



巨化股份(600160.SH)

# 【粤开化工】巨化股份(600160)-制冷剂产业链景气复苏，氟化工新材料前景广阔

2020年02月27日

事项：

买入(维持)

当前价： 8.49 元

受氢氟酸价格上涨、特斯拉自研电池等利好因素提振，公司近期股价出现上涨。

## 评论：

### ◆ 供给受限氢氟酸价格上移，制冷剂产业链景气有望改善

受复工延迟影响，氟化工产业链上游萤石供应存在缺口，同时下游家电客户陆续进入采购周期，氢氟酸保存难度大，开工及备货有限，价格有望持续提振。此外二代制冷剂R22进入配额削减年，全年价格具备较强支撑；三代制冷剂进入基准年，行业格局有望重塑。制冷剂产业链景气度有望持续改善。

### ◆ 干电极技术有望大幅提升锂电池性能，带动聚四氟乙烯材料需求

特斯拉近期宣布自研电池计划，其前期收购的Maxwell具备干电极和超级电容核心技术，性能方面干电极技术能够将电芯能量密度提升至300Wh/kg以上，使用寿命延长一倍，并且较传统湿法涂层电极成本下降10%~20%，符合特斯拉的发展方向，我们认为特斯拉开发的新电池有较大概率采用干电极技术。而材料方面，根据相关文献介绍干电极技术是将聚四氟乙烯(PTFE)与活性电极材料颗粒纤维化形成薄膜，将薄膜压制在集电箔制成电极并缠绕隔膜形成电池。未来有望带动PTFE材料需求释放。

### ◆ 看好公司氟化工产业链一体化的全面布局，维持买入评级

当前时点制冷剂产业链有望迎来复苏，国家对于家电、汽车不断推出刺激消费政策有望进一步拉动公司制冷剂需求；非制冷剂业务业绩持续释放，PVDC、PTFE、氟橡胶等氟化工精细材料前景广阔，项目有望陆续达产构成新的增长点；此外公司在电子材料领域持续布局：与大基金合资的电子材料公司有望持续带来投资收益，受让集团科研院所资产进一步提升研发能力，参股集成电路投资公司拓展万亿IC市场，公司周期属性正逐步弱化。长期看好公司氟化工产业链一体化布局，预计公司19/20年实现归母净利润9.36/18.30亿，eps0.34/0.67，对应PE24.9/12.7倍，维持买入评级。

### ◆ 风险提示：原材料价格波动、需求不达预期



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	7581.6	7490.8	9282.5	11600.6	经营活动现金流	3190.0	1685.1	2068.2	2812.7
现金	3480.5	3482.4	4760.7	6462.4	净利润	2152.6	936.3	1829.7	2645.8
应收账款	1716.5	1621.6	1864.8	2144.5	折旧摊销	631.6	684.0	703.3	725.4
其它应收款	60.0	57.3	65.9	75.8	财务费用	-22.7	52.9	69.7	22.8
预付账款	137.4	144.3	156.2	172.7	投资损失	-196.8	-160.7	-160.7	-160.7
存货	1101.3	1148.3	1242.5	1373.9	营运资金变动	600.8	160.6	-403.5	-462.5
其他	1085.8	1037.0	1192.5	1371.4	其它	24.5	12.0	29.7	41.9
非流动资产	7685.2	7850.5	8046.7	8220.8	投资活动现金流	-2254.2	-689.3	-739.3	-739.3
长期投资	1203.2	1203.2	1203.2	1203.2	资本支出	-1053.5	-850.0	-900.0	-900.0
固定资产	5620.6	5817.4	5990.7	6143.5	长期投资	108.1	0.0	0.0	0.0
无形资产	759.2	727.7	750.5	771.9	其他	-1308.8	160.7	160.7	160.7
其他	102.2	102.2	102.2	102.2	筹资活动现金流	-449.8	-993.9	-50.6	-371.7
资产总计	15266.8	15341.4	17329.2	19821.4	短期借款	-126.8	-31.5	0.0	0.0
流动负债	2130.4	2328.1	2541.3	2699.3	长期借款	35.5	463.0	300.0	200.0
短期借款	131.5	100.0	100.0	100.0	其他	-358.6	-1425.5	-350.6	-571.7
应付账款	1069.2	1123.0	1215.1	1343.6	现金净增加额	485.9	1.9	1278.3	1701.6
其他	929.7	1105.1	1226.2	1255.6					
非流动负债	251.3	551.3	751.3	951.3	<b>主要财务比率</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	0.0	300.0	500.0	700.0	成长能力				
其他	251.3	251.3	251.3	251.3	营业收入	13.7%	-4.5%	15.0%	15.0%
负债合计	2381.7	2879.4	3292.6	3650.6	营业利润	114.8%	-55.2%	95.0%	44.5%
少数股东权益	300.1	313.3	339.1	376.4	归属母公司净利润	130.1%	-56.5%	95.4%	44.6%
归属母公司股东权益	12885.1	12462.0	14036.6	16170.9	获利能力				
负债和股东权益	15266.8	15341.4	17329.2	19821.4	毛利率	24.6%	17.1%	22.0%	25.0%
					净利率	13.7%	6.3%	10.6%	13.4%
<b>利润表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	ROE	17.2%	7.7%	13.4%	16.8%
营业收入	15656.3	14951.7	17194.5	19773.7	ROIC	16.5%	7.7%	12.9%	15.7%
营业成本	11801.6	12395.0	13411.7	14830.3	偿债能力				
营业税金及附加	122.1	119.6	34.4	39.5	资产负债率	15.6%	18.8%	19.0%	18.4%
营业费用	426.1	407.0	468.0	538.2	净负债比率	1.1%	3.9%	5.2%	5.5%
研发费用	496.4	553.0	595.0	625.0	流动比率	3.26	3.56	3.22	3.65
管理费用	410.7	392.3	451.1	518.8	速动比率	2.80	3.04	2.72	3.16
财务费用	-37.6	52.9	69.7	22.8	营运能力				
资产减值损失	32.2	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.06	1.03	0.97	0.99
公允价值变动收益	10.7	10.7	10.7	10.7	应收账款周转率	34.54	41.81	57.92	65.79
投资净收益	249.0	150.0	150.0	150.0	应付账款周转率	16.39	14.20	13.96	14.16
营业利润	2664.2	1192.7	2325.3	3359.8	每股指标(元)				
营业外收入	11.6	11.6	11.6	11.6	每股收益	0.44	0.78	0.34	0.67
营业外支出	54.9	54.9	54.9	54.9	每股经营现金	0.45	1.16	0.61	0.75
利润总额	2620.9	1149.3	2281.9	3316.4	每股净资产	5.11	4.56	4.40	4.97
所得税	437.8	199.9	426.4	633.3	估值比率				
净利润	2183.1	949.5	1855.5	2683.1	P/E	19.16	10.83	24.89	12.74
少数股东损益	30.4	13.2	25.8	37.3	P/B	1.66	1.86	1.93	1.71
归属母公司净利润	2152.6	936.3	1829.7	2645.8					
EBITDA	3224.9	1929.6	3098.2	4107.9					
EPS (元)	0.78	0.34	0.67	0.96					

资料来源：公司财务报告、粤开证券



## 分析师简介

于庭泽，清华大学本硕，2018年5月加入粤开证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.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

粤开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

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，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。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将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。粤开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“粤开证券研究”，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 楼粤开证券（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.ykzq.com](http://www.ykzq.com)