

分析师: 顾敏豪

登记编码: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50586308

制冷剂景气有望触底, 收购浙石化股权将增厚公司业绩

——巨化股份(600160)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

买入(首次)

市场数据(2021-01-25)

收盘价(元)	8.93
一年内最高/最低(元)	9.79/6.02
沪深300指数	5625.92
市净率(倍)	1.87
流通市值(亿元)	241.09

基础数据(2020-9-30)

每股净资产(元)	4.62
每股经营现金流(元)	0.14
毛利率(%)	9.20
净资产收益率-摊薄(%)	0.31
资产负债率(%)	19.81
总股本/流通股(万股)	269974.61/269974.61
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

- 《巨化股份(600160)中报点评: 产品盈利下滑影响业绩, 布局高附加值产品保障长期成长》 2019-09-03
- 《巨化股份(600160)年报点评: 氟化工维持高景气, 公司业绩创新高》 2019-04-23
- 《巨化股份(600160)公司点评报告: 制冷剂景气提升, 二季度业绩靓丽》 2018-07-26

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

发布日期: 2021年01月25日

事件: 公司公布2020年业绩预减公告, 预计2020年实现归属于上市公司股东的净利润同比减少8.1-7.75亿元, 同比减少87%到90%, 预计扣非后的净利润同比减少6.47-6.82亿元, 同比减少113%至119%。

- **氟化工行业景气下行导致业绩下滑。** 2020年受需求下滑、行业竞争加剧、新冠疫情冲击等因素影响, 氟化工行业景气度大幅下行, 公司产品市场需求减弱, 产品价格同比出现较大幅度下跌, 导致了全年业绩的下滑。从公司经营数据看, 2020年公司产品中除食品包装材料外, 其余产品销售价格均出现下滑, 其中氟化工原料销售均价2504.4元/吨, 同比下跌15.20%; 制冷剂均价13574.8元/吨, 下跌26.52%; 含氟聚合物均价38116.5元/吨, 下跌15.75%; 含氟精细化学品均价71690元/吨, 下跌33.47%, 石化材料销售均价8818元/吨, 下跌21.30%, 基础化工产品销售均价1555.1元/吨, 下跌3.35%, 食品包装材料均价10050元/吨, 上涨1.00%。尽管公司原材料价格同样以下跌为主, 但由于产品价格下跌复苏较大, 毛利率下滑导致了公司营业利润率和净利润的大幅下滑。从单季度业绩来看, 公司预计四季度实现净利润4686万元-8456万元, 扣非后净利润530万元至4030万元, 环比持续改善。

- **以量补价, 公司产品销量保持增长。** 面对不利挑战, 公司精心组织生产经营, 发挥产业链完整优势, 优化产品结构, 实现了多数重点产品产销量的增长, 在行业下行周期实现了市场份额的增长。2020年公司制冷剂销售27.38万吨, 同比增长21.23%; 含氟聚合物材料销售3.65万吨, 同比增长9.23%, 含氟精细化学品销量2784吨, 同比增长79.40%, 食品包装材料销量7.9万吨, 同比增长4.96%, 石化材料销量14.14万吨, 同比增长23.01%。

- **制冷剂行业景气触底, 公司龙头地位稳固。** 根据蒙特利尔协议, 三代制冷剂则将从2024年开始实行配额制并逐步削减产量, 2020-2022年处于各大企业扩大市场份额以抢占配额的阶段, 这也是制冷剂行业近年来竞争加剧, 景气下滑的重要因素。目前三代制冷剂扩产已近尾声, 未来行业供给扩张弹性较小。需求面, 2020年我国空调产量受疫情冲击大幅下滑, 随着全球经济复苏, 空调产量恢复增长的可能性较大, 推动制冷剂供需向好, 行业景气触底的概率较大。未来随着行业逐步实行配额制, 制冷剂供需有望大幅好转。公司三代制冷剂产能国内第一, 龙头地位稳固, 有望受益行业的复苏。

- **收购浙石化20%股权有望增厚公司投资收益, 降低业绩的波动性。** 2020年9月, 公司公告计划以发行股份及支付现金的方式收购大股东巨化

集团持有的浙石化 20% 股权。浙石化是我国民营炼化领域的领军企业，目前拥有炼化产能 2000 万吨，2020 年上半年浙石化实现净利润 44.81 亿元。随着二期项目投产，未来浙石化炼化产能将提升至 4000 万吨。此次收购事项若能顺利实施，参股浙石化的投资收益将显著增厚公司的投资业绩，降低公司业绩的波动性。

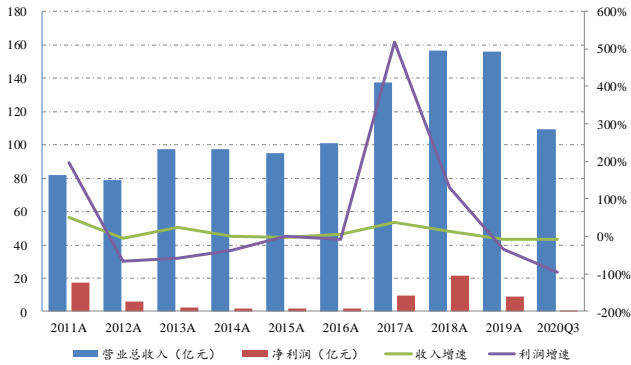
- **盈利预测与投资建议。**不考虑重组因素，预计公司 2020、2021 年 EPS 为 0.04 元和 0.35 元，以 1 月 22 日收盘价 8.12 元计算，PE 分别为 198 倍和 23.4 倍。考虑到行业前景及公司的行业地位，给予“买入”的投资评级。

风险提示：行业竞争加剧、下游需求下滑、收购事项进展低于预期

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,656	15,595	14,036	16,141	18,078
增长比率(%)	13.7	-0.4	-10.0	15.0	12.0
净利润(百万元)	2,153	895	111	936	1,749
增长比率(%)	130.1	-58.4	-87.6	743.7	86.8
每股收益(元)	0.80	0.33	0.04	0.35	0.65
市盈率(倍)	10.2	24.5	197.6	23.4	12.5

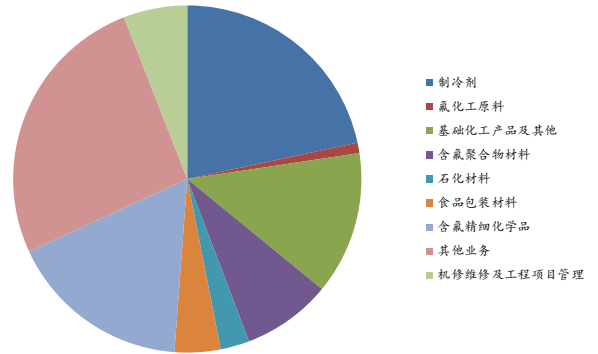
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



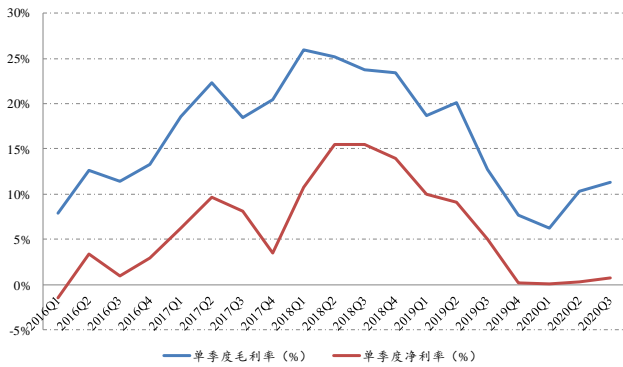
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



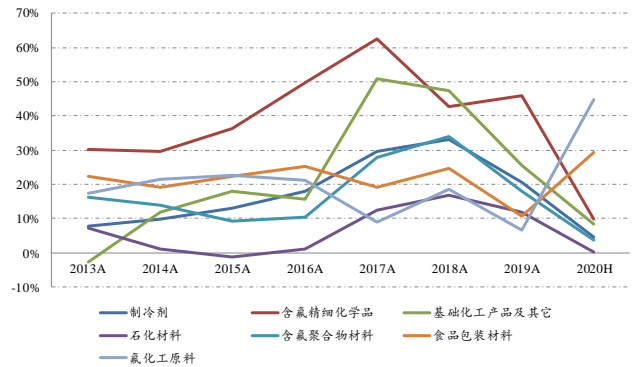
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司单季度盈利能力



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分产品毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7582	6458	7203	7968	8949
现金	2519	1864	1789	2849	3077
应收票据及应收账款	1716	661	1479	982	1774
其他应收款	66	18	57	30	68
预付账款	137	140	110	178	144
存货	1101	1017	1010	1172	1128
其他流动资产	2041	2758	2758	2758	2758
非流动资产	7685	8927	7701	8038	8180
长期投资	1069	1075	1086	1096	1107
固定资产	5049	5488	4562	4977	5176
无形资产	704	747	762	782	816
其他非流动资产	863	1616	1292	1183	1081
资产总计	15267	15385	14904	16006	17129
流动负债	2130	1836	1571	2073	1751
短期借款	131	63	63	63	63
应付票据及应付账款	1069	1341	965	1517	1099
其他流动负债	930	433	543	493	588
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	1903	2405	2083
少数股东权益	300	325	327	349	388
股本	2745	2745	2745	2745	2745
资本公积	4549	4549	4549	4549	4549
留存收益	5225	5709	5741	6338	7386
归属母公司股东权益	12585	12892	12673	13252	14658
负债和股东权益	15267	15385	14904	16006	17129

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3190	1883	-545	2221	1250
净利润	2183	918	113	957	1788
折旧摊销	632	676	587	642	741
财务费用	-38	-36	-37	-50	-67
投资损失	-197	-97	-124	-123	-136
营运资金变动	530	295	-1085	796	-1075
其他经营现金流	80	126	0	-2	-1
投资活动现金流	-2254	-1708	763	-854	-745
资本支出	1053	1757	-1236	327	131
长期投资	-246	-49	-10	-11	-11
其他投资现金流	-1447	0	-484	-538	-625
筹资活动现金流	-450	-760	-292	-307	-276
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	-292	-307	-276
现金净增加额	519	-564	-75	1060	228

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15656	15595	14036	16141	18078
营业成本	11802	13320	12744	13720	14462
营业税金及附加	122	71	109	126	141
营业费用	426	439	407	461	521
管理费用	411	521	435	484	551
研发费用	496	498	463	565	633
财务费用	-38	-36	-37	-50	-67
资产减值损失	32	-78	14	16	18
其他收益	52	275	110	193	151
公允价值变动收益	11	0	0	2	1
投资净收益	197	97	124	123	136
资产处置收益	-0	3	0	0	0
营业利润	2664	1066	134	1135	2107
营业外收入	12	32	38	24	27
营业外支出	55	34	39	41	42
利润总额	2621	1065	133	1119	2092
所得税	438	147	20	161	304
净利润	2183	918	113	957	1788
少数股东损益	30	23	2	21	39
归属母公司净利润	2153	895	111	936	1749
EBITDA	3185	1688	669	1695	2747
EPS (元)	0.80	0.33	0.04	0.35	0.65

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	13.7	-0.4	-10.0	15.0	12.0
营业利润 (%)	115.1	-60.0	-87.5	749.1	85.6
归属母公司净利润 (%)	130.1	-58.4	-87.6	743.7	86.8
获利能力					
毛利率 (%)	24.6	14.6	9.2	15.0	20.0
净利率 (%)	13.7	5.7	0.8	5.8	9.7
ROE (%)	16.9	6.9	0.9	7.0	11.9
ROIC	16.4	6.6	0.5	6.6	11.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	15.6	14.1	12.8	15.0	12.2
净负债比率 (%)	-16.5	-11.3	-11.0	-18.3	-18.0
流动比率	3.6	3.5	4.6	3.8	5.1
速动比率	2.5	2.3	3.2	2.7	3.8
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	1.0	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	0.04	0.35	0.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.16	0.92	-0.20	0.82	0.46
每股净资产 (最新摊薄)	4.66	4.78	4.69	4.91	5.43
估值比率					
P/E	10.2	24.5	197.6	23.4	12.5
P/B	1.7	1.7	1.7	1.7	1.5
EV/EBITDA	6.1	11.5	29.1	10.9	6.6

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。