

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

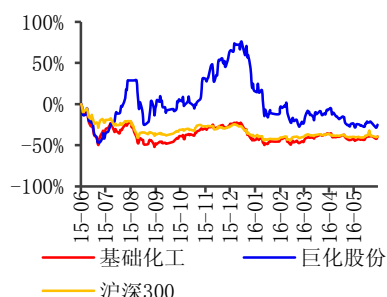
市场数据

目前股价	9.88
总市值（亿元）	178.92
流通市值（亿元）	73.44
总股本（万股）	181,092
流通股本（万股）	181,092
12 个月最高/最低	24.10/7.05

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	9,992	10,991	12,090
(+/-%)	5.0%	10.0%	10.0%
净利润	223	432	677
(+/-%)	37.9%	93.7%	56.6%
摊薄 EPS	0.12	0.24	0.37
PE	80.2	41.4	26.4

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩低于预期，但电子化学品及新材料前景值得期待>> 2016-04-25

<<盈利继续恢复增长，转型升级打造新王

被遗漏的电子化学品龙头

——巨化股份（600160）公司动态点评

投资建议

公司近年来全面进军高端电子化学品及新材料领域。2015 年 11 月，中国电子化工新材料产业联盟在京成立，巨化集团当选首届理事长单位。随着增发新业务的发展和氟化工整合的推进，公司业绩弹性空间巨大，有望成为电子化学品及新材料行业的领导者。预计公司 2016-2018 年的 EPS 为 0.12 元、0.24 元和 0.37 元，当前股价对应 PE 为 80 倍、41 倍和 26 倍，维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- **被遗漏的电子化学品龙头：**市场对公司的认识仍停留在氟化工/氯碱等传统业务，其实公司通过浙江凯圣布局电子化学品，经过多年的积累发展，目前已经逐步步入收获期。部分产品已成功进入中芯国际、华虹宏力、京东方和天马集团等国内知名下游重点企业供应链。并且除了传统的湿电子化学品之外，公司通过子公司浙江博瑞电子科技进一步涉足高端的电子特气，全面进军高端电子化学品领域。
- **与中芯聚源战略合作，强强联合推进电子化学材料产业的快速发展：**2016 年 1 月，公司与中芯聚源（中芯国际发起，核心团队来自中芯国际、大唐电信、朗讯科技、思科和硅谷天堂等）股权投资管理(上海)有限公司签订战略框架协议，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。公司控股股东巨化集团与中芯聚源的大股东中芯国际已建立产业联盟成员关系。并且巨化集团于 2015 年 11 月当选中国电子化工新材料产业联盟理事长单位。此番强强联合，对公司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。
- **定增已获证监会通过，新材料业务即将启航：**公司定增方案已获证监会审核通过，计划融资 32 亿元，发行价不低于 10.64 元（目前股价低于定增价格），大股东认购不低于 10%。募集资金主要投向包括：（1）10kt/a PVDF 项目；（2）100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目一期；（3）10kt/a HFC-245fa 项目；（4）23.5kt/a 含氟新材料项目（二期）；（5）高纯电子气体项目（一期）；（6）高纯电子气体项目（二期）；（7）含氟特种气体项目。募投项目技术壁垒高，盈利能力较强，全面投产后预计将增加收入 26 亿元，毛利润超过 8.6 亿元。
- **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：**国内氟化工企业的无序竞争，造成行业持续低迷。公司 2015 年传统制冷剂业

者>> 2015-10-13

<<打造新材料与电子化学品的王者>>

2015-08-31

务同样盈利欠佳。为此，公司联合天堂硅谷，成立氟化工行业并购基金，淘汰落后产能，以积极推动行业整合，提升行业长期盈利能力。一旦成功整合市场，公司制冷剂与氟塑料等传统产业的盈利能力将大幅提升。

- **控股股东与高管连续增持，彰显信心：**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。
- **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	8,952.80	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	299.76	274.78	278.08	营业成本增长	0.3%	-3.9%	4.8%	8.0%	7.5%
管理费用	446.98	479.19	477.35	490.34	525.51	营业利润增长	-28.6%	-18.0%	71.3%	98.7%	58.1%
财务费用	32.29	1.59	6.91	14.29	17.06	利润总额增长	-29.2%	2.9%	34.4%	93.7%	56.6%
投资净收益	13.39	39.01	70.00	70.00	70.00	净利润增长	-35.9%	-0.5%	37.9%	93.7%	56.6%
营业利润	203.03	166.44	285.17	566.56	895.73	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%	10.4%	12.0%	14.0%
利润总额	217.04	223.31	300.17	581.56	910.73	销售净利率	1.7%	1.7%	2.2%	3.9%	5.6%
所得税	53.16	58.94	73.54	142.48	223.13	ROE	2.2%	2.2%	3.0%	5.7%	8.5%
少数股东损益	1.36	2.59	3.48	6.73	10.54	ROIC	1.9%	1.7%	2.5%	5.2%	8.1%
净利润	162.52	161.78	223.15	432.34	677.05	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	2.4%	3.4%	3.0%	2.5%	2.3%
流动资产	2,870.14	2,984.77	2,811.46	3,075.96	3,361.09	管理费用/营业收入	4.6%	5.0%	4.8%	4.5%	4.3%
货币资金	824.04	941.50	849.32	934.25	1,027.67	财务费用/营业收入	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%
应收账款	274.62	357.61	273.75	301.13	331.24	投资收益/营业利润	6.6%	23.4%	24.5%	12.4%	7.8%
应收票据	478.27	662.11	449.64	494.60	544.06	所得税/利润总额	24.5%	26.4%	24.5%	24.5%	24.5%
存货	781.17	782.03	785.11	847.38	910.05	应收账款周转率	36.37	30.10	31.65	38.24	38.24
非流动资产	6,087.23	6,208.37	6,506.33	6,719.84	6,887.97	存货周转率	12.64	10.92	11.43	11.85	11.83
固定资产	5,148.59	5,189.86	5,505.54	5,736.77	5,922.61	流动资产周转率	2.69	3.25	3.45	3.73	3.76
资产总计	8,957.37	9,193.14	9,317.80	9,795.80	10,249.07	总资产周转率	1.05	1.05	1.08	1.15	1.21
流动负债	1,533.58	1,730.45	1,741.79	2,000.26	2,108.67	偿债能力					
短期借款	429.55	471.55	500.00	500.00	500.00	资产负债率	18.7%	20.8%	20.6%	22.2%	22.3%
应付款项	672.34	914.13	692.75	747.69	802.99	流动比率	1.87	1.72	1.61	1.54	1.59
非流动负债	140.31	178.21	178.21	178.21	178.21	速动比率	1.36	1.27	1.16	1.11	1.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
负债合计	1,673.89	1,908.66	1,920.00	2,178.47	2,286.88	EPS	0.09	0.09	0.12	0.24	0.37
股东权益	7,283.48	7,284.48	7,397.79	7,617.33	7,962.19	每股净资产	4.02	4.02	4.09	4.21	4.40
股本	1,810.92	1,810.92	1,810.92	1,810.92	1,810.92	每股经营现金流	0.34	0.44	0.48	0.63	0.70
留存收益	5,421.72	5,416.85	5,526.68	5,739.49	6,071.69	每股经营现金/EPS	3.83	4.90	3.86	2.63	1.88
少数股东权益	25.42	28.36	30.10	33.46	39.79	估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	8,957.37	9,193.14	9,317.80	9,795.80	10,249.07	PE	110.09	110.60	80.18	41.38	26.43
现金流量表					(百万)	PEG	6.41	1.74	0.86	0.73	-
经营活动现金流	622.17	792.35	862.09	1,137.30	1,275.69	PB	2.46	2.46	2.42	2.35	2.25
其中营运资本减少	107.42	131.55	66.88	78.90	-83.30	EV/EBITDA	31.19	28.34	24.64	17.50	13.15
投资活动现金流	-1,225.36	-554.00	-602.86	-600.00	-600.00	EV/SALES	2.26	30.54	88.89	41.54	25.72
其中资本支出	-1,331.83	-712.56	-600.00	-600.00	-600.00	EV/IC	2.86	2.85	2.78	2.67	2.56
融资活动现金流	-693.07	-157.46	-83.13	-216.17	-338.53	ROIC/WACC	0.15	0.14	0.20	0.41	0.64
净现金总变化	-1,296.27	80.89	176.11	321.13	337.16	REP	19.67	21.84	14.39	6.67	4.14

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。

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任何其它任何用途。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, xuji@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangv@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>