

旗下公司引入外部投资，巨化逆周期扩张

——巨化股份（600160）事件点评

2016 年 11 月 08 日

强烈推荐/维持

巨化股份

事件点评

事件：

近期巨化股份旗下巨化凯蓝宣布引入杉杉股份的投资，未来巨化凯蓝将加大六氟磷酸锂的产能扩张步伐，并配套建设电解液产能。巨化股份在完成非公开发行后，加快了产业布局的步伐。

主要观点：

1. 电池材料业务引入杉杉股份，实现优势互补

今年 10 月中旬，巨化股份间接控股 79.75% 的巨化凯蓝宣布引入杉杉股份的投资，投资完成后杉杉股份将持有巨化凯蓝 60.95% 股权，巨化股份间接持有巨化凯蓝 35% 股权，洛阳森蓝化工将持有剩余的 4.05% 股权。

巨化凯蓝现有六氟磷酸锂产能月 300 吨/年，杉杉入股后巨化凯蓝将投资约 5 亿元，投资新建六氟磷酸锂产能 2000 吨/年及 20000 吨电解液产能。在完成上述项目后，凯蓝还将根据市场情况，适时扩大产能，最终形成 6000 吨/年六氟磷酸锂产能，以及配套电解液产能。

引入杉杉股份后，虽然巨化股份持有巨化凯蓝的股权比例从 79.75% 下降至 35%，但未来巨化凯蓝将借助杉杉股份在锂电池产业链的深厚积累，迅速扩大六氟磷酸锂产能，同时将产业链延伸至下游的电解液领域。根据杉杉和巨化的规划，未来巨化凯蓝将以衢州为基地，建成电解液和锂盐为核心的纵向一体化产业园。我们认为通过此次合作，巨化股份和杉杉股份将实现优势互补，在锂电池领域占据一席之地，分享电动车产业快速增长的市场蛋糕。

2. 氟化工落后产能退出，行业整合有望加速

2011 年氟化工行业达到近十年的景气高点，此后新增产能陆续投产，导致氟化工行业陷入低迷。经过 5 年左右的低迷，2016 年行业龙头巨化股份、三爱富均处于盈利低点，东岳集团、江苏梅兰等企业因为管理、环保等因素，生产受到影响，产能利用率处于较低水平。目前氟化工行业正处于落后产能退出的关键阶段，R22、R134a、R125 等产品的产能利用率约 50% 左右。中小型企业大多处于关停边缘，以 R134a 为例，2016 年以来有关停约 14% 的 R134a

梁博

021-25102840

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060006

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

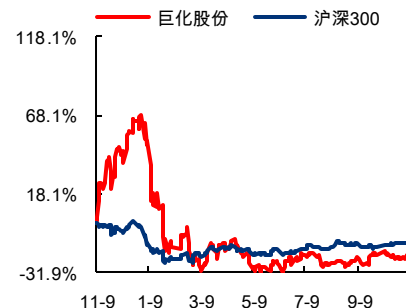
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52 周股价区间（元）	11.02-13.98
总市值（亿元）	232.71
流通市值（亿元）	199.56
总股本/流通 A 股（万股）	211167/181092
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.74

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《巨化股份（600160）深度报告：新型制冷剂、电子化学品双翼齐飞》2016-07-29
- 2、《巨化股份（600160）调研报告：制冷剂盈利率先回升，氟材料高端市场应用前景好》2014-10-09
- 3、《巨化股份（600160）个股报告：氟化工行业进入整合期，看好龙头公司发挥一体化优势》2013-03-26
- 4、《巨化股份（600160）年报点评：氟化学品跌价致公司利润下滑，期待新产品和精细化管理提升业绩》2013-03-13

产能。

近期三爱富也发布公告称，将关停位于上海吴泾的生产基地，淘汰落后产能包括聚四氟乙烯（PTFE）、聚全氟乙丙烯（FEP）和氟橡胶生产装置各一套。同时三爱富也将关停常熟基地一套无法满足安全生产要求的聚四氟乙烯（PTFE）装置，涉及产能约1万吨/年。

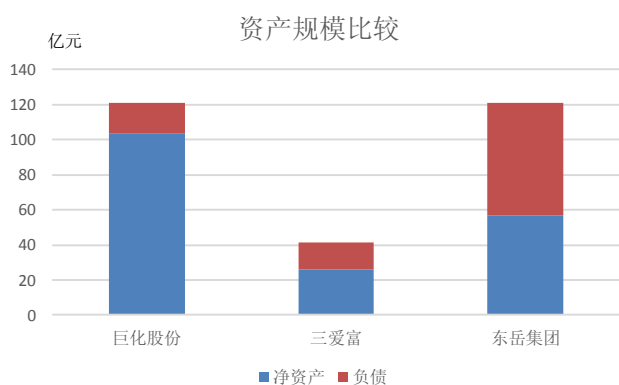
综合来看，氟化工行业当前处于盈利低点，导致老旧、落后产能加速退出。同时，中小企业经营状况与行业龙头相比更趋于恶化，中小型氟化工企业退出意愿较强，因此我们判断未来1年内氟化工行业兼并整合进程有望加速。

3、巨化顺利完成定增资金实力明显增强，逆势扩张加速

巨化股份于今年9月中旬完成了非公开发行，发行价10.64元/股，募集资金约31.8亿元。此次非公开发行的顺利实施，对巨化而言意义重大。当前整个氟化工行业处于低谷期，绝大部分企业在不断收缩规模，巨化股份在募集资金到位后资金实力明显增强，涉及新型含氟材料、电子化学品的募投项目将顺利推进，逆周期扩张将有助于公司抢占市场份额，率先实现产品升级。

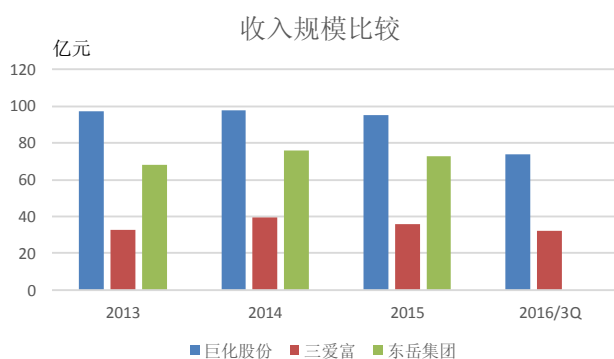
随着募集资金的到位，巨化股份截至2016年3季度末的净资产达到103.7亿元，远高于三爱富的26亿元。氟化工行业另一家龙头企业东岳集团的净资产为57亿元（截至2015年6月末）。在3家以氟化工为主业的上市公司中，巨化股份净资产规模优势愈加明显。在行业可能加速整合的大环境下，我们判断巨化股份有望凭借资金优势，最有可能成为行业的整合者。

图 1：氟化工上市公司资产规模比较



资料来源：公司财报，东兴证券研究所（注：东岳集团数据截至2015年2季度末，巨化股份、三爱富数据截至2016年3季度末。）

图 2：氟化工上市公司收入规模比较



资料来源：公司财报，东兴证券研究所（注：东岳集团2015年数据为估计值，东岳集团无2016年3季度数据。）

表 1：非公开发行相关项目

项目名称	投资额（万元）	募集资金 拟投入额（万元）	预计收入 （万元）	预计利润 （万元）
10kt/a PVDF 项目	57371	56300	46713	9670
100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目一期	67709	53500	96244	9953
10kt/a HFC-245fa 项目	32382	32300	32308	11397

23.5kt/a 含氟新材料项目（二期）	54265	54200	70578	17146
高纯电子气体项目（一期）	15397	14600	8790	5231
高纯电子气体项目（二期）	12035	12000	27542	4997
含氟特种气体项目	80107	80000	42435	21516
补充流动资金	17100	17100		
合计	336366	320000	324610	79910

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

结论：

我们认为巨化股份经过长期的积累和布局，在氟化工领域的竞争优势日益明显，而新型制冷剂产品、电子化学品等项目陆续投产，将使公司高附加值产品的占比大幅提升。未来随着大量盈利前景良好的募投项目逐步落地，公司盈利水平将再上一个台阶。预计公司 2016 至 2018 年 EPS 分别为 0.07 元，0.16 元和 0.20 元，对应 PE 分别为 152 倍，67 倍和 54 倍。考虑到公司在行业内的竞争优势，以及潜在的并购预期，给予巨化股份“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2870	2985	6230	6955	7647	营业收入	9764	9516	10560	12091	13930
货币资金	824	942	3950	4370	4682	营业成本	8887	8539	9515	10693	12268
应收账款	275	358	405	464	534	营业税金及附加	29	30	32	36	42
其他应收款	57	62	68	78	90	营业费用	230	322	317	363	418
预付款项	151	36	55	76	101	管理费用	426	455	507	580	669
存货	781	782	886	996	1143	财务费用	32	2	45	55	60
其他流动资产	297	143	143	143	143	资产减值损失	33.85	42.01	16.00	5.00	5.00
非流动资产合计	6087	6208	6362	6297	6284	公允价值变动收益	0.96	0.18	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	344	408	550	550	550	投资净收益	76.90	39.01	75.00	80.00	90.00
固定资产	4232.20	4678.23	4474.69	4663.15	4703.61	营业利润	203	166	204	439	558
无形资产	522	532	478	425	372	营业外收入	38.07	72.95	16.00	28.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	24.07	16.08	15.00	8.00	8.00
资产总计	8957	9193	12592	13252	13931	利润总额	217	223	205	459	570
流动负债合计	1534	1730	1582	1738	1941	所得税	53	59	51	115	143
短期借款	430	472	0	0	0	净利润	164	164	154	344	428
应付账款	538	529	600	674	773	少数股东损益	1	3	0	0	0
预收款项	180	109	136	166	201	归属母公司净利润	163	162	154	344	428
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	1251	1227	905	1259	1431
非流动负债合计	140	178	431	677	832	BPS（元）	0.09	0.09	0.07	0.16	0.20
长期借款	0	0	400	600	700	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	1674	1909	2013	2415	2774	成长能力					
少数股东权益	25	28	28	28	28	营业收入增长	0.3%	-2.5%	10.97%	14.50%	15.21%
实收资本（或股	1811	1811	2112	2112	2112	营业利润增长	-29.2%	2.9%	22.42%	115.60%	27.09%
资本公积	2464	2469	5369	5369	5369	归属于母公司净利	-35.9%	-0.5%	-5.08%	124.31%	24.17%
未分配利润	2486	2453	2530	2702	2916	获利能力					
归属母公司股东	7258	7256	10550	10809	11129	毛利率（%）	9%	10%	10%	12%	12%
负债和所有者权	8957	9193	12592	13252	13931	净利率（%）	2%	2%	1%	3%	3%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润（%）		2%	2%	1%	3%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE（%）	2%	2%	1%	3%	4%
经营活动现金流	622	792	686	941	1039	偿债能力					
净利润	164	164	154	344	428	资产负债率（%）	19%	21%	16%	18%	20%
折旧摊销	1015.91	1059.43	0.00	764.69	812.69	流动比率	1.87	1.72	3.94	4.00	3.94
财务费用	32	2	45	55	60	速动比率	1.36	1.27	3.38	3.43	3.35
应付帐款的变化	0	0	71	74	99	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	26	30	35	总资产周转率	1.05	1.05	0.97	0.94	1.02
投资活动现金流	-1225	-554	-750	-625	-715	应收账款周转率	36	30	28	28	28
公允价值变动收	1	0	0	0	0	应付账款周转率	20.05	17.84	18.72	18.99	19.26
长期股权投资减	344	408	550	550	550	每股指标（元）					
投资收益	77	39	75	80	90	每股收益（最新摊	0.09	0.09	0.07	0.16	0.20
筹资活动现金流	-693	-157	3072	105	-12	每股净现金流（最新	-0.72	0.04	1.42	0.20	0.15
应付债券增加	430	472	0	0	0	每股净资产（最新摊	4.01	4.01	5.00	5.12	5.27
长期借款增加	0	0	400	600	700	估值比率					
普通股增加	0	0	301	0	0	P/E	122.44	122.44	151.54	67.56	54.41
资本公积增加	0	5	2900	0	0	P/B	2.75	2.75	2.21	2.15	2.09
现金净增加额	-1296	81	3008	420	312	EV/EBITDA	15.63	15.88	21.78	15.49	13.48

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

杨行远

化学博士，2015 年加盟东兴证券研究所，四年化工行业工作经验。

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。