

巨化股份 (600160.SH) 静待周期景气复苏，龙头有望逆势脱颖而出

2020 年 04 月 27 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
金益腾（分析师）
张玮航（联系人）
吉金（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

zhangweihaang@kysec.cn

jijin@kysec.cn

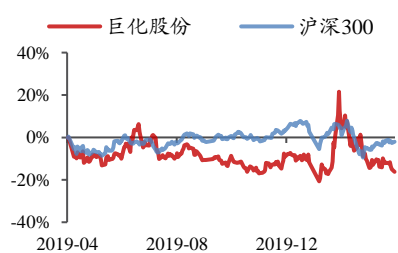
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790119120025

证书编号：S0790120030003

日期	2020/4/27
当前股价(元)	6.62
一年最高最低(元)	9.79/6.02
总市值(亿元)	181.73
流通市值(亿元)	181.73
总股本(亿股)	27.45
流通股本(亿股)	27.45
近 3 个月换手率(%)	133.39

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-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

● 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

公司发布《2020 年第一季度报告》：2020 年 Q1，制冷剂终端需求低迷，行业景气下行，公司实现营业收入 33.33 亿元（同比-11.58%）；实现归母净利润 1,190.41 万元（同比-96.78%）。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润分别 8.91、10.99、12.24 亿元，EPS 分别 0.32、0.40、0.45 元/股，对应当前股价 PE 分别 20.4、16.5、14.8 倍。中长期我们仍看好氟化工产业链格局向好，维持公司“买入”评级。

● 制冷剂行业加速淘汰出清，龙头有望逆势脱颖而出

受 NCP 疫情影响，我国空调、冰箱、汽车产量下滑，制冷剂需求受到冲击。据国家统计局数据，2020 年 Q1 我国空调、家用电冰箱、汽车产量分别为 3,688 万台、1,373 万台、347 万辆，分别同比-29.06%、-25.24%、-44.98%。3 月份物流、复工渐入佳境，而空调厂家 4 月份排产量仍较 3 月份下滑 20%-30%。受累于终端需求疲弱，目前制冷剂企业订单较少，制冷剂装置开工率维持低位。在行业供需格局阶段性不平衡的背景下，目前我国三代制冷剂已进入激烈竞争、行业加速淘汰出清阶段。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。我们看好公司行业龙头地位持续巩固，并有望在逆势中脱颖而出，引领氟化工行业景气周期复苏。

● 看好公司高水平运营能力与内生效益，静待周期新起点

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。公司长期以来保持着高水平运营能力与内生效益，未来公司产业链还将协同发展，将向价值中高端延伸。公司产品结构持续优化，含氟聚合物营收占比从 2014 年的 7.15% 持续提升至 2019 年的 9.83%，助力公司业绩平抑氟化工周期波动。未来，公司将通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化调整效益等，提升生产装置竞争力水平、谋划产业空间优化布局、精心组织生产经营。周期底部不悲观，我们静待氟化工周期新起点。

● 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	15,901	16,768	17,854
YOY(%)	13.7	-0.4	2.0	5.5	6.5
归母净利润(百万元)	2,153	895	891	1,099	1,224
YOY(%)	130.1	-58.4	-0.4	23.2	11.4
毛利率(%)	24.6	14.6	16.9	17.5	17.2
净利率(%)	13.7	5.7	5.6	6.6	6.9
ROE(%)	16.9	6.9	6.6	7.7	8.1
EPS(摊薄/元)	0.78	0.33	0.32	0.40	0.45
P/E(倍)	8.4	20.3	20.4	16.5	14.8
P/B(倍)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2

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	7295	8585	9591
现金	2519	1864	1478	3739	3433
应收票据及应收账款	1716	661	1763	793	1929
其他应收款	66	18	67	23	73
预付账款	137	140	143	156	162
存货	1101	1017	1085	1116	1235
其他流动资产	2041	2758	2758	2758	2758
非流动资产	7685	8927	8517	8304	8118
长期投资	1069	1075	1082	1091	1100
固定资产	5049	5488	5304	5237	5146
无形资产	704	747	762	782	816
其他非流动资产	863	1616	1369	1194	1057
资产总计	15267	15385	15812	16889	17709
流动负债	2130	1836	1686	1987	1914
短期借款	131	63	63	63	63
应付票据及应付账款	1069	1341	1051	1453	1221
其他流动负债	930	433	572	471	630
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	2018	2319	2246
少数股东权益	300	325	340	358	380
股本	2745	2745	2745	2745	2745
资本公积	4549	4549	4549	4549	4549
留存收益	5225	5709	5963	6659	7390
归属母公司股东权益	12585	12892	13454	14212	15083
负债和股东权益	15267	15385	15812	16889	17709

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3190	1883	-36	2866	357
净利润	2183	918	907	1117	1247
折旧摊销	632	676	607	657	717
财务费用	-38	-36	-29	-57	-85
投资损失	-197	-97	-144	-120	-133
营运资金变动	530	295	-1373	1273	-1385
其他经营现金流	80	126	-3	-4	-4
投资活动现金流	-2254	-1708	-50	-321	-394
资本支出	1053	1757	-417	-222	-195
长期投资	-246	-49	-7	-9	-9
其他投资现金流	-1447	0	-473	-552	-597
筹资活动现金流	-450	-760	-300	-284	-269
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	-300	-284	-269
现金净增加额	519	-564	-386	2261	-306

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15656	15595	15901	16768	17854
营业成本	11802	13320	13218	13840	14781
营业税金及附加	122	71	102	109	113
营业费用	426	439	440	468	497
管理费用	411	521	669	660	630
研发费用	496	498	506	534	569
财务费用	-38	-36	-29	-57	-85
资产减值损失	32	-78	-23	-54	-42
其他收益	52	275	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	3	4	4
投资净收益	197	97	144	120	133
资产处置收益	-0	3	0	0	0
营业利润	2664	1066	1165	1391	1530
营业外收入	12	32	38	24	27
营业外支出	55	34	41	41	40
利润总额	2621	1065	1162	1374	1517
所得税	438	147	256	257	270
净利润	2183	918	907	1117	1247
少数股东损益	30	23	15	18	22
归母净利润	2153	895	891	1099	1224
EBITDA	3185	1688	1723	1956	2130
EPS(元)	0.78	0.33	0.32	0.40	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	2.0	5.5	6.5
营业利润(%)	115.1	-60.0	9.3	19.4	10.0
归属于母公司净利润(%)	130.1	-58.4	-0.4	23.2	11.4
获利能力					
毛利率(%)	24.6	14.6	16.9	17.5	17.2
净利率(%)	13.7	5.7	5.6	6.6	6.9
ROE(%)	16.9	6.9	6.6	7.7	8.1
ROIC(%)	16.4	6.6	6.3	7.2	7.5
偿债能力					
资产负债率(%)	15.6	14.1	12.8	13.7	12.7
净负债比率(%)	-16.5	-11.3	-8.1	-23.2	-19.8
流动比率	3.6	3.5	4.3	4.3	5.0
速动比率	2.5	2.3	3.0	3.2	3.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
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)	0.78	0.33	0.32	0.40	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.16	0.69	-0.01	1.04	0.13
每股净资产(最新摊薄)	4.58	4.70	4.90	5.18	5.49
估值比率					
P/E	8.4	20.3	20.4	16.5	14.8
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.8	9.0	9.1	6.9	6.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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的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