



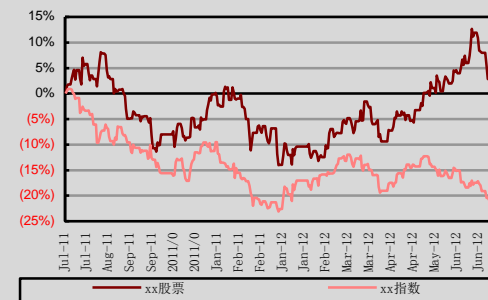
600160.CH

买入

市场价格：人民币 12.76

板块评级：强大于市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	16.4	16.5	27.3	6.7
相对上证指数	18.2	18.9	27.5	4.9

发行股数(百万)	2.112
流通股(%)	97
流通股市值(人民币 百万)	26,093
3个月日均交易额(人民币 百万)	359
净负债比率(2018E)	净现金
主要股东(%)	
巨化集团有限公司	39

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2018年3月6日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

化工

余姗姗  
(8621)20328550  
Yuanyuan.yu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

王海涛  
(8610)-66229353  
haitao.wang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020002

## 巨化股份

### 制冷剂持续涨价最佳受益者

我们认为在下游产销两旺，环保趋严行业开工难以提升的背景下，此轮制冷剂涨价仍有上行空间。公司作为制冷剂行业绝对龙头，为此轮涨价最为受益者。建议买入。

#### 支撑评级的要点

- 2017年产品价格涨势明显，且四季度进一步走高。2017年公司业绩大幅提升，主要是受供给侧结构性改革深化和下游需求改善等有利影响，公司主要产品价格回升，且销量回升。其中全年氟化工原料均价3,162元/吨，同比上涨26.22%，制冷剂产品均价为17,978元/吨，同比上涨29.11%，含氟聚合物材料产品均价42,463元/吨，同比上涨30.28%，石化材料均价12,752元/吨，同比上涨38.48%，其他基础化工品、食品包装材料等亦有不小涨幅，带来业绩增长。且从全年均价与前三季度均价对比来看，大部分产品价格在全年继续走高，验证我们之前的判断。
- 制冷剂新一轮涨价开启，高盈利仍将持续。2017年下半年，在下游需求较旺、环保持续影响等因素下，行业出货量与产品价格均呈现淡季不淡态势。九月下旬以来，在上游原料氢氟酸紧俏等背景下，制冷剂价格开启新一轮涨价。我们认为，在行业下游回暖、环保持续影响下，本轮制冷剂景气周期或将持续较长时间。公司为国内制冷剂行业绝对龙头，拥有各类制冷剂产品产能接近30万吨，为行业供需向好最大受益者，高盈利将持续。
- 联合大基金打造电子材料龙头。公司此前公告，拟联合国家集成电路产业投资基金公司等投资主体共同出资设立中巨芯科技，公司持股39%。中巨芯科技主要通过投资或收购电子化学材料产业实现内生发展，并通过整合国内外优秀的电子材料企业实现外延扩张，打造国内电子材料龙头。

#### 评级面临的主要风险

- 制冷剂价格大幅下跌，电子化学品相关项目进度低于预期。

#### 估值

- 预计2017-2018年公司EPS分别为0.43元、0.62元，维持买入评级。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	9,516	10,101	12,929	15,321	18,447
变动(%)	(3)	6	28	19	20
净利润(人民币 百万)	162	151	904	1,306	1,404
全面摊薄每股收益(人民币)	0.089	0.072	0.428	0.618	0.665
变动(%)	(0.5)	(19.8)	498.0	44.4	7.5
全面摊薄市盈率(倍)	142.8	178.2	29.8	20.6	19.2
价格/每股现金流量(倍)	29.2	29.2	23.1	12.5	17.8
每股现金流量(人民币)	0.44	0.44	0.55	1.02	0.72
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.9	35.8	14.4	10.5	9.8
每股股息(人民币)	0.100	0.150	0.343	0.495	0.532
股息率(%)	0.8	1.2	2.7	3.9	4.2

资料来源：公司数据及中银证券预测

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	9,516	10,101	12,929	15,321	18,447
销售成本	(8,569)	(9,010)	(10,486)	(12,395)	(15,218)
经营费用	(267)	(389)	(689)	(554)	(676)
息税折旧前利润	681	701	1,754	2,373	2,553
折旧及摊销	(552)	(588)	(641)	(692)	(746)
经营利润 (息税前利润)	129	113	1,113	1,681	1,806
净利息收入/(费用)	(2)	23	4	(14)	(25)
其他收益/(损失)	96	102	120	120	140
税前利润	223	238	1,237	1,786	1,921
所得税	(59)	(83)	(318)	(459)	(494)
少数股东权益	3	3	15	21	23
净利润	162	151	904	1,306	1,404
核心净利润	182	179	949	1,369	1,476
每股收益 (人民币)	0.089	0.072	0.428	0.618	0.665
核心每股收益 (人民币)	0.100	0.085	0.450	0.648	0.699
每股股息 (人民币)	0.100	0.150	0.343	0.495	0.532
收入增长(%)	(3)	6	28	19	20
息税前利润增长(%)	(18)	(12)	885	51	7
息税折旧前利润增长(%)	1	3	150	35	8
每股收益增长(%)	(0)	(20)	498	44	8
核心每股收益增长(%)	8	(16)	430	44	8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	942	1,826	2,337	2,770	3,335
应收帐款	1,081	1,145	1,705	1,673	2,394
库存	782	638	1,098	955	1,566
其他流动资产	36	93	57	120	97
流动资产总计	2,841	3,703	5,197	5,517	7,392
固定资产	5,190	5,340	5,402	5,384	5,312
无形资产	532	499	486	472	458
其他长期资产	447	528	608	688	768
长期资产总计	6,169	6,367	6,496	6,544	6,538
总资产	9,193	11,861	13,183	13,475	15,266
应付帐款	914	795	1,195	1,157	1,731
短期债务	472	5	732	683	1,504
其他流动负债	345	436	475	573	664
流动负债总计	1,730	1,236	2,402	2,412	3,900
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	178	186	180	180	180
股本	1,811	2,112	2,112	2,112	2,112
储备	5,423	8,270	8,451	8,712	8,993
股东权益	7,234	10,381	10,562	10,823	11,104
少数股东权益	28	23	38	59	82
总负债及权益	9,193	11,861	13,183	13,475	15,266
每股帐面价值 (人民币)	3.99	4.92	5.00	5.13	5.26
每股有形资产 (人民币)	3.70	4.68	4.77	4.90	5.04
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.26)	(0.86)	(0.76)	(0.99)	(0.87)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	223	238	1,237	1,786	1,921
折旧与摊销	552	588	641	692	746
净利息费用	2	(23)	(4)	14	25
运营资本变动	109	24	(84)	28	(32)
税金	(56)	(81)	(318)	(459)	(494)
其他经营现金流	(37)	176	(304)	100	(655)
经营活动产生的现金流	792	922	1,169	2,161	1,512
购买固定资产净值	10	(33)	690	660	660
投资减少/增加	(25)	(41)	60	40	40
其他投资现金流	(539)	(2,382)	(1,380)	(1,320)	(1,320)
投资活动产生的现金流	(554)	(2,455)	(630)	(620)	(620)
净增权益	(181)	(317)	(724)	(1,045)	(1,123)
净增债务	42	(467)	727	(49)	822
支付股息	181	317	724	1,045	1,123
其他融资现金流	(199)	2,875	(754)	(1,059)	(1,149)
融资活动产生的现金流	(157)	2,409	(27)	(1,108)	(327)
现金变动	81	875	511	432	565
期初现金	824	942	1,826	2,337	2,770
公司自由现金流	238	(1,533)	539	1,541	892
权益自由现金流	282	(2,023)	1,262	1,506	1,739

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	7.2	6.9	13.6	15.5	13.8
息税前利润率(%)	1.4	1.1	8.6	11.0	9.8
税前利润率(%)	2.3	2.4	9.6	11.7	10.4
净利率(%)	1.7	1.5	7.0	8.5	7.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.6	3.0	2.2	2.3	1.9
利息覆盖率(倍)	80.8	n.a.	n.a.	116.1	71.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	2.5	1.7	1.9	1.5
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	142.8	178.2	29.8	20.6	19.2
核心业务市盈率(倍)	127.0	150.5	28.4	19.7	18.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	199.0	235.9	44.5	30.9	28.6
市净率(倍)	3.2	2.6	2.6	2.5	2.4
价格/现金流(倍)	29.2	29.2	23.1	12.5	17.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	38.9	35.8	14.4	10.5	9.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	33.3	28.8	30.2	30.2	30.2
应收帐款周转天数	36.3	40.2	40.2	40.2	40.2
应付帐款周转天数	30.4	30.9	28.1	28.0	28.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	111.9	209.4	80.0	80.0	80.0
净资产收益率(%)	2.2	1.7	8.6	12.2	12.8
资产收益率(%)	1.0	0.7	6.6	9.4	9.3
已运用资本收益率(%)	0.5	0.4	2.1	2.9	2.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测