

日期: 2019年11月18日

行业: 基础化工



# 产品均价下滑影响业绩，行业供需有望改善

分析师: 洪麟翔  
Tel: 021-53686178  
E-mail: honglinxiang@shzq.com  
SAC 证书编号: S0870518070001

## 基本数据 (截止 2019 年 11 月 14 日)

|                   |           |
|-------------------|-----------|
| 报告日股价 (元)         | 6.72      |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 6.39/9.92 |
| 总股本 (亿股)          | 27.45     |
| 无限售 A 股/总股本       | 100%      |
| 流通市值 (亿元)         | 184       |
| 每股净资产 (元)         | 4.73      |

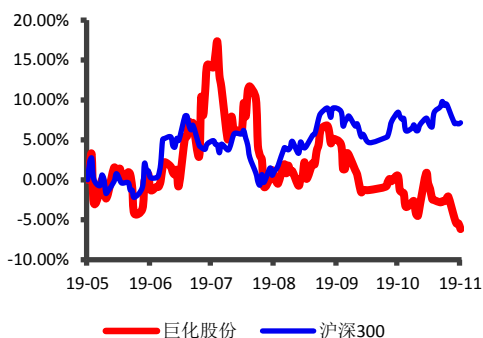
## 主要股东 (2019Q3)

|                              |        |
|------------------------------|--------|
| 巨化集团有限公司                     | 38.65% |
| 巨化集团-浙商证券-17 巨化 EB 担保及信托财产专户 | 13.26% |

## 收入结构 (2019H1)

|           |         |
|-----------|---------|
| 制冷剂       | 34.43%  |
| 氟化工原料     | 23.50%  |
| 基础化工产品及其他 | 19.88%  |
| 氟聚合物      | 10.93%  |
| 石化材料      | 9.53%   |
| 内部抵消      | -25.73% |

## 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX19-JHGF02

首次报告日期: 2019 年 11 月 15 日

相关报告:

## ■ 事件

公司2019年上半年审议通过了回购股份方案，以集中竞价交易方式回购不低于3亿元，不超过6亿元股份，回购价格不超过11.65元/股，截止11月13日，累计回购2030万股，占总股份比例0.74%，支付总金额1.46亿元（不含交易费用）。

## ■ 公司点评

### 净利润降幅扩大，毛利率、净利率环比下滑

公司 19 年 1-9 月实现营业收入 113.11 亿元，同比下滑 5.80%，归属于母公司股东净利润 8.91 亿元，同比减少 46.32%，其中 Q3 季度实现营业收入 37.31 亿元，同比减少 4.32%，归属于母公司股东净利润 1.85 亿元，同比减少 68.84%，降幅进一步扩大。受产品降价影响，Q3 单季度销售毛利率和净利率仅为 12.74% 和 5.06%，环比下滑 7.41 和 4.05 个百分点。存货总额小幅下降，销售商品提供劳务收到现金与营收比值小幅提升至 113%。

### 产品价格同比下滑，萤石涨价压缩利润

销量方面，公司 19 年 1-9 月氟化工原料外销 43.53 万吨，实现营收 12.58 亿元，制冷剂销售 16.49 万吨，实现营收 32.71 亿元，含氟聚合物销售 2.47 万吨，实现营收 11.47 亿元，含氟精细化工品销售 1032 吨，实现营收 1.17 亿元。价格方面，除含氟精细化工品均价同比上升 30.14%，达到 11.34 万元/吨，其余大类均价均有不同程度下滑，环比来看，公司产品均价仍有小幅下降。原材料方面，萤石、四氯化碳、硫精矿、VCM 价格同比上涨，涨幅为 20.97%、7.17%、5.10% 和 3.04%，苯、甲醇同比降幅较大，达到 25.19% 和 22.39%，无水氢氟酸、工业盐、电石等同比均有小幅下降。

### 三代制冷剂供需结构有望改善，重点发展氟聚合物

受三代制冷剂 HFC 冻产临近影响，近两年业内企业为抢占配额加速扩产，三代产能扩张速度较快，导致部分产品供需关系严重恶化。但随着 HFC 淘汰政策将在 2020 年进入基准年，产能将停止大规模扩张，并且淘汰时间表 2029 年将减排 10%，2030-2035 年减排 20%，将对三代 HFC 的供需结构带来改善。并且随着环保督查持续深化，退城入园等政策实施，原材料氢氟酸等高污染产业将受到影响，公司具有 10 万吨氢氟酸自供能力，有助于控制成本，提升盈利质量。此外，公司持续推进氟聚合物发展，用于高端食物包装和保湿的 PVDC 产能国内领先，PVDF、PTFE 持续扩张，有望在中高端氟聚合物领域抢占份额。

### ■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 150.33 亿、161.10 亿和 181.61 亿元，增速分别为-3.98%、7.17%和 12.73%；归属于母公司股东净利润分别为 11.98 亿、14.59 亿和 20.12 元，增速分别为-44.33%、21.74%和 37.95%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.44、0.53 和 0.73 元，对应 PE 为 15.4、12.6 和 9.2 倍，首次覆盖，未来六个月内给予“谨慎增持”评级。

### ■ 风险提示

企业生产出现安全及环保问题；三代制冷剂配额制实施不及预期；萤石原材料价格波动；湿电子化学品发展不及预期；系统性风险。

### ■ 数据预测与估值：

| 指标 (¥.百万元) | 2018A    | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入       | 15656.27 | 15032.98 | 16110.34 | 18160.72 |
| 年增长率       | 13.71%   | -3.98%   | 7.17%    | 12.73%   |
| 归属于母公司的净利润 | 2152.56  | 1198.22  | 1458.77  | 2012.33  |
| 年增长率       | 136.97%  | -44.33%  | 21.74%   | 37.95%   |
| 每股收益 (元)   | 0.78     | 0.44     | 0.53     | 0.73     |
| PE (X)     | 8.6      | 15.4     | 12.6     | 9.2      |

数据来源：Wind 上海证券研究所

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

| 指标               | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 2519         | 2705         | 3797         | 4726         |
| 应收和预付款项          | 1914         | 2106         | 2197         | 2644         |
| 存货               | 1101         | 944          | 1206         | 1131         |
| 其他流动资产           | 2041         | 2041         | 2041         | 2041         |
| 长期股权投资           | 1069         | 1097         | 1129         | 1165         |
| 投资性房地产           | 70           | 62           | 55           | 47           |
| 固定资产和在建工程        | 5621         | 5094         | 4567         | 4040         |
| 无形资产和开发支出        | 742          | 689          | 637          | 585          |
| 其他非流动资产          | 119          | 91           | 64           | 64           |
| <b>资产总计</b>      | <b>15267</b> | <b>14830</b> | <b>15694</b> | <b>16444</b> |
| 短期借款             | 131          | 0            | 0            | 0            |
| 应付和预收款项          | 1551         | 1401         | 1687         | 1649         |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他负债             | 69           | 69           | 69           | 69           |
| <b>负债合计</b>      | <b>2382</b>  | <b>1470</b>  | <b>1756</b>  | <b>1718</b>  |
| 股本               | 2745         | 2745         | 2745         | 2745         |
| 资本公积             | 4549         | 4549         | 4549         | 4549         |
| 留存收益             | 5290         | 5741         | 6290         | 7046         |
| 归属母公司股东权益        | 12585        | 13036        | 13584        | 14341        |
| 少数股东权益           | 300          | 325          | 353          | 385          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>12885</b> | <b>13361</b> | <b>13937</b> | <b>14726</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>15267</b> | <b>14830</b> | <b>15694</b> | <b>16444</b> |

现金流量表 (单位: 百万元)

| 指标            | 2018A      | 2019E      | 2020E       | 2021E      |
|---------------|------------|------------|-------------|------------|
| 经营活动产生现金流量    | 3190       | 1335       | 1707        | 1876       |
| 投资活动产生现金流量    | -2254      | 240        | 223         | 213        |
| 融资活动产生现金流量    | -450       | -829       | -837        | -1160      |
| <b>现金流量净额</b> | <b>519</b> | <b>746</b> | <b>1092</b> | <b>929</b> |

利润表 (单位: 百万元)

| 指标                | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>15656</b> | <b>15033</b> | <b>16110</b> | <b>18161</b> |
| 营业成本              | 11802        | 12254        | 12884        | 14010        |
| 营业税金及附加           | 122          | 84           | 90           | 100          |
| 营业费用              | 426          | 489          | 524          | 590          |
| 管理费用              | 411          | 977          | 1039         | 1162         |
| 财务费用              | -38          | -75          | -100         | -126         |
| 资产减值损失            | 32           | 30           | 30           | 30           |
| 投资收益              | 197          | 118          | 127          | 136          |
| 公允价值变动损益          | 11           | 0            | 0            | 0            |
| <b>营业利润</b>       | <b>2664</b>  | <b>1392</b>  | <b>1770</b>  | <b>2530</b>  |
| 营业外收支净额           | -43          | 200          | 170          | 150          |
| <b>利润总额</b>       | <b>2621</b>  | <b>1592</b>  | <b>1940</b>  | <b>2680</b>  |
| 所得税               | 438          | 368          | 453          | 636          |
| 净利润               | 2183         | 1223         | 1487         | 2044         |
| 少数股东损益            | 30           | 25           | 28           | 32           |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>2153</b>  | <b>1198</b>  | <b>1459</b>  | <b>2012</b>  |

财务比率分析

| 指标        | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率       | 25%   | 18%   | 20%   | 23%   |
| EBIT/销售收入 | 17%   | 10%   | 12%   | 14%   |
| 销售净利率     | 14%   | 8%    | 9%    | 11%   |
| ROE       | 17%   | 9%    | 11%   | 14%   |
| 资产负债率     | 16%   | 10%   | 11%   | 10%   |
| 流动比率      | 3.56  | 5.42  | 5.36  | 6.26  |
| 速动比率      | 3.04  | 4.02  | 4.03  | 4.94  |
| 总资产周转率    | 1.11  | 1.01  | 1.03  | 1.10  |
| 应收账款周转率   | 9.12  | 7.67  | 8.14  | 7.38  |
| 存货周转率     | 11.98 | 12.99 | 10.68 | 12.38 |

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                        |
|------|---------------------------|
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                            |
|------|-------------------------------|
| 增持   | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。