用	2	-23	47	25	45	68
经营性利润	169	213	1,443	2,321	2,707	3,057
经营性利润同比增长率 (yoy)	6.44%	25.86%	577.37%	60.80%	16.60%	12.90%
经营性利润率 (%)	1.78%	2.11%	10.48%	13.30%	13.70%	13.60%
减: 资产减值损失	42	77	308	0	0	0
加: 投资收益及其他	39	40	72	50	0	0
营业利润	166	175	1,238	2,371	2,707	3,057
加: 营业外净收入	57	63	-21	50	50	50
利润总额	223	238	1,218	2,421	2,757	3,107
减: 所得税	59	83	273	548	655	720
净利润	164	154	944	1,873	2,102	2,387
少数股东损益	3	3	9	17	19	21
归属于母公司所有者的净利润	162	151	935	1,856	2,083	2,366
净利润同比增长率 (yoy)	-0.45%	-6.52%	518.57%	98.50%	12.20%	13.60%
全面摊薄总股本	1,811	2,112	2,112	2,745	2,745	2,745
每股收益 (元)	0.09	0.08	0.44	0.68	0.76	0.86
归属母公司所有者净利润率 (%)	1.70%	1.50%	6.79%	10.60%	10.50%	10.50%
ROE	2.23%	1.45%	8.64%	13.40%	13.10%	12.60%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	huju@sbsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。