

巨化股份 (600160)

—PVDC 反倾销初步裁定利好国内企业

投资评级	买入	评级调整	收盘价	11.22	元
------	----	------	-----	-------	---

事件：

2016年3月3日，浙江巨化股份有限公司（以下简称“本公司”）代表国内偏二氯乙烯-氯乙烯共聚树脂（PVDC）产业向中华人民共和国商务部（以下简称“商务部”或“调查机关”）正式提交了反倾销调查申请，请求对原产于日本的进口偏二氯乙烯-氯乙烯共聚树脂进行反倾销调查。2016年4月20日，商务部发布立案调查公告。

2017年1月19日，商务部发布初步裁定公告，初步认定原产于日本的进口偏二氯乙烯-氯乙烯共聚树脂（PVDC）存在倾销，国内偏二氯乙烯-氯乙烯共聚树脂（PVDC）产业受到实质损害，而且倾销与实质损害之间存在因果关系。根据《反倾销条例》第二十八条和第二十九条的规定，调查机关决定采用保证金形式实施临时反倾销措施。自2017年1月20日起，进口经营者在进口原产于日本的偏二氯乙烯-氯乙烯共聚树脂时，应依据本初裁决定所确定的各公司的倾销幅度向中华人民共和国海关提供相应的保证金。保证金的计算方式：保证金金额=（海关审定的完税价格×保证金征收比率）×（1+进口环节增值税税率）

结论：

维持“买入”评级：此次反倾销初步裁定要求日本PVDC公司缴纳的保证金比率为47.1%。日本企业一直是国际PVDC产品的一个重要来源，特别是旭化成和吴羽两家公司产能一直在全球前五。国内PVDC的研发一直落后于国际，因此在成本上不利于与国际企业竞争，PVDC相关产品的进口依赖度比较高，本次反倾销的成功将有利于国内企业参与竞争，对国内PVDC产品实现进口替代大有帮助，对国内PVDC生产企业是长期利好。巨化是国内PVDC产品的龙头企业，目前产能居世界第三，未来规划产能世界第一，本次反倾销的成功有利于公司产能的进一步释放，对公司业绩的提升大有帮助。

2016-2018年预计公司EPS为0.05、0.17、0.48元，维持“买入”评级。

风险提示：致冷剂政策管控时限不及预期；食品包装材料产能释放不及预期；电子化学品市场推广不及预期。

发布时间：2017年01月19日

主要数据

52周最高/最低价(元)

上证指数/深圳成指

50日均成交额(百万元)

市净率(倍)

股息率

基础数据

流通股(百万股)

总股本(百万股)

流通市值(百万元)

总市值(百万元)

每股净资产(元)

净资产负债率

股东信息

大股东名称

持股比例

国元持仓情况

52周行情图

相关研究报告

《公司调研报告-巨化股份 (600160): 氟化工优质平台，PVDC、电子化学品将放量》

联系方式

研究员： 李朝松

执业证书编号: S0020512080005

电 话： 021-51097188-1929

电 邮： lichaosong@gyzq.com.cn

地 址： 中国安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券

研究助理： 陈冠雄

执业证书编号: S0020115080009

电 话： 021-51097188-1953

电 邮： chenguanxiong@gyzq.com.cn

地 址： 中国安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券

正文：

● 事件：

商务部发布初步裁定公告，初步认定原产于日本的进口偏二氯乙烯—氯乙烯共聚树脂（PVDC）存在倾销，国内偏二氯乙烯—氯乙烯共聚树脂（PVDC）产业受到实质损害，而且倾销与实质损害之间存在因果关系，要求日本相关企业缴纳保证金，保证金比率为 47.1%。

● 点评：

1. **氯碱版块重点突破 PVDC 系列产品，目前公司产能全球第三，规划产能全球第一，本次反倾销成功将有利于公司产能的进一步释放，对公司业绩的提升大有帮助。**随着 PVDC 国产化率的逐渐提高以及国内下游消费品种的增加，未来 PVDC 消费领域将不断拓展，消费量将保持较快增长。公司 PVDC 产量在 2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年均占同期中国同类产品总产量的 50% 以上，目前名义产能 3.8 万吨（2.8 万吨 +5kt 乳液 +5kt 共挤），居国内行业第一，世界第三，未来规划 PVDC 产能为 100kt/a，这将丰富公司 PVDC 品种、拓展产品应用领域，未来将为公司创造良好的经济效益。本次反倾销成功将有利于国内企业参与竞争，对国内 PVDC 产品实现进口替代大有帮助，对国内 PVDC 生产企业是长期利好。
2. **氟化工优质平台，致冷剂龙头企业。**从 2013 年起国内对致冷剂用途的 R22 施行配额生产，第二代致冷剂开始走向淘汰，如今第三代致冷剂 HFCs 管控已箭在弦上，公司拥有 R134a、R125、R32 的产能分别为每年 6 万吨、4 万吨、2.2 万吨，总产能居国内龙头地位，其中，R134a 规模处全球龙头地位，混配小包装致冷剂是国内第一位，一旦 HFCs 受到管控，甚至像 R22 那样配额生产，公司将大大受益于价格上涨，因此着重关注政策导向。含氟聚合物业务版块公司在向新品种、新用途、高端化拓展，今年已经开始盈利，进入了发力阶段，随着需求改善、环保趋严以及业内库存较低、副产氯化氢向好等因素的影响，涨价概率较大。
3. **未来几年产业转移带来的国内 12 寸晶圆厂的大力建设，国内对湿电子化学品和气体的需求会大增，国产化必然将给本土企业带来巨大机会。**公司全资子公司凯圣公司在湿电子化学品方面布局，博瑞电子进入电子特气领域，未来必将受益于集成电路产业向国内的转移。
4. **盈利预测：**预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.05、0.17、0.48 元，首次覆盖给予“买入”评级。
5. **风险提示：**致冷剂政策管控时限不及预期；食品包装材料产能释放不及预期；电子化学品市场推广不及预期。

附录：

资产负债表				单位:百万元				利润表				单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	营业收入	9516	10150	11201	12917	
流动资产	2985	3121	3380	3574	营业成本	8539	9117	9648	10359	营业税金及附加	30	31	35	40	
现金	942	883	912	897	营业费用	322	343	379	437	管理费用	455	485	536	618	
应收账款	358	348	396	452	财务费用	2	73	171	114	资产减值损失	42	33	36	37	
其他应收款	62	64	71	82	公允价值变动收益	0	0	0	0	投资净收益	39	47	50	47	
预付账款	36	103	95	98	营业利润	166	114	446	1360	营业外收入	73	52	54	55	
存货	782	813	872	930	营业外支出	16	18	18	18	利润总额	223	148	481	1397	
其他流动资产	806	910	1034	1116	所得税	59	39	127	369	净利润	164	109	354	1029	
非流动资产	6208	11274	11890	10373	少数股东损益	3	1	5	13	归属母公司净利润	162	108	349	1015	
长期投资	408	387	394	392	EBITDA	722	1123	2028	3010	EPS (元)	0.09	0.05	0.17	0.48	
固定资产	4678	10024	10766	9320											
无形资产	532	533	529	526											
其他非流动资产	590	330	201	135											
资产总计	9193	14394	15270	13947											
流动负债	1730	3873	4496	2532											
短期借款	472	2506	3064	1003											
应付账款	529	560	595	638											
其他流动负债	730	806	837	891											
非流动负债	178	130	149	152											
长期借款	0	0	0	0											
其他非流动负债	178	130	149	152											
负债合计	1909	4003	4645	2684											
少数股东权益	28	30	35	48											
股本	1811	2112	2112	2112											
资本公积	2469	5347	5347	5347											
留存收益	2954	2903	3132	3756											
归属母公司股东权益															
益	7256	10361	10590	11215											
负债和股东权益	9193	14394	15270	13947											
现金流量表				单位:百万元				主要财务比率							
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	成长能力					
经营活动现金流	792	939	1742	2525	营业收入	-2.5%	6.7%	10.4%	15.3%	营业收入					
投资活动现金流	-554	-5956	-1979	27	营业利润	-18.0%	-31.2%	289.6%	205.0%	营业利润					
筹资活动现金流	-157	4959	267	-2566	归属于母公司净利润	-0.5%	-33.4%	224.2%	190.7%	归属于母公司净利润					
现金净增加额	110	-59	29	-15	净利润					净利润					
					盈利能力					盈利能力					
					毛利率(%)	10.3%	10.2%	13.9%	19.8%	毛利率(%)					
					净利率(%)	1.7%	1.1%	3.1%	7.9%	净利率(%)					
					ROE(%)	2.2%	1.0%	3.3%	9.1%	ROE(%)					
					ROIC(%)	2.0%	1.2%	3.7%	10.0%	ROIC(%)					
					估值比率					估值比率					
					P/E	145.41	218.33	67.35	23.17	P/E					
					P/B	3.24	2.27	2.22	2.10	P/B					
					EV/EBITDA	31	20	11	8	EV/EBITDA					

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义
二级市场评级		
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐 行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%之间	
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上	回避 行业基本面差，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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提供。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn