



买入

27% ↑

目标价格:人民币 8.35

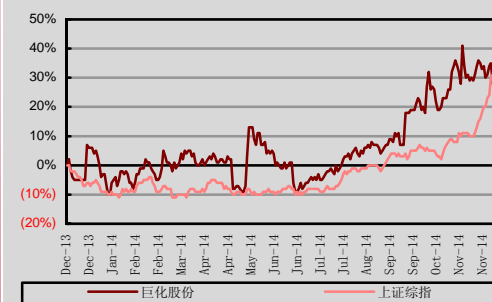
600160.CH

价格:人民币 6.59

目标价格基础:30 倍 15 年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	24.8	(3.8)	18.3	30.6
相对上证指数	(18.4)	(28.7)	(11.5)	(4.4)

发行股数(百万)	1,811
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	11,934
3 个月日均交易额(人民币 百万)	283
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
巨化集团公司	55

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2014 年 12 月 8 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工: 化学制品

江映德

(8610)66229080

yingde.jiang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513030001

巨化股份

行业见底回升, R22 涨价和产品结构升级可期

公司是氟化工行业龙头企业, 形成了包括基础配套原料、氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、含氟专用化学品等在内的完整的氟化工产业链, 氟化工无论在规模还是技术均处于行业领先水平。2014 年上半年公司氟化工产业相关业务收入和毛利占比达 69% 和 80%。经过 3 年多的调整, 氟化工行业逐步见底回升, 制冷剂 R22 价格 14 年涨幅达 40%, 未来有望向下游传导; 此外, 行业正处于产品结构升级阶段, 量变逐步积累, 行业龙头的表现值得期待。而国企改革、气候变化会议、碳交易市场等主题性投资机会有望贯穿 2015 年全年。我们首次给予公司买入评级, 目标价 8.35 元人民币。

支撑评级的要点

- 氟化工行业见底回升, R22 价格有望继续上涨并向下游传导。过去几年, 氟化工行业经历了一轮大的周期波动, 12 年以来行业已在底部持续徘徊近 3 年, 目前逐步见底回升。受配额限制导致的供应紧张影响, R22 价格 14 年上涨 40%, 15 年配额进一步收缩, 价格有望继续上涨。由于 R22 作为中间原料用于生产 R125、PTFE 和 FEP 等产品, 因而其价格上涨有望向下游传导, 并推动氟化工产品整体价格逐步回升。
- 氟聚合物见底, 结构升级带来长期发展机遇。氟聚合物应用前景广阔, 但国内低端产能过剩, 高端产品供不应求而主要依赖进口。通用型产品价格经过大幅下跌后目前已触底, 龙头企业产品技术研发推动的产品结构升级及其应用领域拓展值得期待。
- 公司作为行业龙头, 优势突出。公司是氟化工行业龙头, 拥有 R22 产能 10 万吨, 其中 ODS 配额为 5.7 万吨; R134a 产能 6 万吨, PTFE 产能 2 万吨。随着公司研发投入, 部分产品升级效果明显, 如超高分子 PTFE 用于防护服等, 下游拓展空间巨大; PVDC 目前主要用在火腿肠膜, 13 年收入 5 亿, 毛利率为 22%。此外, 氟精细化工品、电子级化学品等收入占比逐步提升, 毛利率超过 30%, 未来发展值得期待。

评级面临的主要风险

- 氟化工行业非理性投资带来产能大幅扩张; 国企改革进展低于预期。

估值

- 我们预计公司 2014-16 年每股收益为 0.088、0.278 和 0.457 元, 按 30 倍 15 年市盈率给予公司目标价 8.35 元, 首次评级为**买入**。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	7,882	9,737	10,223	11,246	12,933
变动(%)	(4)	24	5	10	15
净利润(人民币 百万)	602	254	160	504	827
全面摊薄每股收益(人民币)	0.425	0.140	0.088	0.278	0.457
变动(%)	(78.5)	(67.1)	(37.0)	215.8	64.0
全面摊薄市盈率(倍)	15.5	47.1	74.7	23.7	14.4
价格/每股现金流量(倍)	(1,824.0)	15.0	8.5	11.8	8.7
每股现金流量(人民币)	(0.00)	0.44	0.77	0.56	0.76
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.9	13.6	16.2	8.9	6.2
每股股息(人民币)	0.030	0.000	0.000	0.025	0.041
股息率(%)	0.5	n.a.	n.a.	0.4	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	7,882	9,737	10,223	11,246	12,933
销售成本	(6,548)	(8,859)	(9,448)	(9,980)	(11,165)
经营费用	(215)	(100)	(150)	(131)	(184)
息税折旧前利润	1,119	778	625	1,135	1,583
折旧及摊销	(362)	(456)	(427)	(503)	545
经营利润(息税前利润)	757	321	199	631	1,038
净利息收入/(费用)	60	(58)	6	10	13
其他收益/(损失)	(24)	32	18	18	17
税前利润	761	307	199	634	1,041
所得税	(161)	(56)	(38)	(124)	(205)
少数股东权益	2	3	(2)	(5)	(8)
净利润	602	254	160	504	827
核心净利润	602	255	162	507	830
每股收益(人民币)	0.425	0.140	0.088	0.278	0.457
核心每股收益(人民币)	0.425	0.141	0.089	0.280	0.458
每股股息(人民币)	0.030	0.000	0.000	0.025	0.041
收入增长(%)	(4)	24	5	10	15
息税前利润增长(%)	(70)	(58)	(38)	218	64
息税折旧前利润增长(%)	(61)	(30)	(20)	81	40
每股收益增长(%)	(78)	(67)	(37)	216	64
核心每股收益增长(%)	(78)	(67)	(36)	214	64

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	761	307	199	634	1,041
折旧与摊销	362	456	427	503	545
净利息费用	(29)	46	18	16	14
运营资本变动	(1,035)	64	804	(2)	(3)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(65)	(78)	(49)	(136)	(219)
经营活动产生的现金流	(5)	795	1,399	1,015	1,378
购买固定资产净值	(916)	(881)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
投资减少/增加	23	(573)	11	12	13
其他投资现金流	27	5	0	0	0
投资活动产生的现金流	(866)	(1,449)	(989)	(988)	(987)
净增权益	5	1,645	0	0	0
净增债务	0	797	0	0	0
支付股息	(509)	(246)	(18)	(16)	(65)
其他融资现金流	(2)	(253)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(506)	1,943	(18)	(16)	(65)
现金变动	(1,377)	1,288	392	11	327
期初现金	2,287	916	2,197	2,589	2,599
公司自由现金流	(871)	(654)	410	27	392
权益自由现金流	(871)	143	410	27	392

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	916	2,197	2,589	2,599	2,926
应收帐款	1,226	1,558	749	813	917
库存	465	625	613	675	776
其他流动资产	0	0	0	0	0
流动资产总计	2,608	4,379	3,951	4,087	4,619
固定资产	3,377	4,270	4,861	5,376	5,849
无形资产	331	458	440	422	404
其他长期资产	285	453	453	453	453
长期资产总计	4,026	5,218	5,791	6,287	6,742
总资产	6,634	9,597	9,742	10,374	11,362
应付帐款	755	1,243	1,227	1,349	1,552
短期债务	0	789	789	789	789
其他流动负债	0	(0)	0	0	0
流动负债总计	755	2,031	2,015	2,138	2,341
长期借款	0	10	10	10	10
其他长期负债	38	76	76	76	76
股本	1,417	1,811	1,811	1,811	1,811
储备	4,401	5,648	5,807	6,311	7,088
股东权益	5,818	7,458	7,618	8,122	8,899
少数股东权益	24	21	22	28	36
总负债及权益	6,634	9,597	9,742	10,374	11,362
每股帐面价值(人民币)	4.11	4.12	4.21	4.49	4.91
每股有形资产(人民币)	3.87	3.87	3.96	4.25	4.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.64)	(0.77)	(0.99)	(0.99)	(1.17)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.2	8.0	6.1	10.1	12.2
息税前利润率(%)	9.6	3.3	1.9	5.6	8.0
税前利润率(%)	9.7	3.1	1.9	5.6	8.0
净利率(%)	7.6	2.6	1.6	4.5	6.4
流动性					
流动比率(倍)	3.5	2.2	2.0	1.9	2.0
利息覆盖率(倍)	270.4	9.3	4.7	15.1	24.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.8	1.8	1.7	1.6	1.6
估值					
市盈率(倍)	15.5	47.1	74.7	23.7	14.4
核心业务市盈率(倍)	15.5	46.9	73.8	23.5	14.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	19.6	59.4	93.5	29.8	18.2
市净率(倍)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	(1,824.0)	15.0	8.5	11.8	8.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.9	13.6	16.2	8.9	6.2
周转率					
存货周转天数	24.6	22.5	23.9	23.6	20.5
应收帐款周转天数	45.0	52.2	41.2	25.4	24.4
应付帐款周转天数	42.4	37.4	44.1	41.8	40.9
回报率					
股息支付率(%)	8.0	0.0	0.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	10.5	3.8	2.1	6.4	9.7
资产收益率(%)	8.9	3.2	1.7	5.0	7.7
已运用资本收益率(%)	13.6	4.4	2.7	7.6	11.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371