

证券研究报告—动态报告

基础化工

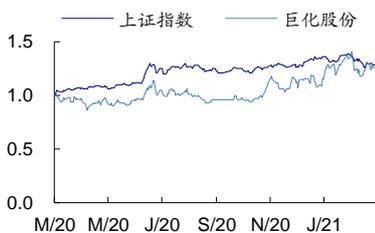
化学原料

巨化股份(600160)
增持

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,700/2,700
总市值/流通(百万元)	24,001/24,001
上证综指/深圳成指	3,443/13,761
12个月最高/最低(元)	10.20/6.10

相关研究报告:

《巨化股份-600160-2019 年年报和 2020 年一季度报点评: 公司以量补价, 巩固龙头地位》— 2020-05-02

证券分析师: 杨林

电话:
E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306
E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519040001

证券分析师: 薛聪

电话:
E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001

联系人: 张玮航

电话:
E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩已探底, 逆势仍实现产品结构优化与核心业务成长

● 周期景气底部, 公司业绩已探底, 全年业绩符合预期

3月22日, 公司公告《2020 年度报告》: 受多项重大不利因素共振冲击, 氟化工行业周期景气下行, 公司生产经营遭受冲击。2020 全年, 公司整体实现营业收入 160.54 亿元 (同比-0.1%); 实现归母净利润 9,537.52 万元 (同比-89.4%)。周期景气底部, 行业环境已对公司业绩进行了较为全面的风险测试, 公司业绩已探底, 符合我们预期。

● 逆势中仍实现产品结构优化、核心业务成长, 静待周期景气反转

受行业景气下行影响, 公司经营产品价格及利润水平大幅下跌: 2020 年, 氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、含氟精细化学品均价分别为 2,504、13,575、38,116、71,690 元/吨, 同比-15.20%、-26.52%、-15.75%、-33.47% 等; 然而公司仍在逆势中实现了产品结构的大幅优化: 氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、含氟精细化学品等外销量分别为 30.89、27.38、3.65、0.28 万吨, 同比-17.72%、+21.23%、+9.23%、+79.40%, 核心业务保持了较快成长。公司核心装置高负荷经济运行, 全年平均负荷 92%, 远高于同行。行业景气已探底, 静待公司将引领周期反转。

● 拟收购浙石化 20% 股权, 进一步做大做强公司石化新材料业务

公司拟以发行股份及支付现金的方式收购浙江巨化投资持有的浙石化公司 20% 股权。据公司公告, 公司及各相关方正积极推进本次交易涉及的审计、评估及尽职调查等各项工作。若巨化股份收购事宜成功实施, 则巨化股份将成为桐昆投资并列的第二大股东。我们看好收购浙石化 20% 股权后带来的投资收益, 将平抑氟化工周期波动对公司经营业绩带来的影响; 同时, 公司将进一步协同发展炼化一体化项目及后续石化新材料业务。

● 风险提示:

氟化工需求疲弱; 新项目投产进度不及预期; 产品价格大幅下滑等。

● 投资建议: 维持“增持”评级。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 6.42/10.14/14.67 亿元, 同比 573.5%/57.8%/44.7%, 摊薄 EPS 为 0.24/0.38/0.54 元, 对应 PE 为 37.4/23.7/16.4 倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,595	16,054	17,394	20,692	21,849
(+/-%)	-0.4%	2.9%	8.3%	19.0%	5.6%
净利润(百万元)	895	95	642	1014	1467
(+/-%)	-58.4%	-89.3%	573.5%	57.8%	44.7%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.04	0.24	0.38	0.54
EBIT Margin	8.0%	2.4%	4.4%	5.9%	8.1%
净资产收益率(ROE)	6.9%	0.8%	4.9%	7.3%	9.8%
市盈率(PE)	27.3	251.6	37.4	23.7	16.4
EV/EBITDA	13.9	23.5	18.3	14.1	11.4
市净率(PB)	1.89	1.92	1.85	1.74	1.60

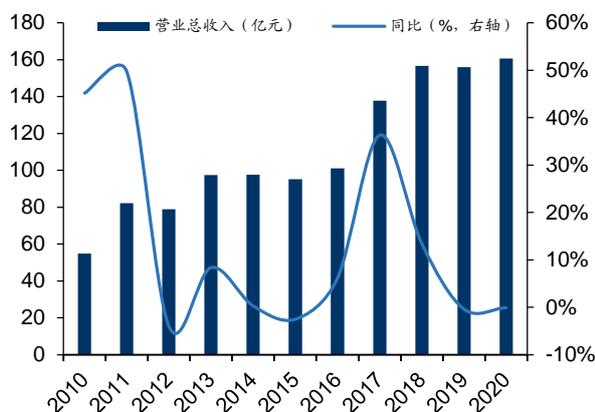
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

周期景气底部，公司业绩已探底，全年业绩符合预期

2021年3月22日，公司公布《2020年度报告》：受新冠肺炎、全球经济衰退、国内生产总值同比增长下行至2.3%、行业周期下行探底、《蒙特利尔议定书》基加利修正案引发的HFCs预期配额争夺等不利因素叠加影响，公司生产经营遭受冲击。2020全年，公司实现营业收入160.54亿元，同比减少0.1%；实现归母净利润9,537.52万元，同比减少89.4%；基本每股收益0.04元，同比减少87.9%。整体来看，2020年氟化工行业周期景气下行，公司受到多项重大不利因素的叠加共振冲击，对公司进行了较为全面的风险测试，周期景气底部，公司业绩已探底，符合我们预期。

图 1：公司营业收入：近年来持续增长



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润：2020 年业绩已探底

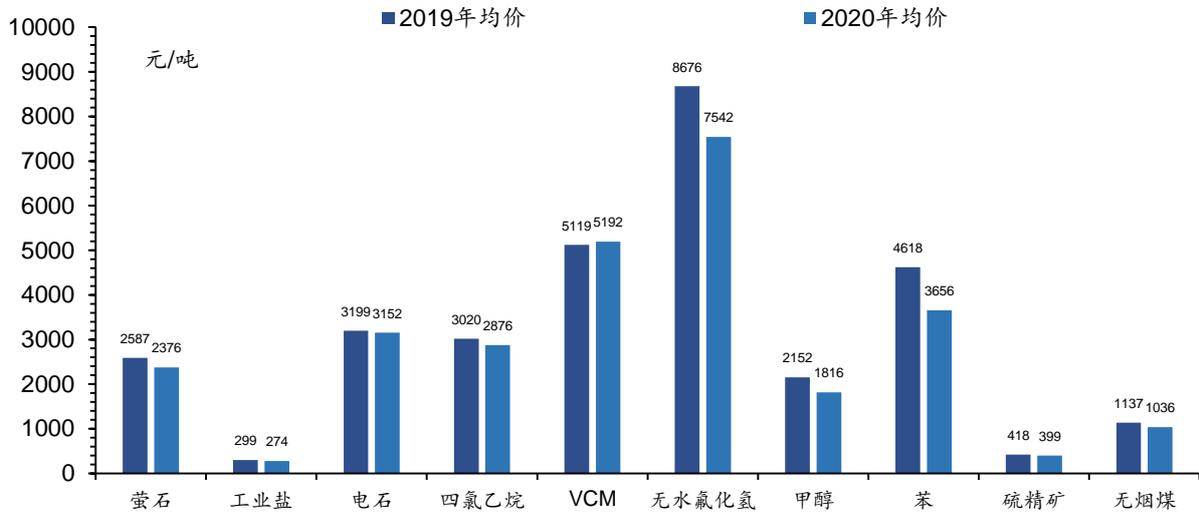


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2020年以来，受NCP疫情、经济周期下行、中美贸易摩擦等影响，空调、汽车行业产销量双双下滑，氟化工产业链终端需求减弱。（1）空调方面，据产业在线数据，2020年家用空调全年生产14,490万台，同比下降5.2%，总销量14,146万台，同比下降6.1%。其中内销总量8,028万台，同比下降12.9%，出口6,118万台，同比增长4.7%。（2）汽车方面，据中国汽车工业协会数据，2020年，我国汽车生产与销售分别完成2,522.5万辆和2,531.1万辆，较2019年同比下降2%和1.9%。其中，乘用车产销1,999.4万辆和2,017.8万辆，同比下降6.5%和6.0%。

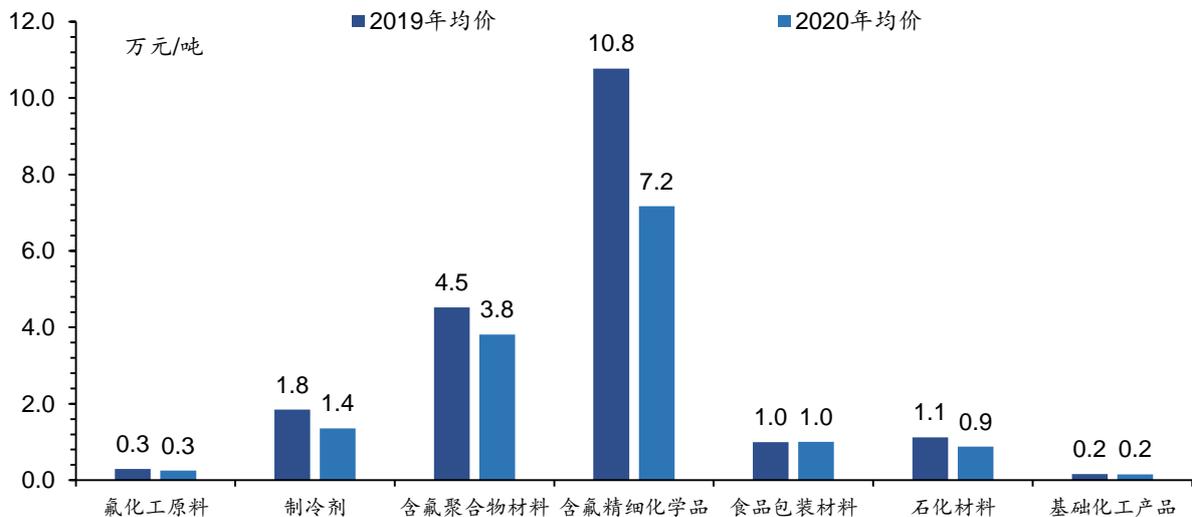
受行业景气下行影响，公司主要经营产品价格及利润水平大幅下跌。据公司公布的《主要经营数据公告》，2020年，（1）原材料：公司主要原材料价格同比总体下降。其中：萤石、工业盐、电石、四氯化碳、无水氟化氢、甲醇、苯等产品价格分别-8.1%、-8.4%、-1.5%、-4.8%、-13.1%、-15.6%、-20.8%，因原材料价格下降同比增利7.45亿元；（2）产品售价：公司氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、含氟精细化学品等均价分别为2,504、13,575、38,116、71,690元/吨，同比-15.20%、-26.52%、-15.75%、-33.47%等，因产品价格同比下降减利约20.18亿元。整体来看，受产业链的需求疲弱影响，公司产品价格、原材料价格同比“双降”，而产品价格下降影响大于原材料价格下降影响，相抵后减利12.73亿元。

图 3：2020 年公司原材料采购价格：原材料成本均小幅下滑，氢氟酸成本大幅下滑



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：2020 年公司各产品销售价格大幅下跌

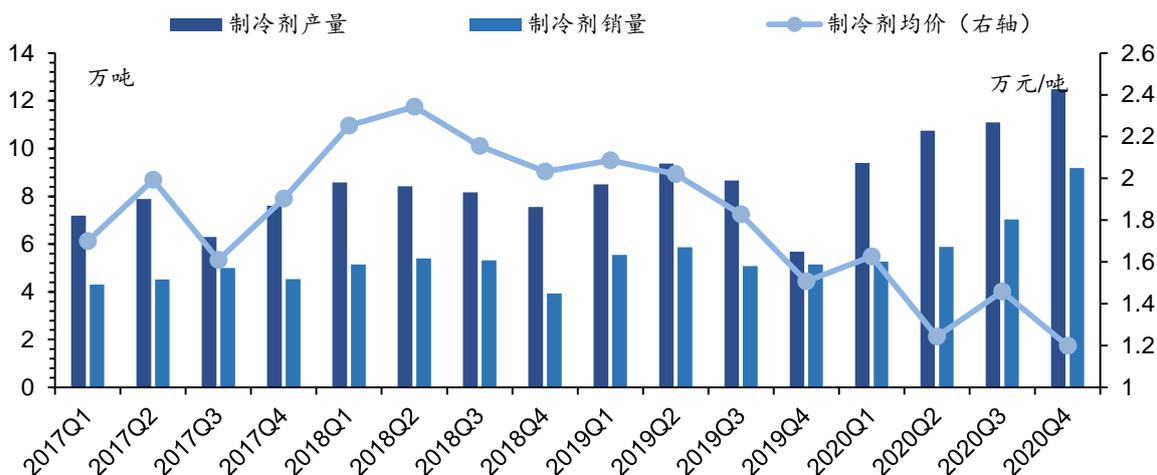


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从运营角度来看，在周期景气度不佳的背景下，公司仍实现了产品结构大幅优化，HFCs、氟聚合物、含氟精细化工产品保持了较快成长。2020 年，公司核心装置高负荷经济运行，全年平均负荷 92%，远高于同行，重点产品逆势实现了大幅增长：2020 年，公司氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、含氟精细化学品等外销量分别为 30.89、27.38、3.65、0.28 万吨，同比-17.72%、+21.23%、+9.23%、+79.40%。此外，公司第二套第四代氟制冷剂—10kt/a 氟化学品联产（一期）项目 5.5kt/aHFOs、270kt/a 环保型氟产品（一期 AHF、二期 R32）、4kt/a 改性 PTFE、2kt/aPFA、1.5kt/a 全氟烷基碘化物、20kt/aTFE、300kt/a 制酸工艺技术优化改造项目一期工程、1000m³/h 高纯氢气、25 吨/天制冷剂半自动小包装充装、1kt/a 悬浮 PVDF 等装置先后投入运行，公司在“延链、补

链、补短板、强强项”等方面继续发力，产业层次和竞争力明显提升。近 3 年来，公司含氟聚合物取得技术创新突破，实现量质齐升，PTFE 实现原装置产能 2 倍以上增长，且产品结构进一步丰富、品质大幅提高，实现 ETFE 树脂、PFA、悬浮聚偏氟乙烯（锂电池粘结剂用）等新产品的产业化，产品结构进一步丰富。在氟化工周期下行的背景下，公司仍通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化等，逆势扩张产量、稳步经营。

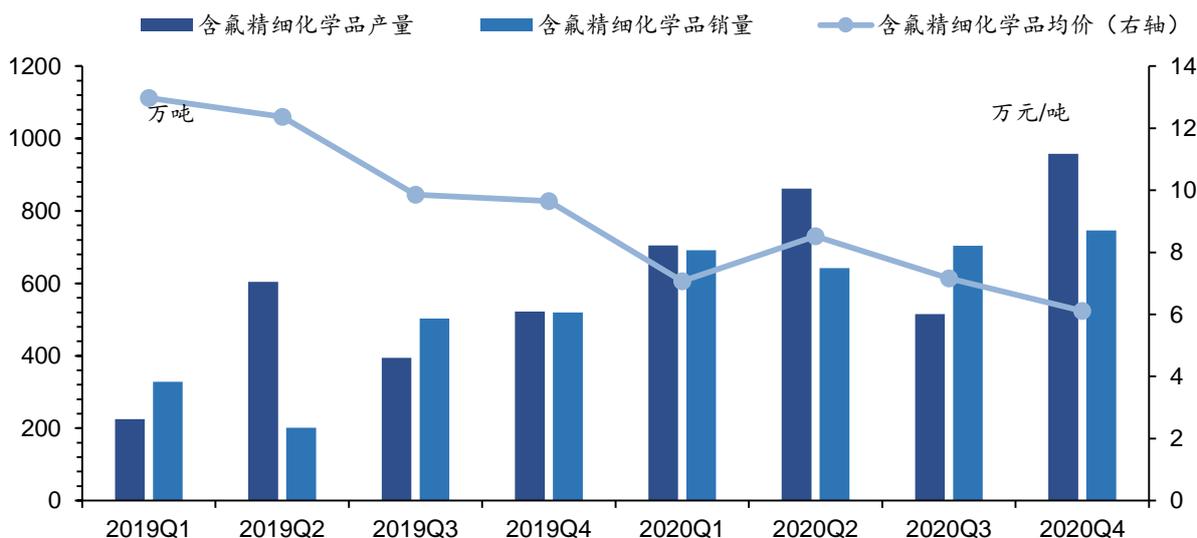
图 5：2020 年公司重点产品逆势实现了大幅增长：制冷剂业务价减而量增



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

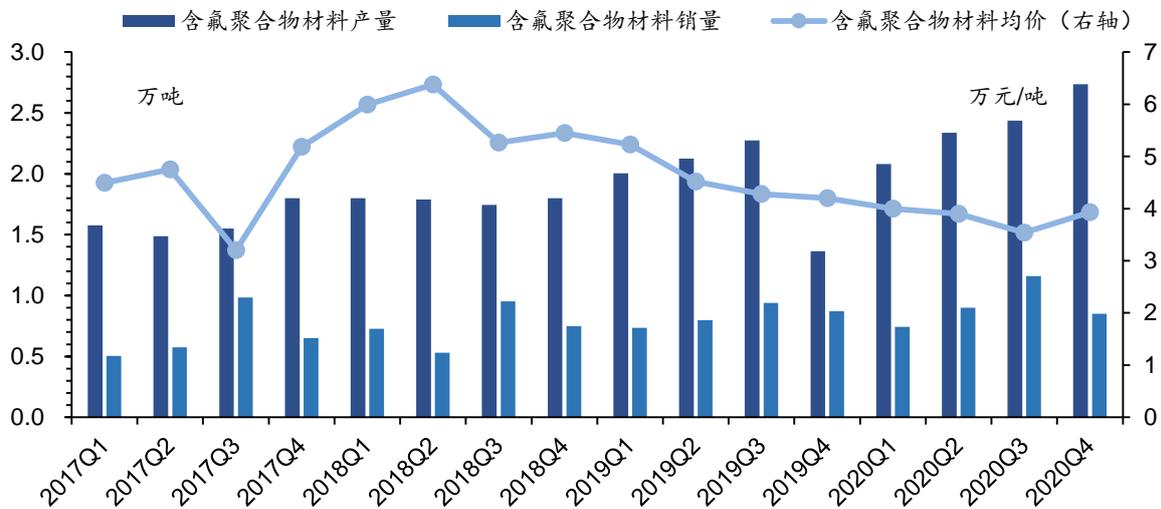
备注：2020 年经营数据中，公司将 HCFC-141b 产品、一氟甲烷产品从氟化工原料中调出，分别调入制冷剂、基础化工产品中统计

图 6：2020 年公司含氟精细化学品逆势实现了产品产销量和市场占有率提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 7：2020 年氟聚合物保持了较快成长，外销量同比增长 35.3%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

启动收购控股股东全资子公司所持浙江石油化工有限公司 20% 股权的重大资产重组，协同发展炼化一体化项目后续石化新材料业务，进一步做大做强公司石化新材料业务。2020 年 9 月，公司启动了重大资产重组，拟以发行股份及支付现金的方式收购浙江巨化投资有限公司持有的浙江石油化工有限公司 20% 股权；同时拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金。浙石化主要从事石油炼化，主要产品为芳烃、烯烃、成品油等。在本次收购前，浙石化 4 名股东分别为荣盛石化、巨化投资、桐昆投资及舟山海综，持股比例分别为 51%、20%、20%及 9%。若巨化股份收购事宜成功实施，则巨化股份将成为仅次于荣盛石化，与桐昆投资并列的第二大股东。截至 2021 年 3 月 10 日，据公司公告，公司及各相关方正积极推进本次交易涉及的审计、评估及尽职调查等各项工作。我们看好收购浙石化 20% 股权后带来的投资收益，将平抑氟化工周期波动对公司经营业绩带来的影响；同时，公司将协同发展炼化一体化项目后续石化新材料业务，进一步做大做强公司石化新材料业务。未来，公司将继续结合省新材料创新高地建设，加快切入石化新材料产业，探索可降解新材料、石化精细化学品等产业布局，推动正丙醇、异丙醇、环氧氯丙烷等项目落地，打造公司新增长极。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。**从氟制冷剂行业格局来看**，目前三代制冷剂产品的价格及价差均已进入底部区间，而配额管理即将在立法层面落地，随着供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，我们看好三代制冷剂有望迎来景气反转的拐点。公司持续逆势扩张，我们看好到 2022 年后公司在三代制冷剂行业的市占率有望达到 30%-40%，并将作为行业领军者引领周期景气反转。**从氟精细化学品及氟材料行业来看**，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。**从公司自身内生效益来看**，公司不断加大氟氟先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产

业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。我们看好公司将持续聚焦竞争力、高质量，保持较强的创新发展动能和良好发展势头，筑牢我国氟化工行业领军者及巨头地位。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润 6.42/10.14/14.67 亿元，同比 573.5% /57.8%/44.7%，摊薄 EPS 为 0.24/0.38/0.54 元，对应 PE 为 37.4/23.7/16.4 倍，维持“增持”评级。

风险提示：氟化工需求疲弱；新项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1677	2000	4217	6959	营业收入	16054	17394	20692	21849
应收款项	793	1196	1115	1253	营业成本	14567	15509	18090	18607
存货净额	1061	1256	1395	1436	营业税金及附加	46	88	105	111
其他流动资产	1082	1281	1492	1552	销售费用	490	498	602	643
流动资产合计	5672	6792	9278	12259	管理费用	563	540	675	711
固定资产	7692	7857	7548	7198	财务费用	52	21	20	7
无形资产及其他	734	716	698	679	投资收益	106	120	140	160
投资性房地产	457	457	457	457	资产减值及公允价值变动	25	0	0	0
长期股权投资	1136	1136	1136	1136	其他收入	(314)	0	0	0
资产总计	15692	16957	19116	21730	营业利润	154	857	1340	1930
短期借款及交易性金融负债	617	773	400	300	营业外净收支	(17)	(21)	(21)	(21)
应付款项	1310	1456	1724	1736	利润总额	137	836	1319	1909
其他流动负债	546	751	2140	3579	所得税费用	34	150	238	344
流动负债合计	2473	2980	4263	5615	少数股东损益	7	43	68	99
长期借款及应付债券	4	204	204	204	归属于母公司净利润	95	642	1014	1467
其他长期负债	345	355	365	375					
长期负债合计	349	559	569	579	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2822	3539	4832	6193	净利润	95	642	1014	1467
少数股东权益	383	417	472	551	资产减值准备	(65)	3	(1)	(1)
股东权益	12487	13001	13812	14986	折旧摊销	754	751	828	869
负债和股东权益总计	15692	16957	19116	21730	公允价值变动损失	(25)	0	0	0
					财务费用	52	21	20	7
关键财务与估值指标					营运资本变动	(174)	(432)	1397	1221
每股收益	0.04	0.24	0.38	0.54	其它	41	31	55	80
每股红利	0.15	0.05	0.08	0.11	经营活动现金流	627	995	3293	3635
每股净资产	4.63	4.82	5.12	5.55	资本开支	(1593)	(900)	(500)	(500)
ROIC	3%	5%	9%	15%	其它投资现金流	665	0	0	0
ROE	1%	5%	7%	10%	投资活动现金流	(989)	(900)	(500)	(500)
毛利率	9%	11%	13%	15%	权益性融资	41	0	0	0
EBIT Margin	2%	4%	6%	8%	负债净变化	4	200	0	0
EBITDA Margin	7%	9%	10%	12%	支付股利、利息	(412)	(128)	(203)	(293)
收入增长	3%	8%	19%	6%	其它融资现金流	951	156	(373)	(100)
净利润增长率	-89%	573%	58%	45%	融资活动现金流	176	228	(576)	(393)
资产负债率	20%	23%	28%	31%	现金净变动	(186)	323	2217	2742
息率	1.7%	0.5%	0.8%	1.2%	货币资金的期初余额	1864	1677	2000	4217
P/E	251.6	37.4	23.7	16.4	货币资金的期末余额	1677	2000	4217	6959
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	企业自由现金流	(723)	40	2725	3046
EV/EBITDA	23.5	18.3	14.1	11.4	权益自由现金流	232	378	2335	2941

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032