

日期: 2021年03月31日

行业: 基础化工


上海证券
SHANGHAI SECURITIES

分析师: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870518070001

基本数据 (截止 2021 年 3 月 29 日)

报告日股价 (元)	9.33
12mth A 股价格区间 (元)	6.10/10.20
总股本 (亿股)	27
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	252
每股净资产 (元)	4.63

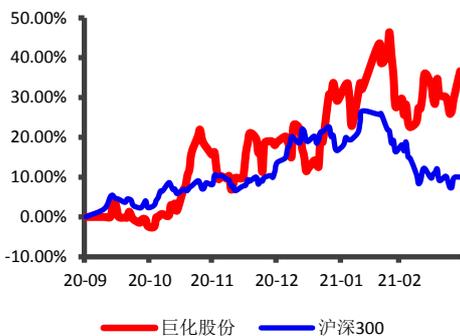
主要股东 (2020A)

巨化集团有限公司	52.70%
袁志敏	4.33%

收入结构 (2020A)

制冷剂	22.68%
基础化工产品及其他	15.92%
含氟聚合物材料	8.60%
石化材料	7.77%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX21-JHGF01

首次报告日期:

相关报告:

行业周期下行触底, 逆势扩张未来可期

■ 事件

巨化股份近日发布了2020年年报, 公司2020年全年实现营业收入160.54亿元, 同比减少0.09%, 归属于母公司股东净利润9538万元, 同比减少89.39%; 其中Q4季度实现营业收入51.43亿元, 同比增长18.22%, 归属于母公司股东净利润5688万元, 同比增长728.93%, 扣非后归母净利润也实现转正。

■ 公司点评

主营产品价格同比降低, 2020 年业绩下滑明显

公司 2020 年净利润大幅下滑, 其主要原因为 (1) Covid-19 全球爆发加剧全球经济衰退, 氟制冷剂下游消费受损严重, 国内复工复产速度较快导致供给端恢复快于需求端; (2)《蒙特利尔协定书》基加利修正案规定的 2020-2022 年基线确定期导致前期出现 HFCs 新产能, 并在 2020 年开始大量投产并产生销售, 行业竞争由利润导向转变为销量和市占率导向的竞争, 预期配额竞争激烈, 进一步加剧了行业周期探底。受此影响, 公司多个主营产品价格出现下跌, 氟化工原料均价同比下降 15.20%, 制冷剂均价同比下降 26.52% (HFCs 同比下降 31.91%), 含氟聚合物材料同比下降 15.75%, 含氟精细化学品同比下降 33.47%, 石化材料同比下降 21.30%, 仅有食品包装材料同比上升 1%。尽管原材料价格也有不同程度的下降, 但整体降幅小于产品价格降幅, 导致利润出现大幅下滑。

逆势扩张抢占份额, 拟收购浙石化 20% 股权提升业绩

公司在宏观经济增速放缓及行业周期下行的不利情况下, 持续逆势产能扩张, 完成固定资产投资 16.65 亿元, 第二套第四代氟制冷剂产线 (年产 5500 吨 HFOs)、年产 3.5 万吨 AHF、年产 3 万吨 R32、年产 2 万吨 R227、年产 4000 吨改性 PTFE、年产 2000 吨 PFA、年产 1500 吨全氟烷基碘化物、年产 2000 吨 TFE、年产 30 万吨磺制酸、1 每小时 1000 方高纯氢气、日产 25 吨致冷剂半自动小包装充装、年产 1000 吨悬浮 PVDF 等装置陆续投产。此外, 公司拟启动收购控股股东全资子公司所持浙石化 20% 股权的重大资产重组, 进一步充实利润, 并协同发展炼化一体化项目后续石化材料业务。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2021、2022、2023 年营业收入分别为 178.64 亿、192.65 亿元和 212.43 亿元, 增速分别为 11.28%、7.84% 和 10.27%; 归属于母公司股东净利润分别为 7.93 亿、12.17 亿和 18.93 亿元, 增速分

别为 731.39%、53.53%和 55.51%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.29、0.45 和 0.70 元，对应 PE 为 31.8、20.7 和 13.3 倍，首次覆盖，未来六个月内给予“增持”评级。

■ 风险提示

出现安全事故及环保问题；原材料价格波动；新产线释放不及预期；氟聚合物等产品拓展不及预期；系统性风险。

■ 数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16053.70	17864.04	19265.22	21243.33
年增长率	2.94%	11.28%	7.84%	10.27%
归属于母公司的净利润	95.38	792.98	1217.43	1893.17
年增长率	-89.39%	731.39%	53.53%	55.51%
每股收益（元）	0.04	0.29	0.45	0.70
PE (X)	233.3	31.8	20.7	13.3

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表
附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1677	1786	2603	4887
应收和预付款项	1364	1577	1676	1749
存货	1061	1100	1150	1180
其他流动资产	1563	1563	1563	1563
长期股权投资	1136	1206	1279	1354
投资性房地产	65	57	49	41
固定资产和在建工程	7692	6887	6082	5277
无形资产和开发支出	750	694	638	582
其他非流动资产	45	22	0	0
资产总计	15692	15359	15506	17099
短期借款	617	213	0	0
应付和预收款项	1472	1908	1634	2116
长期借款	4	4	4	4
其他负债	59	58	58	58
负债合计	2822	2183	1697	2178
股本	2700	2700	2700	2700
资本公积	4273	4273	4273	4273
留存收益	5515	5808	6425	7518
归属母公司股东权益	12487	12780	13398	14491
少数股东权益	383	396	412	430
股东权益合计	12870	13176	13809	14921
负债和股东权益合计	15692	15359	15506	17099

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	989	1314	1530	2939
投资活动产生现金流量	-1196	50	55	60
融资活动产生现金流量	61	-887	-768	-716
现金流量净额	-216	477	817	2283

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	16054	17864	19265	21243
营业成本	14567	15344	16099	17047
营业税金及附加	46	52	52	55
营业费用	490	500	534	584
管理费用	563	1134	1214	1334
财务费用	52	-11	-37	-75
资产减值损失	-16	30	30	30
投资收益	106	120	128	135
公允价值变动损益	9	0	0	0
营业利润	154	1035	1602	2503
营业外收支净额	-17	0	0	0
利润总额	137	1035	1602	2503
所得税	34	229	368	592
净利润	102	806	1233	1911
少数股东损益	7	13	16	18
归属母公司股东净利润	95	793	1217	1893

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	9%	14%	16%	20%
EBIT/销售收入	1%	6%	8%	11%
销售净利率	1%	5%	6%	9%
ROE	1%	6%	9%	13%
资产负债率	18%	15%	11%	13%
流动比率	2.29	2.81	4.21	4.38
速动比率	1.86	2.06	3.22	3.59
总资产周转率	1.03	1.20	1.28	1.28
应收账款周转率	13.32	12.76	12.84	13.71
存货周转率	14.02	13.95	14.00	14.45

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师声明

洪麟翔

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。