



氟化工产品链量价齐增，制冷剂Q4再入上涨通道

2017年10月26日

强烈推荐/维持

巨化股份

财报点评

——巨化股份（600160）三季度财报点评

| | | |
|-----|---|------------------------|
| 杨若木 | 分析师 yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032 | 执业证书编号: S1480510120014 |
| 廖鹏飞 | 分析师 liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121 | 执业证书编号: S1480517090001 |
| 刘宇卓 | 分析师 liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030 | 执业证书编号: S1480516110002 |
| 张明烨 | 研究助理 zhang_my@dxzq.net.cn 010-66554030 | |
| 邓先河 | 研究助理 dengxh@dxzq.net.cn 010-66554030 | |
| 罗四维 | 研究助理 66554047 | |

事件:

公司发布三季报,报告期内实现营收 100.23 亿元,同比+36.03%,实现归母净利润 8.08 亿元,同比+1043%,其中单三季度实现归母净利润 2.82 亿元,同比+1187%,环比-17.6%。公司预计 2017 全年净利润同比有较大幅度增加。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2016Q1 | 2016Q2 | 2016Q3 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 2101.18 | 2320.34 | 2498.68 | 2595.96 | 2382.95 | 2577.72 | 2407.47 |
| 增长率 (%) | -9.46% | -1.02% | 0.57% | -0.69% | 13.41% | 11.09% | -3.65% |
| 毛利率 (%) | 9.06% | 12.54% | 10.53% | 8.96% | 7.89% | 12.68% | 11.38% |
| 期间费用率 (%) | 8.83% | 8.49% | 8.96% | 6.63% | 8.71% | 8.58% | 9.95% |
| 营业利润率 (%) | -0.06% | 4.31% | 1.31% | 1.35% | -1.58% | 4.16% | 0.70% |
| 净利润 (百万元) | 1.72 | 83.91 | 53.30 | 22.86 | (34.41) | 83.18 | 21.90 |
| 增长率 (%) | -12.80% | 28.85% | 8.09% | -50.44% | -2105.36% | -0.86% | -58.92% |
| 每股盈利 (季度, 元) | 0.00 | 0.04 | 0.03 | 0.01 | (0.02) | 0.04 | 0.01 |
| 资产负债率 (%) | 19.54% | 20.56% | 22.47% | 20.76% | 21.59% | 24.05% | 14.33% |
| 净资产收益率 (%) | 0.02% | 1.17% | 0.74% | 0.32% | -0.48% | 1.17% | 0.21% |
| 总资产收益率 (%) | 0.02% | 0.93% | 0.57% | 0.25% | -0.37% | 0.88% | 0.18% |

观点:

- **氟化工产业链价格全线上涨, 公司一体化配套完善充分受益。**受供给侧结构性改革深化和下游需求改善等有利影响, 氟化工上下游工业品价格全线上涨: 原材料方面, 无水氟化氢、甲醇、苯、VCM和萤石合计占公司原材料成本的85%, 2017年前三季度均价分别同比上涨27.4%、22.9%、17.4%、9.4%和7.9%至7811元/吨、2488元/吨、6093元/吨、4722元/吨和1598元/吨; 产品方面, 2017年前三季度公司主要产品制冷剂出厂均价同比上涨32.4%至17630元/吨。虽然原材料价格大幅上涨致产品与原材料价差提升受限, 但公司作为国内氟化工、制冷剂龙头企业, 形成了包括基础配套原料、氟致冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、精细化学品、电子化学材料等在内的完整的氟化工产业链, 上下游一体化配套程度较高, 能够有效抵御原材料价格大幅上涨、提升盈利能力。
- **需求改善+环保压力+成本推动, 制冷剂价格有望维持强势。**氟制冷剂下游主要应用于冰箱、家用空调、汽车空调等消费领域, 属地产后周期品种, 今年前三季度国内商品房销售面积累计YOY+10.3%, 汽车产量累计YOY+4.9%, 空调产量累计YOY+18.9%, 家用电冰箱产量累计YOY+13.3%; 今年环保压力空前, 配套不完善的小厂家因废酸胀库开工受限, 无水氢氟酸受环保影响货源供应紧张, 制冷剂企业被迫降负, 预计后期环保压力有望持续, 供需格局继续改善。年初至今, R22、R125、R134a和R32市场价分别上涨64.8%、90.5%、36.8%和108.3%至15000元/吨、42000元/吨、25500元/吨和24000元/吨, 公司作为国内龙头对应产能分别为10万吨、4万吨、6万吨和2.2万吨, 充分受益。
- **公司在电子化学品领域培育新的盈利增长点。**公司分别通过全资子公司浙江凯圣和浙江博瑞电子在湿电子化学品和电子特气方面布局, 浙江凯圣国内首家实现电子级氢氟酸工业化生产, 并且是国内唯一一家填补国内空白、替代进口的PPT级氢氟酸的企业, 也是国内电子级氢氟酸规模最大、品种最全、规格最高的企业, 当前产能电子级氢氟酸0.6万吨、电子级氟化铵0.5万吨、电子级盐酸0.3万吨、电子级硫酸1万吨、电子级硝酸0.6万吨和缓冲氧化蚀刻液0.5万吨。博瑞电子高纯电子气体项目一期(年产0.1万吨高纯氯化氢、500吨高纯氯气和0.1万吨医药级氯化氢)已经投产, 目前处于产品认证、市场拓展阶段。单三季度公司电子化学材料销量0.74万吨, 环比+61.2%, 收入4089万元, 环比+40.2%, 预计随着产品品级的进一步提升与市场拓展, 产品高端市场的收入将逐步提升。

结论:

需求改善、环保高压及成本推动下制冷剂价格有望维持强势, 公司作为国内制冷剂龙头产业链配套完善, 充分受益价格上涨, 新项目2.35万吨含氟新材料二期HFP5万吨、10万吨PVDC高性能阻隔材料有望带来新增盈利, 布局电子化学材料领域远期增长可期。预计公司17-19年实现营收132.7、150.2、168.6亿元, 归母净利润11.64、13.40、15.23亿元, 对应EPS为0.55、0.63和0.72, 当前股价对应PE为22和19和17倍, 维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示:

制冷剂价格大幅下跌; 原材料价格大幅上涨; 制冷剂下游需求增速持续性不及预期; 环保压力持续性不及预期。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--|--|--|
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | |
| 流动资产合计 | 2985 | 5429 | 6039 | 6962 | 7773 | 营业收入 | 9516 | 10101 | 13274 | 15015 | 16862 | | | |
| 货币资金 | 942 | 1826 | 1413 | 1733 | 1904 | 营业成本 | 8539 | 8949 | 10526 | 11860 | 13281 | | | |
| 应收账款 | 358 | 321 | 414 | 468 | 526 | 营业税金及附加 | 30 | 62 | 108 | 122 | 137 | | | |
| 其他应收款 | 62 | 65 | 85 | 96 | 108 | 营业费用 | 322 | 367 | 483 | 546 | 613 | | | |
| 预付款项 | 36 | 93 | 109 | 123 | 138 | 管理费用 | 455 | 533 | 700 | 792 | 890 | | | |
| 存货 | 782 | 638 | 751 | 846 | 948 | 财务费用 | 2 | -23 | 17 | 18 | 16 | | | |
| 其他流动资产 | 806 | 2486 | 3267 | 3696 | 4150 | 资产减值损失 | 42 | 77 | 8 | 10 | 11 | | | |
| 非流动资产合计 | 6208 | 6431 | 6654 | 6873 | 7102 | 公允价值变动收益 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 长期股权投资 | 408 | 489 | 489 | 489 | 489 | 投资净收益 | 39 | 40 | 40 | 30 | 20 | | | |
| 固定资产 | 4678 | 4674 | 4956 | 5107 | 5237 | 营业利润 | 166 | 175 | 1472 | 1699 | 1935 | | | |
| 无形资产 | 532 | 499 | 543 | 586 | 628 | 营业外收入 | 73 | 95 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 其他非流动资产 | 590 | 769 | 666 | 691 | 748 | 营业外支出 | 16 | 32 | 0 | 0 | 0 | | | |
| 资产总计 | 9193 | 11861 | 12693 | 13835 | 14875 | 利润总额 | 223 | 238 | 1472 | 1699 | 1935 | | | |
| 流动负债合计 | 1730 | 1236 | 1411 | 1558 | 1716 | 所得税 | 59 | 83 | 286 | 334 | 383 | | | |
| 短期借款 | 472 | 5 | 5 | 5 | 5 | 净利润 | 164 | 154 | 1186 | 1365 | 1552 | | | |
| 应付账款 | 529 | 547 | 644 | 725 | 812 | 少数股东损益 | 3 | 3 | 22 | 25 | 29 | | | |
| 预收款项 | 109 | 197 | 232 | 261 | 292 | 归属母公司净利润 | 162 | 151 | 1164 | 1340 | 1523 | | | |
| 一年内到期的非流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 720 | 740 | 2126 | 2377 | 2629 | | | |
| 非流动负债合计 | 178 | 186 | 186 | 186 | 186 | BPS (元) | 0.09 | 0.07 | 0.55 | 0.63 | 0.72 | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | |
| 负债合计 | 1909 | 1422 | 1597 | 1744 | 1902 | 成长能力 | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 28 | 23 | 45 | 71 | 100 | 营业收入增长 | -2.5% | 6.1% | 31.4% | 13.1% | 12.3% | | | |
| 实收资本(或股本) | 1811 | 2112 | 2112 | 2112 | 2112 | 营业利润增长 | -18% | 5% | 742% | 15% | 14% | | | |
| 资本公积 | 2469 | 5345 | 5345 | 5345 | 5345 | 归属于母公司净利润 | -0.5% | -6.5% | 669.4% | 15.1% | 13.7% | | | |
| 未分配利润 | 2954 | 2924 | 3560 | 4529 | 5382 | 盈利能力 | | | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 7234 | 10381 | 11017 | 11986 | 12839 | 毛利率 (%) | 10.27% | 11.41% | 20.71% | 21.02% | 21.24% | | | |
| 负债和所有者权 | 9171 | 11826 | 12659 | 13801 | 14841 | 净利率 (%) | 1.70% | 1.50% | 8.77% | 8.92% | 9.03% | | | |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | 总资产净利润 (%) | -2.93% | 1.76% | 1.28% | 9.17% | 9.68% | | | |
| | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | ROE (%) | 2.24% | 1.46% | 10.56% | 11.18% | 11.86% | | | |
| 经营活动现金流 | 792 | 922 | 907 | 1558 | 1744 | 偿债能力 | | | | | | | | |
| 净利润 | 162 | 151 | 1164 | 1340 | 1523 | 资产负债率 (%) | 21% | 12% | 13% | 13% | 13% | | | |
| 折旧摊销 | 554 | 590 | 636 | 661 | 679 | 流动比率 | | | | | | | | |
| 财务费用 | 0 | -16 | 17 | 18 | 16 | 速动比率 | | | | | | | | |
| 应付帐款的变化 | 18 | 96 | 82 | 87 | 81 | 营运能力 | | | | | | | | |
| 预收帐款的变化 | 88 | 35 | 29 | 31 | 29 | 总资产周转率 | 1.04 | 0.85 | 1.05 | 1.09 | 1.13 | | | |
| 投资活动现金流 | -554 | -2455 | -815 | -880 | -907 | 应收账款周转率 | 30 | 30 | 36 | 34 | 34 | | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 16.01 | 16.63 | 17.68 | 17.33 | 17.28 | | | |
| 长期股权投资减少 | 33 | 23 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | | | | | |
| 投资收益 | 39 | 40 | 40 | 30 | 20 | 每股收益(最新摊薄) | 0.09 | 0.07 | 0.55 | 0.63 | 0.72 | | | |
| 筹资活动现金流 | -157 | 2409 | -505 | -358 | -666 | 每股净现金流(最新) | 0.44 | 0.44 | 0.43 | 0.74 | 0.83 | | | |
| 应付债券增加 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 3.99 | 4.92 | 5.22 | 5.68 | 6.08 | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 301 | 0 | 0 | 0 | P/E | 136.79 | 170.63 | 22.18 | 19.26 | 16.94 | | | |
| 资本公积增加 | 5 | 2876 | 0 | 0 | 0 | P/B | 3.06 | 2.49 | 2.34 | 2.15 | 2.01 | | | |
| 现金净增加额 | 81 | 875 | -413 | 320 | 171 | EV/EBITDA | 24.44 | 23.78 | 8.28 | 7.40 | 6.69 | | | |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。

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、北京航空航天大学金融工程+法学双学士, CFA持证人。2013年起就职于中金公司研究部, 从事基础化工行业研究, 2016年8月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

张明烨

清华大学化学工程学士, 工业催化与反应工程硕士, 2年化工实业经验, 2015年10月起从事基础化工行业分析, 2017年6月加入东兴证券研究所化工团队。

邓先河

北京大学材料化学学士, 美国佛罗里达大学化学工程硕士, 2015-2017年就职于埃克森美孚(ExxonMobil), 2017年8月加入东兴证券研究所。

罗四维

清华大学化学工程学士, 美国俄亥俄州立大学化学工程博士, 3年化工实业经验, 2017年7月加入东兴证券研究所。

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, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告

均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

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。