

量升价跌，静待拐点

——巨化股份(600160.SH) 2019年业绩预告点评

公司简报

◆事件：公司公告2019年业绩预告，预计2019年归母净利润8.73~9.73亿元，同比减少55%~59%，扣非后5.83~6.83亿元，同比减少66%~71%。单2019Q4来看，对应归母净利润-1821.59~8178.41万元，对应扣非后归母净利-9323.63~676.37万元。

◆点评：2019年氟化工行业景气度整体下行，需求端占比较重的空调产量相比2018年10%的增速大幅下降，汽车累计产量同比下滑9.6%，存量需求市场方面受天气影响较为疲软；供给端受HFC类制冷剂配额基准年来到影响，R32和R125等面临产能扩张压力；制冷剂产业链议价能力向下游转移，全年来看公司制冷剂均价同比下滑15.28%，此外氟化工原料、含氟聚合物、食品包装材料、石化材料和基础化工产品均价分别下滑21.17%、20.50%、3.22%、19.91%和13.06%，原料端萤石受环保高压影响，2019年均价同比上涨7.31%。尽管2019年主营产品销量同比增长24.3%，但行业景气下行导致业绩同比2018年景气高点有较大程度下滑。

2020年R22最终配额已落地，拟发配额224807吨，同比减少42014吨，拟核发的内用生产配额139929吨，同比减少42875吨。R22在存量的维修市场需求偏刚性，而后期R125和PTFE新增产能将带动边际增量，供需偏紧格局下预计R22后期将继续维持高景气，但三代制冷剂受扩产影响预计仍将承受较大压力。公司产品结构持续调整中，产业链向氟聚合物等中高端品种持续延伸，后期23.5Kt/a含氟新材料、270Kt/a环保氟产品和100Kt/a聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料一期等项目落地后，来自含氟聚合物收入的逐步提升将助力公司平抑氟化工周期波动。

◆投资评级：配额收紧下预期未来R22供给将趋于紧张，但整体来看，三代制冷剂和己内酰胺等产品仍存较大产能投放预期，去库存阶段景气度承受较大压力。下调盈利预测，预计公司19-21年EPS为0.34、0.49、0.71元（前值为0.64、0.74、0.86元），目前股价对应PE分别为21/14/10倍，基于化工各子行业龙头估值水平系统性提升，而公司作为氟化工行业龙头，未来随着含氟聚合物业务营收和盈利占比的不断提升，制冷剂周期对公司的影响将趋于弱化，公司盈利中枢趋于稳定下，仍维持“买入”评级。

◆风险提示：产品价格大幅下滑的风险；环保力度不达预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,768	15,656	14,579	16,226	18,195
营业收入增长率	36.30%	13.71%	-6.88%	11.30%	12.14%
净利润(百万元)	935	2,153	920	1,356	1,944
净利润增长率	518.57%	130.11%	-57.25%	47.35%	43.33%
EPS(元)	0.34	0.78	0.34	0.49	0.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.64%	17.10%	7.03%	9.47%	12.14%
P/E	21	9	21	14	10
P/B	1.8	1.5	1.5	1.4	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年1月21日

买入(维持)

当前价：7.05元

分析师

赵启超 (执业证书编号：S0930518050002)
010-58452072

zhaogc@ebsec.com

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-52523535

qiuxf@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：27.45

总市值(亿元)：193.53

一年最低/最高(元)：6.53/10.17

近3月换手率：38.41%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.06	-4.44	-23.72
绝对	2.48	1.89	6.14

资料来源：Wind

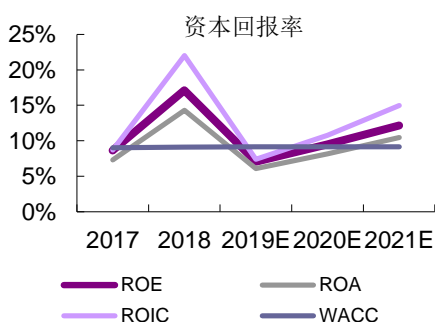
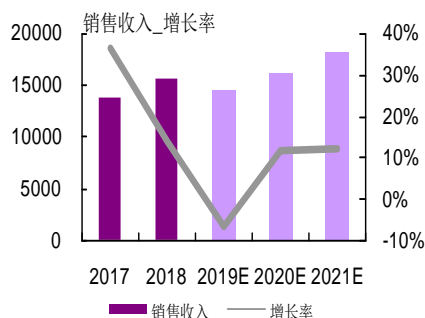
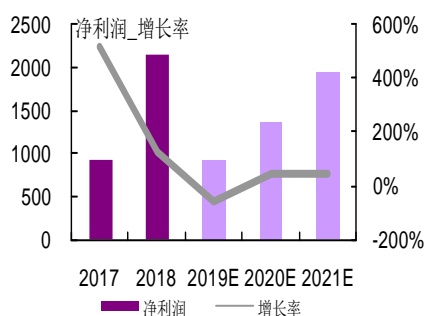
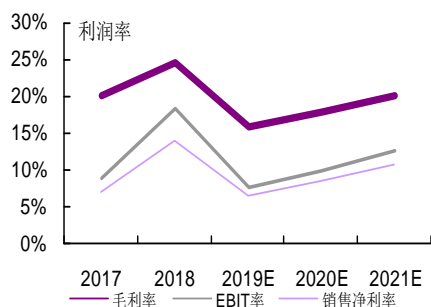
相关研报

—巨化股份(600160.SH) 2019年半年报点评

.....2019-08-23

产品景气高企，2018年净利创历史新高——巨化股份(600160.SH) 2018年年报点评

.....2019-04-21



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,768	15,656	14,579	16,226	18,195
营业成本	11,009	11,802	12,283	13,360	14,561
折旧和摊销	596	632	765	818	872
营业税费	99	122	102	119	134
销售费用	402	426	451	472	529
管理费用	768	411	655	687	688
财务费用	47	-38	-59	-95	-126
公允价值变动损益	1	11	-10	-30	-51
投资收益	72	197	103	124	141
营业利润	1,238	2,664	1,228	1,776	2,497
利润总额	1,218	2,621	1,242	1,746	2,484
少数股东损益	9	30	14	18	21
归属母公司净利润	935	2,153	920	1,356	1,944

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	12,949	15,267	15,416	16,863	18,788
流动资产	6,091	7,582	7,753	9,014	10,836
货币资金	1,797	2,519	3,679	4,534	6,141
交易型金融资产	3	961	0	-30	-81
应收帐款	476	273	407	432	437
应收票据	1,636	1,443	1,391	1,657	1,757
其他应收款	56	60	70	69	78
存货	868	1,101	1,002	1,138	1,269
可供出售投资	60	64	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	877	1,069	1,080	1,092	1,106
固定资产	4,976	5,049	5,207	5,357	5,430
无形资产	515	704	668	635	603
总负债	2,067	2,382	2,008	2,210	2,423
无息负债	1,807	2,213	2,008	2,210	2,423
有息负债	260	168	0	0	0
股东权益	10,882	12,885	13,408	14,653	16,366
股本	2,112	2,745	2,745	2,745	2,745
公积金	5,882	5,172	5,264	5,400	5,594
未分配利润	2,792	4,603	5,019	6,111	7,609
少数股东权益	57	300	314	332	352

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	948	3,190	1,435	1,769	2,567
净利润	935	2,153	920	1,356	1,944
折旧摊销	596	632	765	818	872
净营运资金增加	889	-248	-20	493	363
其他	-1,472	654	-231	-899	-612
投资活动产生现金流	-662	-2,254	247	-881	-835
净资本支出	-787	-1,042	-931	-992	-962
长期投资变化	877	1,069	-10	-12	-14
其他资产变化	-751	-2,281	1,188	124	141
融资活动现金流	-236	-450	-522	-33	-125
股本变化	0	633	0	0	0
债务净变化	255	-91	-168	0	0
无息负债变化	390	406	-205	202	213
净现金流	-7	519	1,160	855	1,607

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	36.30%	13.71%	-6.88%	11.30%	12.14%
净利润增长率	518.57%	130.11%	-57.25%	47.35%	43.33%
EBITDA 增长率	152.82%	96.50%	-47.31%	30.65%	31.05%
EBIT 增长率	945.95%	142.11%	-62.42%	47.52%	43.67%
估值指标					
PE	21	9	21	14	10
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	8	5	10	7	5
EV/EBIT	12	6	16	11	7
EV/NOPLAT	16	8	22	14	9
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	2	2	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	20.04%	24.62%	15.75%	17.66%	19.97%
EBITDA 率	12.92%	22.32%	12.63%	14.83%	17.33%
EBIT 率	8.59%	18.29%	7.38%	9.78%	12.54%
税前净利润率	8.84%	16.74%	8.52%	10.76%	13.65%
税后净利润率 (归属母公司)	6.79%	13.75%	6.31%	8.36%	10.68%
ROA	7.29%	14.30%	6.06%	8.15%	10.45%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.64%	17.10%	7.03%	9.47%	12.14%
经营性 ROIC	8.70%	22.01%	7.40%	10.76%	14.95%
偿债能力					
流动比率	3.26	3.56	4.34	4.54	4.93
速动比率	2.80	3.04	3.78	3.96	4.35
归属母公司权益/有息债务	41.68	74.72	-	-	-
有形资产/有息债务	47.38	85.53	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.34	0.78	0.34	0.49	0.71
每股红利	0.08	0.15	0.05	0.09	0.12
每股经营现金流	0.35	1.16	0.52	0.64	0.94
每股自由现金流(FCFF)	0.05	0.82	0.25	0.21	0.49
每股净资产	3.94	4.58	4.77	5.22	5.83
每股销售收入	5.02	5.70	5.31	5.91	6.63

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

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。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼