



巨化股份 (600160)

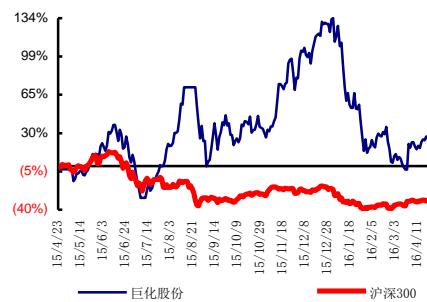
目标价: 16.00

昨收盘: 11.93

化工 化学制品

2015 年量升价跌业绩持平，新一年量价齐升迎拐点

■ 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)	21,604/21,604
12 个月最高/最低(元)	23.47/7.12

相关研究报告:

- 《制冷剂价格有望步入上行，公司业绩弹性高》—2016/04/05
- 《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: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

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: 公司 4 月 22 日晚间发布 2015 年报，报告期内实现营业收入 95.16 亿元，同比减少 2.53%，归母净利润 1.62 亿元，同比微减 0.45%，EPS 为 0.09 元，同时向全体股东按每 10 股派现金 1 元(含税)。

氟化工产品价格下降导致公司业绩呈现微跌。2015 年氟化工产品价格呈现大幅下降趋势：R22 价格由年初的约 13,500 元/吨下降到年底的约 9,000 元/吨，三氯甲烷由约 2,375 元/吨下降到约 1,560 元/吨，PTFE 由约 50,700 元下降到 45,000 元/千克，R134a 也呈现价格大幅震荡的行情，受此影响，公司主营产品在整体销量提升 17.57% 的情况下，收入同比减少 2.53%，价格变动影响为-18.17%。受益于致冷剂、基础化工产品和食品包装材料毛利率水平提高，公司综合毛利率水平由 2014 年的 8.98% 提高至 10.27%。受运输费的大幅增长 0.77 亿元，销售费用提高 39.73%，受益于人民币年内贬值影响产生汇兑收益 2,364 万元，财务费用减少 95.06%，公司销售净利率由 2014 年的 1.68% 提升至 1.73%。整体而言，由于氟化工行业及氯碱化工行业景气度低迷、行业产能过剩的影响下，业绩基本与 2014 年持平，体现出良好的经营管理和成本控制能力。

定增项目获批助力布局高端氟化工及电子化学品领域。公司 4 月 5 日公告，收到证监会关于非公开发行股票的核准批复。公司将在 6 个月内向包括大股东巨化集团在内的不超过 10 名特定对象发行不超过 29,795 万股，募集资金不超过 32 亿元，用于建设高端电子化学品及氯碱化学材料项目。通过本次定向增发，公司将发展壮大 VDC、PVDC 等特色氯碱产品，使公司氟化工和氯碱化工两个业务紧密联动，发挥协同效应，巩固并提高公司特色氯碱产品 PVDC 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。公司 HFP 产品产能处于行业领先地位，FEP、PTFE 产品以产能计算在国内均位居前列，随着 23.5kt/a 含氟新材料(一期)、10kt/a PVDF(一期)等项目的实施，公司含氟聚合物将进一步向新品种、新用途、高端化拓展，竞争实力将进一步增强。公司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，优化产业结构，完善产业链，使公司迅速在电子化学品新材料领域形成国内领先优势。

氟化工产品价格回暖，公司业绩弹性高。受 2011 年行业利润暴增影响，中国氟化工出现了一轮投资高潮，产业链低中端扩张导致产能过剩、同质化竞争矛盾突出，产品价格持续大幅下跌，部分企业处

于停产或半停产状态，行业处于低谷。2016 年 3 月份以来，受淡季库存低、原材料端价格上涨及天气逐渐转暖影响，R22 价格步入上行通道，价格已经由年初低点约 8,800 元/吨上涨至约 9,400 元/吨，按照《蒙特利尔议定书》约定，我国 R22 制冷剂配额将逐步削减，2015 年开始进行削减 10% 的产量，2020 年前将削减 35%，供给端产能的减少将推动价格继续上涨；R134a 方面上涨至 19,800 元/吨，今年以来累计涨幅逾 10%，目前部分厂家已不接新单，货源紧张局面或持续到 5 月。目前，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。公司具备各类致冷剂产能 20 余万吨，其中 R22 产能 12 万吨，位居国内第二位，R134a 产能 6 万吨，处于全球第一地位，R125 产能 4 万吨，R32 产能 1.9 万吨，也都处于国内龙头地位，制冷剂产品步入上行通道后，公司业绩弹性较大。

一季度有望成为业绩拐点。公司 2016 年第一季度实现营业收入 23.83 亿元，同比增长 13.41%，归母净亏损为 3,441.18 万元，2014 年同期为 171.56 万元，主要为一季度内相关氟化工产品处于历史底部，价格较去年同期大幅下跌所影响，销售毛利率为 7.89%，较去年同期下降 1.17 个百分点。从相关营运指标看，存货周转天数为 28.29 天，较去年同期减少 5.96 天，营业周期为 44.18，较去年同期减少 4.70，随着一季度末致冷剂等氟化工产品价格步入上升通道，公司运营情况明显好转，产能利用率提升明显，在进入二、三季度消费旺季后，公司业绩有望大幅提升。

估值与评级。假设公司在 2016 年内完成非公开发行工作，我们预计公司 2016 年和 2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.13 元和 0.17 元，对应 2016 年 4 月 22 日收盘价（11.93 元）PE 分别为 92X 和 70X，受益于氟化工供给侧改革，相关氟化工产品步入上行通道，公司业绩弹性大，电子化学材料及高端氟化工材料项目明年逐步投产后将再造一个巨化，助力公司实现转型升级，维持“买入”评级，6 个月目标价 16.00 元。

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；新项目建设不及预期的风险。

■ 主要财务指标

	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	9763.55	9516.16	10973.41	12408.73
净利润(百万元)	162.52	161.78	233.67	310.63
摊薄每股收益(元)	0.090	0.089	0.129	0.172

7 资料来源：Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)				利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E		2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	640.43	716.79	2763.14	3214.52	营业收入	9763.55	9516.16	10973.41	12408.73
应收和预付款项	961.13	1116.98	1506.74	1459.04	营业成本	8886.73	8538.92	9721.33	10950.71
存货	781.17	782.03	682.94	967.29	营业税金及附加	29.14	29.79	33.01	37.33
其他流动资产	298.16	144.26	144.26	144.26	销售费用	230.15	321.59	384.07	434.31
流动资产合计	2680.89	2760.06	5097.08	5785.11	管理费用	426.20	455.01	515.75	583.21
长期股权投资	344.22	408.44	408.44	408.44	财务费用	32.29	1.59	6.29	-17.61
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	33.85	42.01	27.43	31.02
固定资产	4232.20	4678.23	4650.79	5101.31	投资收益	76.90	39.01	0.00	0.00
在建工程	916.39	511.63	511.63	0.00	公允价值变动	0.96	0.18	0.00	0.00
无形资产开发支出	523.57	533.44	533.44	533.44	营业利润	203.03	166.44	285.52	389.77
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	14.00	56.87	31.01	31.01
其他非流动资产	35.60	37.91	35.82	33.73	利润总额	217.04	223.31	316.54	420.79
资产总计	8732.88	8929.70	11237.20	11862.02	所得税	53.16	58.94	79.13	105.20
短期借款	429.55	471.55	0.00	0.00	净利润	163.88	164.36	237.40	315.59
应付和预收款项	1014.08	1169.38	749.89	1376.66	少数股东损益	1.36	2.59	3.73	4.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	归母股东净利润	162.52	161.78	233.67	310.63
其他负债	5.77	4.29	4.29	4.29					
负债合计	1449.40	1645.22	754.19	1380.95					
股本	1810.92	1810.92	2108.87	2108.87					
资本公积	2464.19	2469.11	5371.16	5371.16					
留存收益	2982.95	2976.09	2970.89	2963.98					
归母公司股东权益	7258.06	7256.12	10450.92	10444.01					
少数股东权益	25.42	28.36	32.09	37.06					
股东权益合计	7283.48	7284.48	10483.02	10481.07					
负债和股东权益	8732.88	8929.70	11237.20	11862.02					
现金流量表(百万)					预测指标				
经营性现金流	631.13	771.27	-493.13	678.41	毛利率	8.98%	10.27%	11.41%	11.75%
投资性现金流	-1225.36	-554.00	23.26	23.26	销售净利率	1.68%	1.73%	2.16%	2.54%
融资性现金流	-693.07	-157.46	2516.21	-250.29	销售收入增长率	0.28%	-2.53%	15.31%	13.08%
现金增加额	-1308.97	88.72	2046.34	451.39	EBIT 增长率	-26.44%	2.34%	17.86%	21.95%
					净利润增长率	-34.64%	0.30%	44.44%	32.94%
					ROE	2.24%	2.23%	2.24%	2.97%
					ROA	2.75%	2.75%	2.58%	2.98%
					ROIC	2.71%	1.82%	2.73%	3.10%
					EPS(X)	0.090	0.089	0.129	0.172
					PE(X)	132.94	133.54	92.46	69.55
					PB(X)	2.98	2.98	2.07	2.07
					PS(X)	2.21	2.27	1.97	1.74
					EV/EBITDA(X)	28.38	26.81	77.07	57.22

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。