

# 巨化股份 (600160)

## 制冷剂持续景气，氟化工龙头业绩反转

### 氟化工龙头，全产业链布局

公司是国内氟化工龙头，已完成氟化工上下游全产业链布局，包括上游原材料氢氟酸，下游制冷剂、含氟聚合物及含氟精细电子化学品。截至目前，公司二代制冷剂 R22 产能 12 万吨，市场份额国内第二；三代制冷剂中 R134a 产能 6 万吨，R125 产能 3.5 万吨，R32 产能 4 万吨，是国内三代制冷剂龙头，并正在大力开发第四代制冷剂产品；公司氢氟酸年产能 8 万吨，含氟聚合物材料年产能约 5 万吨。

### 制冷剂行业景气持续，公司业绩弹性显著

2017 年初至今，在环保高压和需求放量叠加驱动下，制冷剂行业迎来底部反转，产品价格大幅上涨。我们判断上半年将持续景气，部分品种仍有较大涨价空间，原因：1) 新空调生产仍能拉动 R410/R125/R32 需求放量，空调维修市场旺季即将启动，R22 经销商补库存需求旺盛；2) 目前行业库存处于低位，部分品种零库存，而环保高压带来的盐酸账库问题，将继续导致行业开工率难以提升；3) 原材料氢氟酸供给继续偏紧，推升制冷剂成本，并可能会成为制约制冷剂行业开工率提升的重要因素。公司制冷剂产能共近 30 万吨，制冷剂涨价，业绩向上弹性非常显著，考虑到订单的滞后性影响，预计产品涨价效应将在公司二季度业绩得到明显体现。

### 氯碱工业配套完善，电子化学品望成重要利润增长点

公司有完整的氯碱产业与氟化工配套，年产 46 万吨烧碱基本全部外售，并大力向下游拓展新材料领域渗透，目前拥有 VDC 产能 8 万吨，PVDC 产能 2.8 万吨，2017 年氯碱业务会明显受益于烧碱价格上涨。公司将电子化学品业务作为未来战略重心之一，通过全资子公司浙江凯圣氟化学有限公司在湿电子化学品方面布局，通过全资子公司浙江博瑞电子科技有限公司进入电子特气领域，依托 2016 年 9 月落地的 32 亿元定增募集资金，未来几年将大幅扩大电子化学品产能，并将其打造成未来重要利润增长点。

### 首次覆盖，给予买入评级

预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.98/1.09/1.17 元，现价对应 PE14.5 倍、13.1 倍、12.2 倍，制冷剂价格上涨 1000，EPS 增厚 0.07 元，考虑到制冷剂涨价业绩弹性大，以及电子化学品业务放量业绩成长性显著，首次覆盖给予买入评级。

### 风险提示：制冷剂价格下降；募投项目投产不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,516.16	10,100.94	15,452.67	16,128.75	16,510.14
增长率(%)	(2.53)	6.15	52.98	4.38	2.36
EBITDA(百万元)	720.13	740.28	2,999.57	3,265.32	3,455.56
净利润(百万元)	161.78	151.23	2,075.59	2,305.37	2,467.04
增长率(%)	(0.45)	(6.52)	1,272.47	11.07	7.01
EPS(元/股)	0.08	0.07	0.98	1.09	1.17
市盈率(P/E)	186.53	199.54	14.54	13.09	12.23
市净率(P/B)	4.16	2.90	2.42	2.04	1.75
市销率(P/S)	3.17	2.99	1.95	1.87	1.83
EV/EBITDA	58.30	27.62	9.92	8.62	8.21

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告  
2017 年 05 月 07 日

### 投资评级

行业 化工/化学制品

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 14.29 元

目标价格 18 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股) 2,111.67

流通 A 股股本(百万股) 1,810.92

A 股总市值(百万元) 30,175.71

流通 A 股市值(百万元) 25,877.99

每股净资产(元) 5.02

资产负债率(%) 13.76

一年内最高/最低(元) 14.80/9.30

### 作者

李辉 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517040001  
huili@tfzq.com

赵宗原 联系人  
zhaozungyuan@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告



请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	941.50	1,825.98	1,236.21	2,010.87	1,832.93	营业收入	9,516.16	10,100.94	15,452.67	16,128.75	16,510.14
应收账款	419.16	386.18	777.82	480.19	802.40	营业成本	8,538.92	8,948.72	11,764.74	12,154.95	12,350.06
预付账款	35.71	92.85	199.65	47.81	197.49	营业税金及附加	29.79	61.75	94.47	98.60	100.93
存货	782.03	638.41	1,322.48	737.68	1,299.66	营业费用	321.59	367.25	356.88	372.50	381.31
其他	806.37	2,486.03	5,324.03	6,101.54	7,940.07	管理费用	455.01	533.01	517.97	540.63	553.41
<b>流动资产合计</b>	<b>2,984.77</b>	<b>5,429.46</b>	<b>8,860.19</b>	<b>9,378.08</b>	<b>12,072.55</b>	财务费用	1.59	(22.82)	(43.20)	(112.30)	(175.18)
长期股权投资	408.44	489.25	489.25	489.25	489.25	资产减值损失	42.01	77.14	51.00	56.72	61.62
固定资产	4,678.23	4,674.09	4,883.31	5,157.96	5,495.86	公允价值变动收益	0.18	(1.14)	0.00	0.00	0.00
在建工程	511.18	665.77	699.46	839.68	983.81	投资净收益	39.01	40.03	51.98	51.98	51.98
无形资产	531.52	499.01	476.27	453.52	430.77	其他	(78.38)	(77.79)	(103.96)	(103.96)	(103.96)
其他	79.01	103.00	97.97	95.13	91.43	<b>营业利润</b>	<b>166.44</b>	<b>174.78</b>	<b>2,762.79</b>	<b>3,069.64</b>	<b>3,289.97</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,208.37</b>	<b>6,431.13</b>	<b>6,646.26</b>	<b>7,035.54</b>	<b>7,491.13</b>	营业外收入	72.95	94.91	68.65	78.84	80.80
<b>资产总计</b>	<b>9,193.14</b>	<b>11,860.59</b>	<b>15,506.46</b>	<b>16,413.62</b>	<b>19,563.68</b>	营业外支出	16.08	32.12	24.09	24.10	26.77
短期借款	471.55	5.00	682.89	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>223.31</b>	<b>237.58</b>	<b>2,807.35</b>	<b>3,124.38</b>	<b>3,344.00</b>
应付账款	674.94	701.57	1,253.37	695.43	1,281.90	所得税	58.94	83.48	701.84	781.10	836.00
其他	583.96	529.28	720.11	687.28	743.12	<b>净利润</b>	<b>164.36</b>	<b>154.10</b>	<b>2,105.51</b>	<b>2,343.29</b>	<b>2,508.00</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,730.45</b>	<b>1,235.85</b>	<b>2,656.36</b>	<b>1,382.71</b>	<b>2,025.02</b>	少数股东损益	2.59	2.87	29.92	37.92	40.96
长期借款	0.00	0.00	171.74	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>161.78</b>	<b>151.23</b>	<b>2,075.59</b>	<b>2,305.37</b>	<b>2,467.04</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.08	0.07	0.98	1.09	1.17
其他	178.21	185.93	168.15	177.43	177.17						
<b>非流动负债合计</b>	<b>178.21</b>	<b>185.93</b>	<b>339.89</b>	<b>177.43</b>	<b>177.17</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,908.66</b>	<b>1,421.78</b>	<b>2,996.26</b>	<b>1,560.14</b>	<b>2,202.20</b>						
少数股东权益	28.36	23.29	53.21	91.13	132.09						
股本	1,810.92	2,111.67	2,111.67	2,111.67	2,111.67						
资本公积	2,469.11	5,345.29	5,345.29	5,345.29	5,345.29						
留存收益	5,423.42	8,269.73	10,345.33	12,650.69	15,117.73						
其他	(2,447.33)	(5,311.18)	(5,345.29)	(5,345.29)	(5,345.29)						
<b>股东权益合计</b>	<b>7,284.48</b>	<b>10,438.80</b>	<b>12,510.20</b>	<b>14,853.49</b>	<b>17,361.48</b>						
<b>负债和股东权益总</b>	<b>9,193.14</b>	<b>11,860.59</b>	<b>15,506.46</b>	<b>16,413.62</b>	<b>19,563.68</b>						
现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	164.36	154.10	2,075.59	2,305.37	2,467.04	<b>主要财务比率</b>	2015	2016	2017E	2018E	2019E
折旧摊销	554.08	590.44	279.98	307.98	340.77	<b>成长能力</b>					
财务费用	0.18	(16.41)	(43.20)	(112.30)	(175.18)	营业收入	-2.53%	6.15%	52.98%	4.38%	2.36%
投资损失	(39.01)	(40.03)	(51.98)	(51.98)	(51.98)	营业利润	-18.02%	5.02%	1480.68%	11.11%	7.18%
营运资金变动	267.37	(1,444.16)	(3,290.78)	(321.98)	(2,226.70)	归属于母公司净利润	-0.45%	-6.52%	1272.47%	11.07%	7.01%
其它	(154.64)	1,677.74	29.92	37.92	40.96	<b>获利能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>792.35</b>	<b>921.68</b>	<b>(1,000.47)</b>	<b>2,165.01</b>	<b>394.91</b>	毛利率	10.27%	11.41%	23.87%	24.64%	25.20%
资本支出	629.55	779.29	517.78	690.72	800.26	净利率	1.70%	1.50%	13.43%	14.29%	14.94%
长期投资	64.22	80.81	0.00	0.00	0.00	ROE	2.23%	1.45%	16.66%	15.62%	14.32%
其他	(1,247.77)	(3,315.24)	(965.80)	(1,338.74)	(1,548.28)	ROIC	1.81%	1.46%	23.95%	18.43%	18.32%
<b>投资活动现金流</b>	<b>(554.00)</b>	<b>(2,455.14)</b>	<b>(448.02)</b>	<b>(648.02)</b>	<b>(748.02)</b>	<b>偿债能力</b>					
债权融资	471.55	5.00	854.63	0.00	0.00	资产负债率	20.76%	11.99%	19.32%	9.51%	11.26%
股权融资	15.78	3,212.07	9.09	112.30	175.18	净负债率	5.77%	4.75%	-3.27%	6.10%	-2.60%
其他	(644.80)	(808.40)	(5.00)	(854.63)	0.00	流动比率	1.72	4.39	3.34	6.78	5.96
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(157.46)</b>	<b>2,408.67</b>	<b>858.72</b>	<b>(742.33)</b>	<b>175.18</b>	速动比率	1.27	3.88	2.84	6.25	5.32
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>营运能力</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>80.89</b>	<b>875.22</b>	<b>(589.77)</b>	<b>774.65</b>	<b>(177.93)</b>	应收账款周转率	25.34	25.08	26.55	25.64	25.75
						存货周转率	12.18	14.22	15.76	15.66	16.21
						总资产周转率	1.05	0.96	1.13	1.01	0.92
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.08	0.07	0.98	1.09	1.17
						每股经营现金流	0.38	0.44	-0.47	1.03	0.19
						每股净资产	3.44	4.93	5.90	6.99	8.16
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	186.53	199.54	14.54	13.09	12.23
						市净率	4.16	2.90	2.42	2.04	1.75
						EV/EBITDA	58.30	27.62	9.92	8.62	8.21
						EV/EBIT	249.85	134.52	10.94	9.52	9.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com