



巨化股份(600160.SH)

# 【联讯化工】巨化股份(600160)-收购集团科研院所资产，有望进一步加强在高附加值氟化工精细化工产品领域护城河

2018年11月19日

事项:

**买入(维持)**

当前价: 7.38 元

分析师: 于庭泽

执业编号: S0300518070002

电话: 010-66235689

邮箱: yutingze@lxsec.com

## 相关研究

《巨化股份(600160)-【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》

2018-07-19

《【联讯化工】巨化股份(600160)中报点评:制冷剂盈利稳定,甲烷氯化物异军突起》2018-08-26

《【联讯化工】巨化股份(600160)三季报点评-淡季不淡业绩大超预期,公司抗周期波动属性显著提升》

2018-10-29

## 评论:

### ◇ 受让标的基本情况

巨化技术中心是国家氟材料工程技术研究中心的核心机构,研究力量雄厚。聚焦含氟高分子、专用氟化学品、环保技术等三大领域研发,围绕上市公司发展方向,协同进行 PTFE、PVDF 等含氟聚合物的研发,新用途 PVDC 技术研发,四代制冷剂产品研发以及全氟聚醚、抗指纹剂、含氟涂料等含氟精细化工产品研发,超纯电子气体研发等。截止 2018 年 6 月 30 日,拥有 131 项专有技术、104 项专利、62 项专利申请权,截止 18 年上半年实现营业收入 2089 万元,净利润 376 万元,账面净资产 7629.38 万元。

巨化新材料研究院是集应用基础研究、应用开发、孵化和市场拓展为一体的综合性新材料产业研发基地,目前协同上市公司进行 VDF/CTFE 共聚树脂开发, JX 系列混配工质制冷剂开发等项目,截止 2018 年 6 月 30 日,拥有 3 项专有技术、7 项发明专利,截止 18 年上半年实现营业收入 643 万元,净利润 351 万元,账面净资产 4493.30 万元。本次收购对价 3.23 亿,相较收购标的账面净资产溢价较多,主要源自其他无形资产——专有技术、专利及专利申请权等,在企业账面未记录,为表外资产,导致评估相对增值较多。

### ◇ 本次收购完成,有望进一步加强公司在高附加值氟化工精细化工产品领域的护城河

我们一直强调,公司的发展路径是向氟化工中下游高附加值领域不断拓展产业链,除了传统二代、三代制冷剂产品外,在四代制冷剂以及含氟聚合物、新材料、电子化学品等非制冷剂领域不断取得突破,储备了一批高附加值精细氟化工产品并逐步实现成果转化。如前期募投项目规划包括食品包装材料 10 万吨 PVDC 项目、含氟新材料领域 1 万吨 PVDF、1 万吨 TFE 项目等,电子化学品领域规划高纯电子气体项目以及含氟特种气体项目等,并联合国家集成电路产业投资基金成立中巨芯科技集团,打造国内电子材料龙头。随着本次收购集团氟化工科研院所资产,无疑将进一步加强公司在高附加值氟化工精细化工产品领域的护城河,加快相关产品的成果转化,并早日为公司贡献业绩。

### ◇ 公司处于历史估值底部,长周期看好公司多元化产品布局对未来稳定增长的持续支撑,维持买入评级

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。当前时点公司传统制冷剂产品受良好供需格局以及原材料萤石、氢氟酸价格上涨支撑,淡季不淡价格坚挺;非制冷剂业务业绩持续释放,募投项目陆续达产,与大基金



合资的电子材料公司有望持续带来投资收益，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，长周期看好公司多元化产品布局对未来稳定成长的持续支撑，维持公司 18/19 年盈利预测 22.5 亿/25.3 亿，对应当前 PE9.0 倍/8.0 倍，维持买入评级。

◇ 风险提示：无形资产减值、需求不达预期



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	6090.8	7184.3	9292.9	11556.1	经营活动现金流	948.4	2208.0	2463.1	2825.0
现金	1799.9	2306.0	3723.8	5430.1	净利润	937.7	2248.5	2534.3	2816.5
应收账款	2111.9	2438.2	2779.5	3057.5	折旧摊销	596.0	563.9	556.2	549.5
其它应收款	56.0	65.3	74.4	81.9	财务费用	60.3	-8.6	-24.1	-36.6
预付账款	86.6	92.7	106.4	117.0	投资损失	-71.7	-105.1	-105.1	-105.1
存货	868.1	921.1	1057.2	1162.9	营运资金变动	-560.6	-514.5	-526.1	-429.1
其他	1168.3	1361.1	1551.6	1706.8	其它	-13.3	23.8	28.0	29.8
非流动资产	6857.9	6794.1	6737.9	6688.4	投资活动现金流	-661.5	-394.9	-394.9	-394.9
长期投资	965.1	965.1	965.1	965.1	资本支出	-808.6	-500.0	-500.0	-500.0
固定资产	5248.2	5248.9	5249.6	5250.1	长期投资	96.1	0.0	0.0	0.0
无形资产	580.1	515.5	458.8	408.7	其他	51.0	105.1	105.1	105.1
其他	64.5	64.5	64.5	64.5	筹资活动现金流	-236.5	-1306.9	-650.5	-723.7
资产总计	12948.8	13978.4	16030.8	18244.6	短期借款	148.3	-258.3	0.0	0.0
流动负债	1868.3	1684.3	1853.3	1984.7	长期借款	1.4	-1.4	0.0	0.0
短期借款	258.3	0.0	0.0	0.0	其他	-386.2	-1047.2	-650.5	-723.7
应付账款	834.8	893.9	1026.0	1128.6	现金净增加额	50.4	506.2	1417.7	1706.4
其他	775.2	790.4	827.3	856.1					
非流动负债	198.5	198.5	198.5	198.5	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	198.5	198.5	198.5	198.5	营业收入	52.9%	16.5%	14.0%	10.0%
负债合计	2066.8	1882.8	2051.9	2183.2	营业利润	323.3%	141.3%	12.8%	11.2%
少数股东权益	57.2	78.2	101.8	128.1	归属母公司净利润	317.7%	139.8%	12.7%	11.1%
归属母公司股东权益	10824.6	12017.3	13877.0	15933.2	获利能力				
负债和股东权益	12948.8	13978.4	16030.8	18244.6	毛利率	20.04%	26.50%	26.00%	26.00%
					净利率	6.81%	14.02%	13.86%	14.00%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	8.66%	18.71%	18.26%	17.68%
营业收入	13768.0	16039.8	18285.3	20113.9	ROIC	8.73%	18.63%	18.10%	17.47%
营业成本	11009.1	11789.2	13531.1	14884.3	偿债能力				
营业税金及附加	98.7	104.3	118.9	130.7	资产负债率	0.16	0.13	0.13	0.12
营业费用	402.0	465.2	512.0	543.1	净负债比率	0.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	768.0	802.0	877.7	945.4	流动比率	3.26	4.27	5.01	5.82
财务费用	47.2	-8.6	-24.1	-36.6	速动比率	2.80	3.72	4.44	5.24
资产减值损失	307.5	0.0	0.0	0.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.8	0.8	0.8	0.8	总资产周转率	1.06	1.15	1.14	1.10
投资净收益	104.3	104.3	104.3	104.3	应收账款周转率	8.65	31.83	32.12	31.58
营业利润	1240.5	2992.8	3374.8	3752.1	应付账款周转率	8.56	14.30	14.77	14.48
营业外收入	15.5	15.5	15.5	15.5	每股指标(元)				
营业外支出	36.2	36.2	36.2	36.2	每股收益	0.44	0.82	0.92	1.03
利润总额	1219.8	2972.1	3354.1	3731.4	每股经营现金	0.45	0.81	0.90	1.03
所得税	273.3	702.6	796.2	888.6	每股净资产	5.13	4.38	5.06	5.81
净利润	946.5	2269.5	2557.9	2842.7	估值比率				
少数股东损益	8.7	21.0	23.6	26.3	P/E	16.62	9.00	7.98	7.18
归属母公司净利润	937.7	2248.5	2534.3	2816.5	P/B	1.44	1.68	1.46	1.27
EBITDA	1852.8	3548.1	3906.9	4265.0	EV/EBITDA	12.95	6.76	6.14	5.63
EPS（元）	0.44	0.82	0.92	1.03					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 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)