

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

杨超 0755-83663214

Email:ychao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

余嫒嫒 021-61680360

Email:yuyy@cgws.com

执业证书编号:S1070512120001

顾锐 0755-83675954

Email:gurui @cgws.com

执业证书编号:S1070516040001

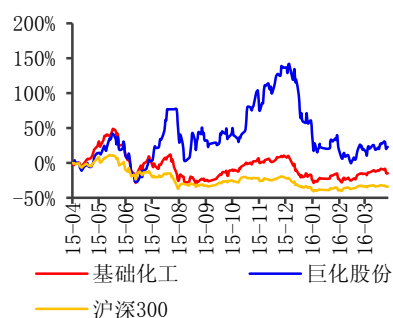
市场数据

目前股价	11.93
总市值（亿元）	216.04
流通市值（亿元）	216.04
总股本（万股）	181,092
流通股本（万股）	181,092
12个月最高/最低	24.35/7.12

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入 （百万）	10942	12255	13725
(+/-%)	12.0%	12.0%	12.0%
净利润 （百万）	343	503	720
(+/-%)	77.3%	46.9%	43.1%
摊薄 EPS	0.33	0.48	0.69
PE	25.8	17.6	12.3

股价表现



数据来源：贝格数据

业绩低于预期，但电子化学品及新材料前景值得期待

——巨化股份（600160）公司动态点评

投资建议

巨化股份全面进军高端电子化学品及新材料领域，积极推动氟化工行业的并购整合。随着新业务的发展和整合的推进，公司业绩弹性空间巨大。公司定增已获证监会审核通过，目前股价与定增价格接近，具备一定安全边际。由于公司传统业务景气度低于预期，下调盈利预测，预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.14 元、0.24 元、0.37 元，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- **事件：**公司公布 2015 年年报，报告期内，公司实现营业收入 95.16 亿元，同比下降 2.53%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.62 亿元，同比下降 0.45%；实现基本每股收益 0.09 元。同时，公司公布 2016 年一季度，报告期内，公司实现营业收入 23.83 亿元，同比增长 13.41%；实现归属于上市公司股东的净利润-3441 万元；实现基本每股收益-0.4752 元。
- **量增价跌，传统业务仍显低迷：**2015 年公司产品销量整体增长，但受宏观经济低迷，原油价格暴跌的影响，产品价格下降幅度较大，公司产品量增价跌，收入整体下降 2.53%；产品毛利率提升 1.29 个百分点，但期间费用率增加 1.12 个百分点；同时投资收益减少 3789 万元；以上因素导致公司归母净利润小幅下降 0.45%。2016 年一季度，公司制冷剂业务处于行业淡季，且价格较去年同期降幅较大，导致公司归母净利润亏损 3441 万。目前，公司传统制冷剂业务仍处低迷期，产品盈利能力欠佳，但二季度产品价格有所上调，预计业绩将环比改善。
- **定增已获证监会通过，新材料业务即将启航；控股股东与高管连续增持，彰显信心：**近期巨化股份定增方案已获证监会审核通过。公司计划融资 32 亿元，发行价不低于 10.74 元，大股东认购不低于 10%。募集资金主要投向新材料，电子化学品及新型制冷剂。募投项目盈利能力较强，全面投产后预计将增加收入超过 26 亿元，毛利润超过 8.6 亿元。目前公司股价 11.93 元，距离增发价格较近，股价具备一定安全边际。去年下半年至今，公司控股股东巨化集团已在二级市场累计增持巨化股份股票 2,8061,520 股（占巨化股份总股本的 1.5496%）。公司高管包括总经理、副总经理、财务负责人、董事会秘书等已多次在二级市场上增持了公司股份。控股股东与公司高管连续增持公司股份，彰显其对公司未来发展的信心。

相关报告

<<盈利继续恢复增长，转型升级打造新王者>> 2015-10-13
<<打造新材料与电子化学品的王者>>
2015-08-31

- **与中芯聚源战略合作，推进巨化股份电子化学材料产业的快速发展：**巨化股份已确立将自身打造为国内电子化学材料生产研发龙头企业作为发展目标。今年 1 月，公司与中芯聚源股权投资管理(上海)有限公司(简称“中芯聚源”)签订战略框架协议，双方计划共同出资设立平台公司，通过引进国内外电子化学品领域的优秀专业团队，并购整合相关有价值企业，共同推动中国电子化学材料产业的发展。中芯聚源是由中国电子化工新材料产业联盟副理事长单位中芯国际发起的一家专注于投资集成电路行业的相关领域的股权投资公司。此番强强联合，对巨化股份获取电子化学材料产业所需团队、技术等具有积极意义，将促进公司电子化学材料产业的发展，加快公司的转型升级。
- **联合天堂硅谷，成立氟化工行业并购基金，积极推动行业整合：**公司前期已联合硅谷天堂，成立氟化工行业并购基金，以积极推动行业整合。中国的氟制冷剂、氟塑料产品，从销量来看，已占据了全球大部分市场份额，但由于国内企业的无序竞争，氟化工企业普遍盈利能力低下。巨化股份成立行业并购基金，淘汰落后产能，是提升行业长期盈利能力的重要路径。一旦行业整合市场，公司制冷剂与氟塑料等传统产业的盈利能力将大幅提升。
- **风险提示：**行业景气度下滑风险；募投项目不达预期风险。

附：盈利预测表

利润表（百万）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E						
营业收入	9,763.55	9,516.16	9,991.97	10,991.16	12,090.28	成长性											
营业成本	8,886.73	8,538.92	8,942.81	9,672.22	10,397.64	营业收入增长	0.3%	-2.5%	5.0%	10.0%	10.0%						
销售费用	230.15	321.59	279.78	274.78	278.08	营业成本增长	0.3%	-3.9%	4.7%	8.2%	7.5%						
管理费用	446.98	479.19	467.36	490.34	525.51	营业利润增长	-28.6%	-18.0%	95.6%	74.3%	58.0%						
财务费用	32.29	1.59	6.54	13.53	16.27	利润总额增长	-29.2%	2.9%	52.5%	71.0%	56.5%						
投资净收益	13.39	39.01	70.00	70.00	70.00	净利润增长	-35.9%	-0.5%	56.5%	71.0%	56.5%						
营业利润	203.03	166.44	325.51	567.32	896.51	盈利能力											
营业外收支	14.00	56.87	15.00	15.00	15.00	毛利率	9.0%	10.3%	10.5%	12.0%	14.0%						
利润总额	217.04	223.31	340.51	582.32	911.51	销售净利率	1.7%	1.7%	2.5%	3.9%	5.6%						
所得税	53.16	58.94	83.42	142.67	223.32	ROE	2.2%	2.2%	3.4%	5.7%	8.5%						
少数股东损益	1.36	2.59	3.94	6.74	10.55	ROIC	1.9%	1.7%	2.9%	5.2%	8.1%						
净利润	162.52	161.78	253.14	432.91	677.64	营运效率											
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	2.4%	3.4%	2.8%	2.5%	2.3%						
						管理费用/营业收入	4.6%	5.0%	4.7%	4.5%	4.3%						
						财务费用/营业收入	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%						
						投资收益/营业利润	6.6%	23.4%	21.5%	12.3%	7.8%						
流动资产	2,870.14	2,984.77	2,810.53	3,075.96	3,361.09	所得税/利润总额	24.5%	26.4%	24.5%	24.5%	24.5%						
货币资金	824.04	941.50	849.32	934.25	1,027.67	应收帐款周转率	36.37	30.10	31.65	38.24	38.24						
应收帐款	274.62	357.61	273.75	301.13	331.24	存货周转率	12.64	10.92	11.42	11.86	11.83						
应收票据	478.27	662.11	449.64	494.60	544.06	流动资产周转率	2.69	3.25	3.45	3.73	3.76						
存货	781.17	782.03	784.18	847.38	910.05	总资产周转率	1.05	1.05	1.08	1.15	1.21						
非流动资产	6,087.23	6,208.37	6,506.33	6,719.84	6,887.97	偿债能力											
固定资产	5,148.59	5,189.86	5,505.54	5,736.77	5,922.61	资产负债率	18.7%	20.8%	20.4%	22.1%	22.2%						
资产总计	8,957.37	9,193.14	9,316.86	9,795.80	10,249.07	流动比率	1.87	1.72	1.63	1.55	1.61						
流动负债	1,533.58	1,730.45	1,725.63	1,984.74	2,092.86	速动比率	1.36	1.27	1.17	1.12	1.17						
短期借款	429.55	471.55	500.00	500.00	500.00	每股指标（元）											
应付款项	672.34	914.13	691.93	747.69	802.99	EPS	0.09	0.09	0.14	0.24	0.37						
非流动负债	140.31	178.21	178.21	178.21	178.21	每股净资产	4.02	4.02	4.09	4.21	4.41						
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.34	0.44	0.48	0.63	0.70						
负债合计	1,673.89	1,908.66	1,903.84	2,162.96	2,271.07	每股经营现金/EPS	3.83	4.90	3.46	2.63	1.88						
股东权益	7,283.48	7,284.48	7,413.02	7,632.85	7,978.00	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E						
股本	1,810.92	1,810.92	1,810.92	1,810.92	1,810.92	PE	132.94	133.54	85.34	49.91	31.88						
留存收益	5,421.72	5,416.85	5,541.44	5,754.53	6,087.01	PEG	5.36	2.10	1.20	0.88	-						
少数股东权益	25.42	28.36	30.33	33.70	40.03	PB	2.97	2.97	2.91	2.83	2.71						
负债和权益总计	8,957.37	9,193.14	9,316.86	9,795.80	10,249.07	EV/EBITDA	31.19	33.65	27.85	20.72	15.56						
现金流量表	(百万)					EV/SALES	2.26	30.54	76.58	41.51	25.70						
						经营活动现金流	622.17	792.35	876.85	1,137.58	1,275.97	EV/IC	2.86	2.85	2.77	2.67	2.56
						其中营运资本	107.42	131.55	51.65	78.62	-83.60	ROIC/WACC	0.15	0.13	0.23	0.41	0.64
						投资活动现金流	-1,225.36	-554.00	-602.86	-600.00	-600.00	REP	19.69	21.85	12.41	6.67	4.14
其中资本支出	-1,331.83	-712.56	-600.00	-600.00	-600.00												
融资活动现金流	-693.07	-157.46	-98.12	-216.45	-338.82												
净现金总变化	-1,296.27	80.89	175.87	321.13	337.15												

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

余嫒嫒: 2010-2012 年任职于国金证券, 2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

顾锐: 2009 年至 2015 年任职于中山证券。2016 年加入长城证券金融研究所, 任化工行业分析师。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司 (以下简称长城证券) 具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户 (以下简称客户) 提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com

黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>