巨化股份（600160.SH）

2020 年 08 月 21 日

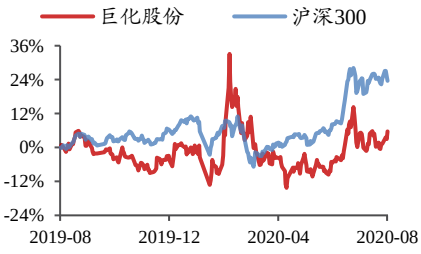
业绩探底仍稳健经营，静待氟化工周期景气复苏

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/20
当前股价(元)	7.49
一年最高最低(元)	9.79/6.02
总市值(亿元)	202.21
流通市值(亿元)	202.21
总股本(亿股)	27.00
流通股本(亿股)	27.00
近 3 个月换手率(%)	69.52

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-静待周期景气复苏，龙头有望逆势脱颖而出》-2020.4.27

《公司信息更新报告-周期景气下行仍增产增销，静待龙头引领周期新起点》-2020.4.23

《公司首次覆盖报告-制冷剂加速更新换代，氟化工龙头开启黄金十年》-2020.2.11

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

张玮航（联系人）
zhangweihang@kysec.cn
证书编号：S0790119120025

张晓锋（联系人）
zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790120080059

● 短期终端需求不景气，仍看好氟化工产业链格局向好，维持“买入”评级

2020 年上半年，受制冷剂终端需求低迷，行业景气下行影响，公司实现营业收入 69.43 亿元（同比-8.40%）；归母净利润 1,575.11 万元（同比-97.77%）；扣非归母净利润-6,625.15 万元（同比-112.46%）。在此基础上，我们下调公司 2020-2022 年归母净利润分别 2.06（-6.85）、10.99、12.24 亿元，EPS 分别 0.08（-0.24）、0.41、0.45 元/股，对应当前股价 PE 分别 98.2、18.4、16.5 倍。我们认为，短期冲击不改中长期氟化工产业链格局向好趋势，维持公司“买入”评级。

● 产品量价齐跌公司业绩基本探底，周期底部不必悲观

2020 年上半年，受 NCP 疫情及经济下行影响，行业产业链供应链循环阶段性受阻，公司制冷剂、氟化工原料、基础化工产品等量价齐跌。在行业产品需求疲弱、供过于求矛盾加剧的背景下，公司主营产品价格持续下行：含氟精细化学品、制冷剂、含氟聚合物材料不含税均价分别为 77,671.15、14,240.16、39,439.65 元/吨，分别同比-39.01%、-30.62%、-18.82%。受益于 2020 年 H1 期间公司发生非经常性损益政府补助、投资损益等共计+8,200.27 万元，整体来看，公司归母净利仍维持盈利。面对极端不利影响，公司通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化调整效益等，逆势扩张产量，稳步经营。2020 年 H1，公司含氟精细化学品、含氟聚合物材料、制冷剂产品产量分别同比+89.02%、+6.93%、+12.69%。在当前时点上，公司业绩基本探底，周期底部不必悲观，我们静待氟化工周期新起点。

● 公司高水平运营能力与内生效益，将引领氟化工行业景气周期复苏

公司二代制冷剂 R22 产能国内居第二位；第三代制冷剂规模处全球龙头地位，混配小包装致冷剂市场占有率全球第一位，近年来持续在逆势中加码产能；并有望用自有技术实现第四代制冷剂产业化生产。公司制冷剂产业链布局完善，成本与配套、品牌与渠道优势显著，且财务结构健康，与同行相比拥有良好的现金流和较低的资产负债率。我们看好公司产业链协同发展，长期保持高水平运营能力与内生效益，并有望在逆势中脱颖而出，未来将引领氟化工行业景气周期复苏。

● 风险提示：安全生产风险，宏观经济下行，制冷剂终端消费不振等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,656	15,595	12,332	16,768	17,854
YOY(%)	13.7	-0.4	-20.9	36.0	6.5
归母净利润(百万元)	2,153	895	206	1,099	1,224
YOY(%)	130.1	-58.4	-77.0	433.9	11.4
毛利率(%)	24.6	14.6	10.4	17.4	17.1
净利率(%)	13.7	5.7	1.7	6.6	6.9
ROE(%)	16.9	6.9	1.6	8.1	8.4
EPS(摊薄/元)	0.80	0.33	0.08	0.41	0.45
P/E(倍)	9.4	22.6	98.2	18.4	16.5
P/B(倍)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7582	6458	7659	8494	8547
现金	2519	1864	2814	2675	3359
应收票据及应收账款	1716	661	1219	1337	1385
其他应收款	66	18	48	42	54
预付账款	137	140	79	219	99
存货	1101	1017	741	1462	892
其他流动资产	2041	2758	2758	2758	2758
非流动资产	7685	8927	6931	8226	7943
长期投资	1069	1075	1082	1091	1101
固定资产	5049	5488	3866	5130	4947
无形资产	704	747	762	782	816
其他非流动资产	863	1616	1221	1223	1079
资产总计	15267	15385	14590	16720	16489
流动负债	2130	1836	1161	2514	1391
短期借款	131	63	63	63	63
应付票据及应付账款	1069	1341	659	1847	831
其他流动负债	930	433	439	605	497
非流动负债	251	332	332	332	332
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	251	332	332	332	332
负债合计	2382	2169	1493	2846	1723
少数股东权益	300	325	328	346	369
股本	2745	2745	2745	2745	2745
资本公积	4549	4549	4549	4549	4549
留存收益	5225	5709	5767	6464	7195
归属母公司股东权益	12585	12892	12768	13527	14398
负债和股东权益	15267	15385	14590	16720	16489

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3190	1883	-365	1999	1363
净利润	2183	918	209	1117	1247
折旧摊销	632	676	587	686	815
财务费用	-38	-36	-53	-61	-68
投资损失	-197	-97	-144	-120	-134
营运资金变动	530	295	-926	380	-492
其他经营现金流	80	126	-38	-4	-5
投资活动现金流	-2254	-1708	1591	-1858	-393
资本支出	1053	1757	-2003	1286	-293
长期投资	-246	-49	-7	-10	-9
其他投资现金流	-1447	0	-419	-582	-695
筹资活动现金流	-450	-760	-276	-280	-286
短期借款	-127	-68	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	633	0	0	0	0
资本公积增加	-793	0	0	0	0
其他筹资现金流	-163	-691	-276	-280	-286
现金净增加额	519	-564	950	-138	684

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15656	15595	12332	16768	17854
营业成本	11802	13320	11054	13852	14798
营业税金及附加	122	71	79	109	113
营业费用	426	439	342	468	482
管理费用	411	521	519	660	630
研发费用	496	498	392	534	569
财务费用	-38	-36	-53	-61	-68
资产减值损失	32	-78	-18	-54	-42
其他收益	52	275	66	0	0
公允价值变动收益	11	0	3	4	5
投资净收益	197	97	144	120	134
资产处置收益	-0	3	35	0	0
营业利润	2664	1066	265	1382	1511
营业外收入	12	32	38	30	40
营业外支出	55	34	35	38	34
利润总额	2621	1065	268	1375	1517
所得税	438	147	59	258	270
净利润	2183	918	209	1117	1247
少数股东损益	30	23	3	18	22
归母净利润	2153	895	206	1099	1224
EBITDA	3185	1688	790	1982	2245
EPS(元)	0.80	0.33	0.08	0.41	0.45

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.7	-0.4	-20.9	36.0	6.5
营业利润(%)	115.1	-60.0	-75.2	421.7	9.3
归属于母公司净利润(%)	130.1	-58.4	-77.0	433.9	11.4
获利能力					
毛利率(%)	24.6	14.6	10.4	17.4	17.1
净利率(%)	13.7	5.7	1.7	6.6	6.9
ROE(%)	16.9	6.9	1.6	8.1	8.4
ROIC(%)	16.4	6.6	1.2	7.6	8.0
偿债能力					
资产负债率(%)	15.6	14.1	10.2	17.0	10.4
净负债比率(%)	-16.5	-11.3	-18.7	-16.7	-20.3
流动比率	3.6	3.5	6.6	3.4	6.1
速动比率	2.5	2.3	5.0	2.3	4.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	0.8	1.1	1.1
应收账款周转率	8.2	13.1	13.1	13.1	13.1
应付账款周转率	12.4	11.1	11.1	11.1	11.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.33	0.08	0.41	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	0.70	-0.14	0.74	0.50
每股净资产(最新摊薄)	4.66	4.78	4.73	5.01	5.33
估值比率					
P/E	9.4	22.6	98.2	18.4	16.5
P/B	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	5.6	10.5	21.2	8.5	7.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835