



2018年07月19日

买入(首次评级)

当前价: 7.63 元

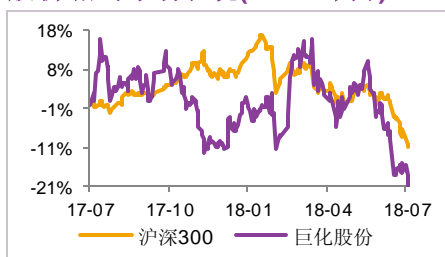
分析师: 于庭泽

执业编号: S0300518070002  
邮箱: yutingze@lxsec.com

分析师: 殷越

执业编号: S0300517040001  
邮箱: yinyue@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	13768	15351	17654	19419
(+/-)	52.9%	11.5%	15.0%	10.0%
归母净利润	938	1684	1918	2136
(+/-)	318%	80%	14%	11%
EPS(元)	0.34	0.61	0.70	0.78
P/E	22.4	12.5	10.9	9.8

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

巨化股份(600160.SH)

# 【联讯化工】巨化股份(600160): 受益制冷剂价差扩大, 二季度业绩亮眼超市场预期

投资要点

## 事件

公司发布上半年业绩快报, 预计实现收入 80.8 亿, 同比+24.44%; 归母净利润 10.57 亿, 同比+101%, 超市场预期。

## 点评

### 1、受益制冷剂价差扩大, 二季度业绩亮眼超市场预期

公司 Q2 实现利润 6.3 亿, 环比+47.5%, 在制冷剂业务整体走势稳定的情况下业绩超市场预期。从经营数据看, 上半年制冷剂实现收入 24.24 亿元, 占营收比例 38.9%, 仍为公司第一大业务板块(剔除贸易)。Q2 是制冷剂传统旺季, 公司制冷剂 Q2 实现销量 5.4 万吨, 环比增长 5%, 公司开工率饱满, 基本实现满负荷生产, Q2 制冷剂成交均价 23451 元/吨, 环比增长 4%; 从原材料价格看, 主要原材料萤石和无水氢氟酸二季度均价分别为 2002 元和 8859 元/吨, 环比回落 12%和 27%, 价差扩大下制冷剂业务毛利率提升, 带动公司业绩环比大幅提升。

### 2、非制冷剂板块经营持续改善, 公司抗周期属性提升

我们一直强调公司非制冷剂业务经营改善同样值得关注。报告期内己内酰胺均价 15812 元/吨, 烧碱折百均价 3620 元/吨, 均高位保持稳定; 此外 PVDC 受益竞争对手退出量价齐升同样值得关注; 我们认为今年公司非制冷剂板块强势崛起, 全年有望占据整体利润的半壁江山。

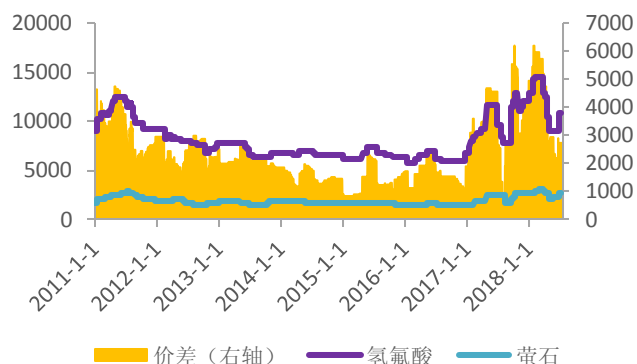
### 3、公司处于历史估值底部, 看好业绩持续释放对股价提振, 强烈推荐

公司制冷剂业务历经六年去产能, 当前供需格局已经得到显著改善, 行业集中度很高(如 R134a 国内 top3 全球份额超过 60%)。我们认为当前时点在周期产品普遍轮动背景下, 经历充分调整并踏上新平台的制冷剂可谓守得云开见月明, 值得重新走进投资者视野。此外公司非制冷剂板块强势崛起, 募投项目陆续达产, 公司周期属性正逐步弱化。当前公司动态估值处于历史底部, 看好业绩持续释放对股价提振, 预计 18/19 年净利润 16.8 亿/19.2 亿, eps0.61/0.70 元, 对应当前股价 12.5 倍/10.9 倍, 首次覆盖给予强烈推荐评级。

风险提示: 空调销量不达预期, 原材料价格波动

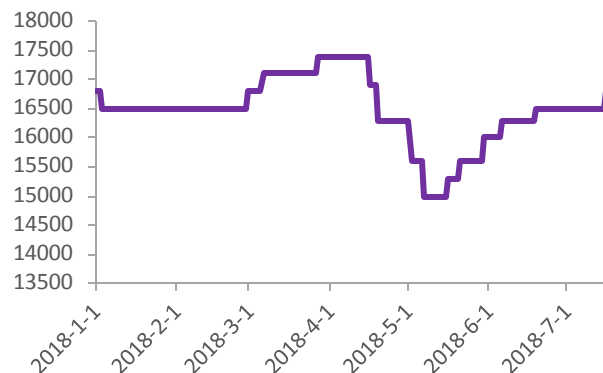


图1：萤石价格及价差



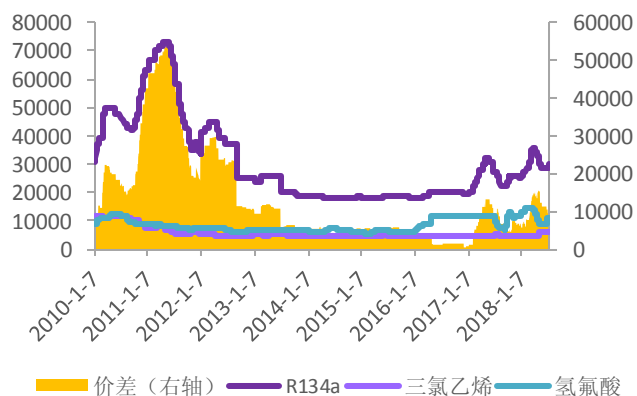
资料来源：百川资讯、联讯证券

图2：己内酰胺价格走势



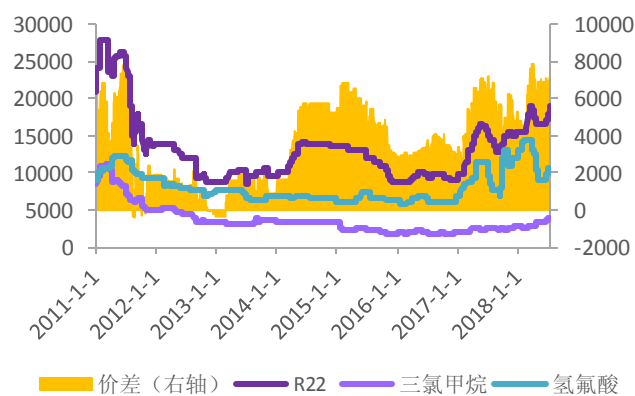
资料来源：百川资讯、联讯证券

图3：R134a 价格及价差



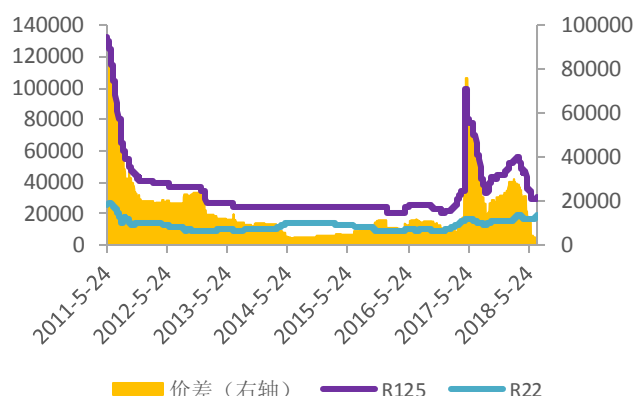
资料来源：百川资讯、联讯证券

图4：R22 价格及价差



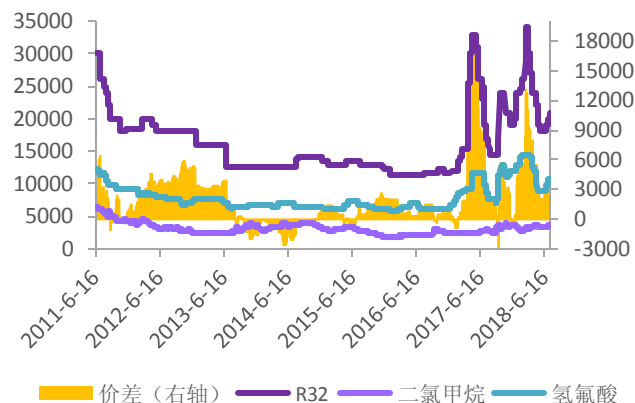
资料来源：百川资讯、联讯证券

图5：R125 价格及价差



资料来源：百川资讯、联讯证券

图6：R32 价格及价差



资料来源：百川资讯、联讯证券



## 资产负债表

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1987	3685	4261	6091	6627	8294	10057
现金	425	489	494	1797	1901	2854	4073
交易性投资	0	0	0	3	3	3	3
应收票据	632	120	173	1636	1824	2098	2308
应收款项	373	2002	2707	476	509	586	644
其它应收款	21	24	43	56	62	72	79
存货	496	895	762	868	931	1076	1183
其他	40	155	82	1255	1396	1606	1767
<b>非流动资产</b>	1295	548	549	6858	6794	6738	6688
长期股权投资	0	0	0	877	877	877	877
固定资产	1007	398	377	4976	4977	4978	4978
无形资产	140	29	29	515	463	417	375
其他	148	120	143	490	477	467	458
<b>资产总计</b>	<b>3282</b>	<b>4233</b>	<b>4810</b>	<b>12949</b>	<b>13421</b>	<b>15032</b>	<b>16746</b>
<b>流动负债</b>	1046	2648	2975	1868	1696	1877	2010
短期借款	260	124	110	258	0	0	0
应付账款	227	1352	1777	796	862	996	1096
预收账款	39	80	22	227	246	284	313
其他	520	1091	1066	586	589	596	602
<b>长期负债</b>	83	162	187	199	199	199	199
长期借款	3	0	0	0	0	0	0
其他	81	162	187	199	199	199	199
<b>负债合计</b>	<b>1129</b>	<b>2809</b>	<b>3162</b>	<b>2067</b>	<b>1895</b>	<b>2075</b>	<b>2209</b>
股本	580	580	580	2112	2742	2742	2742
资本公积金	131	0	0	5346	4716	4716	4716
留存收益	1382	843	1068	3367	3995	5408	6968
少数股东权益	60	0	0	57	73	91	111
归属于母公司所有者权 益	2093	1423	1648	10825	11453	12866	14426
<b>负债及权益合计</b>	<b>3282</b>	<b>4233</b>	<b>4810</b>	<b>12949</b>	<b>13421</b>	<b>15032</b>	<b>16746</b>



## 利润表

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1739	8909	9006	13768	15351	17654	19419
营业成本	842	7921	8103	11009	11913	13770	15147
营业税金及附加	20	22	24	99	100	115	126
营业费用	473	192	101	402	445	494	524
管理费用	265	468	423	768	768	847	913
财务费用	13	13	2	47	(7)	(19)	(28)
资产减值损失	69	73	60	308	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	1	1	1	1
投资收益	1	0	0	104	104	104	104
营业利润	58	220	293	1241	2238	2552	2842
营业外收入	35	10	41	15	15	15	15
营业外支出	40	1	32	36	36	36	36
利润总额	52	229	303	1220	2217	2531	2821
所得税	26	97	78	273	518	594	666
净利润	26	133	225	946	1700	1936	2155
少数股东损益	(14)	(6)	0	9	16	18	20
归属于母公司净利润	40	139	225	938	1684	1918	2136
EPS (元)	0.01	0.05	0.08	0.34	0.61	0.70	0.78

## 现金流量表

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	393	334	46	948	1807	1834	2162
净利润	40	139	225	938	1684	1918	2136
折旧摊销	91	51	35	596	564	556	549
财务费用	18	16	5	60	(7)	(19)	(28)
投资收益	(1)	0	0	(72)	(105)	(105)	(105)
营运资金变动	266	146	(201)	(561)	(346)	(539)	(414)
其它	(22)	(19)	(18)	(13)	18	22	23
投资活动现金流	(28)	(136)	(22)	(662)	(395)	(395)	(395)
资本支出	(17)	(36)	(23)	(809)	(500)	(500)	(500)
其他投资	(11)	(100)	1	147	105	105	105
筹资活动现金流	(98)	(304)	(19)	(236)	(1309)	(486)	(548)
借款变动	178	49	247	(6785)	(260)	0	0
普通股增加	0	0	0	1532	630	0	0
资本公积增加	0	(131)	0	5346	(630)	0	0
股利分配	(290)	(290)	(290)	(290)	(1056)	(505)	(576)
其他	14	68	24	(39)	7	19	28
现金净增加额	266	(106)	5	50	104	953	1219



## 分析师简介

于庭泽：清华大学本硕，2018 年 5 月加入联讯证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)