

公司研究

20 年业绩触底有望迎来反弹，期待浙石化股权并表增厚业绩

——巨化股份（600160.SH）2020 年年报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报，报告期内实现营收 160.54 亿元，同比下降 0.09%；实现归母净利润 0.95 亿元，同比下降 89.39%，折 EPS 0.04 元。

点评：

氟化工行业景气下降，20 年业绩触底。2020 年受新冠肺炎、全球经济衰退、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影响，氟化工行业遭受冲击较大。公司产品市场需求疲弱，行业竞争激烈，产品价格跌幅较大。从公司经营数据看，除食品包装材料外，其余产品销售价格均出现大幅下降：氟化工原料 2020 年销售均价为 2504 元/吨，同比-15.20%；致冷剂均价 13575 元/吨，同比-26.52%；含氟聚合物材料均价 38116 元/吨，同比-15.75%；含氟精细化学品均价 71690 元/吨，同比-33.47%；石化材料均价 8818 元/吨，同比-21.30%；基础化工产品均价 1555 元/吨，同比-3.35%；食品包装材料均价 10050 元/吨，同比+1.00%。同期原材料价格跌幅远不及公司产品价格跌幅，致公司 20 年业绩大幅下挫触底，其中 2020 年萤石、工业盐、电石、四氯乙烷年均价格分别同比-8.1%、-8.4%、-1.5%、-4.8%。产品销量方面，20 年公司致冷剂、含氟聚合物材料、含氟精细化学品、石化材料销量分别为 27.38 万吨、3.65 万吨、0.28 万吨、14.14 万吨，分别同比+21.2%、+9.2%、+79.4%、+23.0%，销量大幅增长，以量补价弥补产品毛利率下跌导致的业绩下滑。

拟收购浙石化 20%股权，显著增厚公司业绩。公司于 2020 年 9 月发布公告，拟以发行股份及现金的方式收购巨化投资持有的 20%浙石化股权。公司于 2021 年 1 月 12 月披露浙石化股权收购进展，称公司及各方正在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。浙石化一期已于 2019 年年末全面投产，2020H1 浙石化实现营业收入 275 亿元，净利润 45 亿元，展现出优异盈利能力。待公司收购浙石化 20%股权完成后，投资收益将大幅提升，显著增厚公司业绩。

盈利预测、估值与评级：考虑到新冠疫情和《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影响，公司产品市场需求疲弱，行业竞争激烈，产品价格跌幅较大。我们下调公司 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年净利润分别为 8.19（下调 43.5%）/12.41（下调 33.5%）/18.04 亿元，折合 EPS 0.30/0.46/0.67 元，公司 20%浙石化股权收购完成后，业绩有望显著增厚，因此维持“买入”评级。

风险提示：产品价格大幅下滑；新增产能投放不及预期；全球经济复苏缓慢。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15,595	16,054	17,218	19,189	21,372
营业收入增长率	-0.39%	2.94%	7.25%	11.45%	11.38%
净利润（百万元）	895	95	819	1,241	1,804
净利润增长率	-58.40%	-89.35%	759.03%	51.53%	45.28%
EPS（元）	0.33	0.04	0.30	0.46	0.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.95%	0.76%	6.28%	9.53%	14.73%
P/E	28	262	30	20	14
P/B	2.0	2.0	1.9	1.9	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-02

买入（维持）

当前价：9.25 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005
010-58452014

wuyul@ebcn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005
010-57378026

zhaond@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	27.00
总市值(亿元):	249.73
一年最低/最高(元):	5.99/10.20
近 3 月换手率:	77.22%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	7.74	22.41	-3.03
绝对	9.34	17.69	32.87

资料来源：Wind

相关研报

氟化工供给侧改革趋势不改，关注龙头市占率提升和产业升级——巨化股份（600160.SH）2019 年年报点评（2020-04-25）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	15,595	16,054	17,218	19,189	21,372
营业成本	13,320	14,567	14,867	16,169	17,450
折旧和摊销	665	754	968	1,037	1,105
税金及附加	71	46	64	71	79
销售费用	439	490	505	563	627
管理费用	521	563	590	657	732
研发费用	498	459	521	581	647
财务费用	-36	52	-23	-26	-14
投资收益	97	106	101	104	103
营业利润	1,066	154	1,033	1,553	2,253
利润总额	1,065	137	1,036	1,555	2,256
所得税	147	34	202	303	439
净利润	918	102	834	1,252	1,817
少数股东损益	23	7	15	11	13
归属母公司净利润	895	95	819	1,241	1,804
EPS(按最新股本计)	0.33	0.04	0.30	0.46	0.67

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,883	989	1,738	2,605	3,339
净利润	895	95	819	1,241	1,804
折旧摊销	665	754	968	1,037	1,105
净营运资金增加	-1,049	28	76	-225	-289
其他	1,371	111	-125	551	720
投资活动产生现金流	-1,708	-1,196	-1,919	-1,916	-917
净资本支出	-1,737	-1,867	-2,020	-2,020	-1,020
长期投资变化	1,075	1,136	0	0	0
其他资产变化	-1,047	-465	101	104	103
融资活动现金流	-760	61	431	-468	-2,177
股本变化	0	-45	0	0	0
债务净变化	-105	558	646	701	337
无息负债变化	-108	95	-98	273	323
净现金流	-564	-216	251	221	244

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.6%	9.3%	13.7%	15.7%	18.4%
EBITDA 率	11.4%	5.6%	11.0%	12.8%	15.2%
EBIT 率	7.0%	0.8%	5.4%	7.4%	10.1%
税前净利润率	6.8%	0.9%	6.0%	8.1%	10.6%
归母净利润率	5.7%	0.6%	4.8%	6.5%	8.4%
ROA	6.0%	0.7%	5.0%	7.0%	10.3%
ROE (摊薄)	6.9%	0.8%	6.3%	9.5%	14.7%
经营性 ROIC	9.3%	0.9%	6.1%	8.9%	13.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	14%	18%	20%	24%	28%
流动比率	3.52	2.29	2.47	2.22	2.00
速动比率	2.96	1.86	2.00	1.77	1.56
归母权益/有息债务	204.64	20.10	10.28	6.62	5.31
有形资产/有息债务	230.10	23.85	12.57	8.59	7.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	15,385	15,692	16,804	17,782	17,672
货币资金	1,864	1,677	1,928	2,149	2,394
交易性金融资产	1,724	1,059	1,059	1,059	1,059
应收帐款	386	576	617	688	766
应收票据	275	201	216	240	268
其他应收款 (合计)	18	16	17	19	21
存货	1,017	1,061	1,076	1,178	1,272
其他流动资产	1,034	933	674	236	-248
流动资产合计	6,458	5,672	5,733	5,727	5,702
其他权益工具	108	258	258	258	258
长期股权投资	1,075	1,136	1,136	1,136	1,136
固定资产	5,488	6,746	6,779	6,947	6,824
在建工程	1,299	944	1,758	2,368	2,301
无形资产	747	734	739	744	749
商誉	16	16	16	16	16
其他非流动资产	-	-	-	-	-
非流动资产合计	8,927	10,020	11,072	12,055	11,970
总负债	2,169	2,822	3,370	4,344	5,005
短期借款	63	617	597	631	635
应付账款	981	1,011	1,032	1,123	1,212
应付票据	360	299	305	332	358
预收账款	222	2	2	3	3
其他流动负债	0	26	92	203	326
流动负债合计	1,836	2,473	2,323	2,577	2,844
长期借款	0	4	671	1,337	1,671
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	275	287	319	372	432
非流动负债合计	332	349	1,047	1,767	2,160
股东权益	13,217	12,870	13,434	13,438	12,667
股本	2,745	2,700	2,700	2,700	2,700
公积金	5,222	4,950	5,032	5,156	5,336
未分配利润	5,036	4,808	5,276	5,144	4,180
归属母公司权益	12,892	12,487	13,037	13,029	12,245
少数股东权益	325	383	398	409	421

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.82%	3.05%	2.93%	2.93%	2.93%
管理费用率	3.34%	3.51%	3.42%	3.42%	3.42%
财务费用率	-0.23%	0.32%	-0.14%	-0.14%	-0.07%
研发费用率	3.19%	2.86%	3.03%	3.03%	3.03%
所得税率	14%	25%	19%	19%	19%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.12	0.10	0.46	0.96	1.20
每股经营现金流	0.69	0.37	0.64	0.96	1.24
每股净资产	4.70	4.63	4.83	4.83	4.54
每股销售收入	5.68	5.95	6.38	7.11	7.92

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	28	262	30	20	14
PB	2.0	2.0	1.9	1.9	2.0
EV/EBITDA	13.1	27.4	13.1	10.4	7.9
股息率	1.3%	1.1%	5.0%	10.4%	13.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE