



巨化股份(600160)

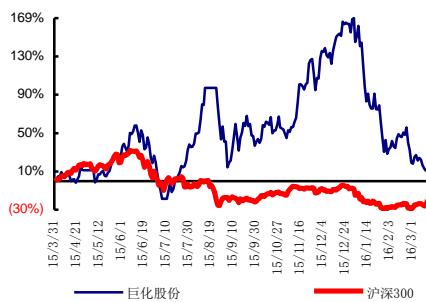
目标价: 18.00

昨收盘: 12.04

化工 化学制品

制冷剂价格有望步入上行，公司业绩弹性高

走势比较



股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,811/1,811 |
| 总市值/流通(百万元) | 21,803/21,803 |
| 12 个月最高/最低(元) | 23.47/7.12 |

相关研究报告:

- 《加速转型电子化学品龙头企业》
--2016/01/19
- 《定增助力巨化股份转型升级，布局氟化工新材料和电子化学品》
--2015/12/11

证券分析师: 姚鑫

电话: 010-88321661

E-MAIL: yaox@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210080004

研究员: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080040

事件: 3月29日制冷剂价格全线上调，其中R22上涨3%；R134a上调2.7%；R125也出现一定幅度上涨。

氟化工产品价格有望步入上升通道。2016年3月份以来，R22价格步入上行通道，由于副产盐酸滞销、厂家降负及停工现象明显，库存大幅下降，同时，氯仿价格连续上涨，成本面支撑R22价格走强；R134a方面，由于外贸出货较集中由于装置长期开工负荷低位，加之近期出口集中，已无货源出售，订单已签至3月底，4月价格或将继续拉涨。R125方面，由于山东鲁西、浙江临海利民、江苏梅兰和中化集团等装置仍在停工中，滨化新投产装置亦停工，部分区域内流通货源紧张，价格上涨。氟化工“十三五”规划已经完成，通过控制规模、转型升级等措施推动供给侧改革，氟化工产业供需格局有望好转，同时随着天气转暖，即将进入制冷剂需求旺季，相关产品有望步入上行通道。

受益于价格回暖，公司业绩弹性高。2011年欧美发达国家淘汰HCFCs导致国内产能大量投建，国内具备萤石资源丰富及成本价格优势，因此欧美R22产能关停后大量从中国进口。受下游需求旺盛及出口形势良好，R22和R134a产品价格最高达到28,000元/吨和73,000元/吨（目前平均市场价格仅约为9,000元/吨和19,000元/吨），2011全年公司营业收入高达82亿元，实现归母净利润17.5亿，为公司上市至今的最高水平。目前公司具备各类制冷剂产能20余万吨，其中R22产能12万吨，R134a产能6万吨，R125产能4万吨，R32产能1.9万吨，制冷剂产品步入上行通道后，公司业绩弹性较大。

定增募投项目布局电子化学品。公司拟通过定向增发募集32亿元建设高端氟化工及电子化学品项目，巩固并提高公司特色氯碱产品PVDC、PVDF等的行业主导地位，丰富产品品种，实现与其他氯碱企业的差异化竞争。此外，公司将布局特种电子气体产业，与现有湿电子化学品业务形成品种、规模集聚与协同效应，打造战略新兴产业板块，培育公司新的利润增长点，加快公司电子化学品业务培育，提高核心竞争力，使公司迅速在电子化学品新材料领域形成国内领先优势。

估值与评级。我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.11元、0.17元和0.21元，受益于氟化工供给侧改革，相关氟化工产品步入上行通道，公司业绩有望大幅提升，维持“买入”评级。

风险提示。氟化工产品价格下滑的风险；定向增发不及预期的风险。

■ 主要财务指标

| | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 9763.55 | 9555.81 | 10076.06 | 10992.26 |
| 净利润(百万元) | 162.52 | 204.69 | 300.01 | 386.35 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.090 | 0.113 | 0.166 | 0.213 |

资料来源: Wind, 太平洋证券

| 资产负债表(百万) | | | | 利润表(百万) | | | | | |
|-----------|----------|---------|---------|---------|--------------|---------|---------|----------|----------|
| | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E | | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金 | 640.43 | 250.07 | 1451.24 | 1567.24 | 营业收入 | 9763.55 | 9555.81 | 10076.06 | 10992.26 |
| 应收和预付款项 | 961.13 | 1455.76 | 1091.24 | 1684.78 | 营业成本 | 8886.73 | 8506.76 | 8931.32 | 9676.19 |
| 存货 | 781.17 | 564.84 | 848.35 | 682.70 | 营业税金及附加 | 29.14 | 28.52 | 30.08 | 32.81 |
| 其他流动资产 | 298.16 | 298.16 | 298.16 | 298.16 | 销售费用 | 230.15 | 315.34 | 302.28 | 329.77 |
| 流动资产合计 | 2680.89 | 2568.83 | 3688.98 | 4232.88 | 管理费用 | 426.20 | 496.90 | 503.80 | 549.61 |
| 长期股权投资 | 344.22 | 361.42 | 378.62 | 395.82 | 财务费用 | 32.29 | 1.39 | -19.14 | -33.96 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资产减值损失 | 33.85 | 14.33 | 15.11 | 16.49 |
| 固定资产 | 4232.20 | 3749.89 | 4132.27 | 3596.88 | 投资收益 | 76.90 | 17.20 | 17.20 | 17.20 |
| 在建工程 | 916.39 | 916.39 | 0.00 | 0.00 | 公允价值变动 | 0.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产开发支出 | 523.57 | 498.75 | 473.93 | 449.11 | 营业利润 | 203.03 | 209.76 | 329.81 | 438.55 |
| 长期待摊费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他非经营损益 | 14.00 | 43.74 | 43.74 | 43.74 |
| 其他非流动资产 | 35.60 | 34.13 | 32.67 | 31.20 | 利润总额 | 217.04 | 253.50 | 373.54 | 482.28 |
| 资产总计 | 8732.88 | 8129.41 | 8706.47 | 8705.90 | 所得税 | 53.16 | 47.26 | 71.27 | 93.02 |
| 短期借款 | 429.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润 | 163.88 | 206.24 | 302.27 | 389.27 |
| 应付和预收款项 | 1014.08 | 705.57 | 1085.36 | 830.74 | 少数股东损益 | 1.36 | 1.55 | 2.27 | 2.92 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归母股东净利润 | 162.52 | 204.69 | 300.01 | 386.35 |
| 其他负债 | 5.77 | 5.77 | 5.77 | 5.77 | | | | | |
| 负债合计 | 1449.40 | 711.34 | 1091.13 | 836.51 | | | | | |
| 股本 | 1810.92 | 1810.92 | 1810.92 | 1810.92 | | | | | |
| 资本公积 | 2464.19 | 2464.19 | 2464.19 | 2464.19 | | | | | |
| 留存收益 | 2982.95 | 3116.00 | 3311.01 | 3562.13 | | | | | |
| 归母公司股东权益 | 7258.06 | 7391.11 | 7586.11 | 7837.24 | | | | | |
| 少数股东权益 | 25.42 | 26.97 | 29.23 | 32.15 | | | | | |
| 股东权益合计 | 7283.48 | 7418.07 | 7615.34 | 7869.39 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 8732.88 | 8129.41 | 8706.47 | 8705.90 | | | | | |
| 现金流量表(百万) | | | | 预测指标 | | | | | |
| 经营性现金流 | 631.13 | 77.22 | 1252.04 | 182.28 | 毛利率 | 8.98% | 10.98% | 11.36% | 11.97% |
| 投资性现金流 | -1225.36 | 34.99 | 34.99 | 34.99 | 销售净利率 | 1.68% | 2.16% | 3.00% | 3.54% |
| 融资性现金流 | -693.07 | -502.58 | -85.86 | -101.26 | 销售收入增长率 | 0.28% | -2.13% | 5.44% | 9.09% |
| 现金增加额 | -1308.97 | -390.36 | 1201.17 | 116.00 | EBIT 增长率 | -26.44% | 6.04% | 39.04% | 26.50% |
| | | | | | 净利润增长率 | -34.64% | 25.85% | 46.56% | 28.78% |
| | | | | | ROE | 2.24% | 2.77% | 3.95% | 4.93% |
| | | | | | ROA | 2.75% | 3.14% | 4.07% | 5.15% |
| | | | | | ROIC | 2.71% | 2.41% | 3.48% | 5.25% |
| | | | | | EPS(X) | 0.090 | 0.113 | 0.166 | 0.213 |
| | | | | | PE(X) | 134.16 | 106.52 | 72.68 | 56.43 |
| | | | | | PB(X) | 5.02 | 4.93 | 4.80 | 4.65 |
| | | | | | PS(X) | 3.73 | 3.81 | 3.62 | 3.31 |
| | | | | | EV/EBITDA(X) | 47.97 | 48.43 | 39.00 | 35.21 |

资料来源：WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。