

产品景气底部，静待行业回暖

投资要点

- **业绩总结:** 公司 2019 年全年实现营业收入 155.95 亿元，同比-0.39%；实现归母净利润 8.95 亿元，同比-58.40%，拟每 10 股派现 1.2 元。
- **制冷剂等产品景气度回落。** 需求整体表现较弱，行业产能新增，制冷剂景气度回落，2019 年 R22、R134a、R32、R125 均价分别同比-18%、-10%、-30%、-42%，另外，自给原料氢氟酸、甲烷氯化物、三氯乙烯、四氯乙烯均价分别同比-18%、-7%、-10%、-34%，化工品烧碱、己内酰胺均价分别同比-21%、-22%，含氟聚合物 PTFE 均价同比-28%，原料萤石价格坚挺同比+6%，2019 年公司毛利率为 18.04%，同比下降 12.18 个百分点。公司收入持平主要是产销增加，氟化工原料销量 119 万吨(yoy+22.9%)、含氟聚合物销量 8.54 万吨(yoy+19.04%)、基础化工品等销量 214 万吨(yoy+37.88%)、食品包装材料销量 12.58 万吨(yoy+13.56%)、制冷剂销量 35 万吨(yoy+9.68%)。
- **行业景气底部徘徊，坚定看好龙头企业。** 需求低迷叠加突发疫情影响，2020 年制冷剂行业回暖被推迟，预计行业将在底部加速整合，有利于进一步巩固强化具备竞争力的龙头企业地位。具体来说，公司是国内制冷剂龙头，其中 2 代制冷剂受配额管理仍维持盈利，公司拥有 5.88 万吨配额，位居第 2，三代制冷剂竞争激烈且行业扩产意愿大幅下降，而公司拥有完善的产业链配套、渠道网络和客户优势，具备较强的竞争力。同时，公司正加快含氟聚合物等投入，公司产品结构将逐步优化，向高附加值产品延伸，并且随着单一业务占比降低，整体抗风险能力将提高。
- **静待制冷剂复苏，氟化工前景广阔。** 制冷剂供给端整体受政策制约，目前 2 代制冷剂供给受配额制约，并且配额是不断减少的，而空调替换市场需求仍有增长，因此能够始终保持较不错的盈利。2022 年 3 代制冷剂也将实施配管理，行业供给也将得到有效控制，份额占比大的龙头企业将受益。考虑到当前 3 代制冷剂行业竞争激烈，叠加疫情影响，行业可能会加快出清，市场份额向龙头企业集中。同时高端含氟聚合物在我国仍有很多空白领域，未来发展前景广阔。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2020-2022 年归母净利润分别 5.19/6.44/8.12 亿元，对应 PE 分别为 37/30/24 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 下游需求低迷；产品价格大幅下滑。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15595.23	16027.27	17151.01	18654.90
增长率	-0.39%	2.77%	7.01%	8.77%
归属母公司净利润(百万元)	895.36	518.80	644.46	811.77
增长率	-58.40%	-42.06%	24.22%	25.96%
每股收益 EPS(元)	0.33	0.19	0.23	0.30
净资产收益率 ROE	6.95%	4.06%	4.79%	5.69%
PE	21	37	30	24
PB	1.49	1.46	1.40	1.33

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

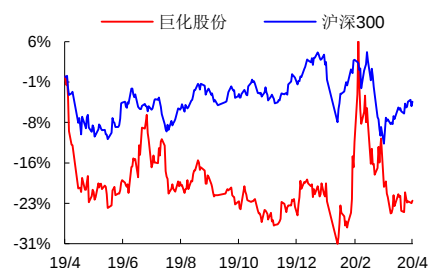
分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
 执业证号: S1250519080005
 电话: 021-58351839
 邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
 电话: 010-58251919
 邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	27.45
流通 A 股(亿股)	27.45
52 周内股价区间(元)	6.27-9.61
总市值(亿元)	191.61
总资产(亿元)	153.85
每股净资产(元)	4.70

相关研究

1. 巨化股份 (600160) 产品梳理 (2019-09-04)

关键假设：

假设 1：制冷剂价格保持平稳，R22 1.6/1.63/1.65 万元/吨，R32 1.55/1.6/1.6 万元/吨，R125 1.9/1.95/1.2 万元/吨；

假设 2：基础化工毛利率下降至 20%，氟化工原料业务毛利率维持 7%，含氟聚合物销量增加 2 万吨，己内酰胺增加至 15 万吨，含氟精细化学品 30%增速。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2019A	2020E	2021E	2022E
制冷剂	收入	40.14	40.69	41.77	42.12
	成本	31.86	35.80	36.00	36.06
	毛利率	21%	12%	14%	14%
氟化工原料	收入	15.81	12.73	13.16	13.63
	成本	14.76	11.80	12.22	12.70
	毛利率	7%	7%	7%	7%
基础化工	收入	25.62	25.00	25.00	25.00
	成本	19.10	20.00	20.00	20.00
	毛利率	25%	20%	20%	20%
含氟聚合物	收入	15.33	21.90	30.66	43.80
	成本	12.57	17.95	25.13	35.90
	毛利率	18%	18%	18%	18%
石化材料	收入	12.88	13.23	13.52	13.81
	成本	11.34	12.65	12.65	12.65
	毛利率	12%	4%	6%	8%
食品包装材料	收入	7.43	7.68	7.98	8.27
	成本	6.45	6.67	6.93	7.18
	毛利率	13%	13%	13%	13%
含氟精细化学品	收入	0.99	1.28	1.67	2.17
	成本	0.53	0.70	0.90	1.18
	毛利率	46%	46%	46%	46%
其他	收入	37.75	37.75	37.75	37.75
	成本	36.59	36.59	36.59	36.59
	毛利率	3%	3%	3%	3%
合计	收入	155.95	160.27	171.50	186.54
	成本	133.20	142.15	150.42	162.25
	毛利率	15%	11%	12%	13%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15595.23	16027.27	17151.01	18654.90	净利润	918.06	548.80	674.46	841.77
营业成本	13319.96	14215.47	15042.57	16225.55	折旧与摊销	675.71	322.44	322.44	322.44
营业税金及附加	70.96	64.11	102.91	111.93	财务费用	-35.50	-32.05	-34.30	-37.31
销售费用	439.34	448.76	488.80	531.66	资产减值损失	-77.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	521.48	785.34	857.55	932.74	经营营运资本变动	1092.58	486.54	-26.31	-79.35
财务费用	-35.50	-32.05	-34.30	-37.31	其他	-690.19	-78.72	-119.28	-93.91
资产减值损失	-77.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1882.82	1247.01	817.01	953.65
投资收益	97.11	100.00	100.00	100.00	资本支出	-1360.13	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-348.22	100.00	100.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1708.35	100.00	100.00	100.00
营业利润	1066.43	645.64	793.48	990.32	短期借款	-68.47	-63.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.80	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1064.63	645.64	793.48	990.32	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	146.57	96.85	119.02	148.55	支付股利	0.00	-179.07	-103.76	-128.89
净利润	918.06	548.80	674.46	841.77	其他	-691.18	-44.17	34.30	37.31
少数股东损益	22.70	30.00	30.00	30.00	筹资活动现金流净额	-759.65	-286.24	-69.46	-91.58
归属母公司股东净利润	895.36	518.80	644.46	811.77	现金流量净额	-564.26	1060.77	847.55	962.07
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1863.76	2924.53	3772.08	4734.15	成长能力				
应收和预付款项	818.80	861.61	900.11	986.34	销售收入增长率	-0.39%	2.77%	7.01%	8.77%
存货	1016.97	1064.06	1146.49	1230.72	营业利润增长率	-59.97%	-39.46%	22.90%	24.81%
其他流动资产	2758.63	2330.60	2373.16	2430.10	净利润增长率	-57.94%	-40.22%	22.90%	24.81%
长期股权投资	1075.21	1075.21	1075.21	1075.21	EBITDA 增长率	-47.62%	-45.15%	15.55%	17.92%
投资性房地产	67.48	67.48	67.48	67.48	获利能力				
固定资产和在建工程	6786.91	6539.93	6292.96	6045.99	毛利率	14.59%	11.30%	12.29%	13.02%
无形资产和开发支出	763.18	692.20	621.22	550.24	三费率	5.93%	7.50%	7.65%	7.65%
其他非流动资产	234.36	229.87	225.38	220.89	净利率	5.89%	3.42%	3.93%	4.51%
资产总计	15385.30	15785.49	16474.08	17341.11	ROE	6.95%	4.06%	4.79%	5.69%
短期借款	63.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.97%	3.48%	4.09%	4.85%
应付和预收款项	1658.65	1820.62	1931.39	2075.35	ROIC	8.98%	5.47%	7.12%	9.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.94%	5.84%	6.31%	6.84%
其他负债	446.86	454.58	461.70	471.89	营运能力				
负债合计	2168.51	2275.19	2393.09	2547.24	总资产周转率	1.02	1.03	1.06	1.10
股本	2745.17	2745.17	2745.17	2745.17	固定资产周转率	2.96	2.99	3.35	3.83
资本公积	4549.45	4549.45	4549.45	4549.45	应收账款周转率	47.31	41.63	43.94	44.49
留存收益	5708.81	6048.53	6589.23	7272.11	存货周转率	12.34	13.52	13.47	13.59
归属母公司股东权益	12891.89	13155.40	13696.09	14378.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.13%	—	—	—
少数股东权益	324.90	354.90	384.90	414.90	资本结构				
股东权益合计	13216.79	13510.30	14080.99	14793.88	资产负债率	14.09%	14.41%	14.53%	14.69%
负债和股东权益合计	15385.30	15785.49	16474.08	17341.11	带息债务/总负债	2.91%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.52	3.70	3.97	4.24
					速动比率	2.96	3.15	3.42	3.68
					股利支付率	0.00%	34.52%	16.10%	15.88%
					每股指标				
					每股收益	0.33	0.19	0.23	0.30
					每股净资产	4.70	4.79	4.99	5.24
					每股经营现金	0.69	0.45	0.30	0.35
					每股股利	0.00	0.07	0.04	0.05
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	1706.64	936.03	1081.62	1275.46					
PE	21.40	36.93	29.73	23.60					
PB	1.49	1.46	1.40	1.33					
PS	1.23	1.20	1.12	1.03					
EV/EBITDA	8.93	15.09	12.27	9.65					
股息率	0.00%	0.93%	0.54%	0.67%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn