

化工

2019年10月25日

巨化股份 (600160)

——需求疲软拖累公司制冷剂、含氟聚合物量价齐跌

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

市场数据：2019年10月24日

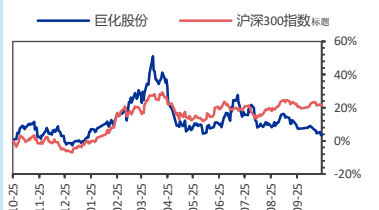
收盘价(元)	6.84
一年内最高/最低(元)	10.38/6.42
市净率	1.5
息率(分红/股价)	2.19
流通A股市值(百万元)	18777
上证指数/深证成指	2940.92/9555.76

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年09月30日

每股净资产(元)	4.73
资产负债率%	15.60
总股本/流通A股(百万)	2745/2745
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《巨化股份(600160)点评：制冷剂、含氟聚合物、烧碱价格下跌拖累公司业绩，逆势占市场，各产品产销继续增长》
2019/08/23

《巨化股份(600160)点评：烧碱、氟化工产品价格同比下滑，业绩略低于预期》
2019/04/26

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司发布 2019 年三季报，业绩符合预期。**1-3Q19 年公司实现营业收入 113.11 亿元，(YoY -5.80%)，归母净利润为 8.91 亿元(YoY -46.32%)，管理费用同比增长 25.19%、至 3.99 亿元，但研发费用由于项目结构和进度的变化同比减少 10.53%至 3.4 亿元，业绩符合预期(以上数据为经调整之后的数据)。扣非后的归母净利润同比下滑 54.74%至 6.76 亿元，非经常性损益为 2.03 亿元，其中主要是 1Q19 收到政府关于 F23 焚烧补助 1.59 亿元。归母净利润同比下滑的原因是主要产品制冷剂、含氟聚合物、食品包装材料、烧碱等产品价格和毛利同比下滑。其中 3Q19 单季度实现营业收入 37.31 亿元(YoY-4.32%，QoQ-2.06%)，归母净利润为 1.85 亿元(YoY-68.84%，QoQ-44.73%)。
- **下游空调、汽车需求疲软拖累制冷剂价格，公司主要产品价格和毛利率出现较大幅度同比下滑。**1-3Q19 年国内家用空调、汽车产量同比分别下滑 1.2%、11.37%，下游空调、汽车需求疲软致使制冷剂的价格持续下跌。1-3Q19 公司的主要产品制冷剂、含氟聚合物、氟化工原料(主要为甲烷氯化物)、食品包装材料不含税价格同比分别下跌 11.87%、19.66%、22.44%、3.46%。而原料采购方面，1-3Q19 萤石供给由于内蒙古矿难以及各地环保的严查而缩减，萤石采购均价同比上涨 20.97%，虽然无水氢氟酸采购价格同比下跌 7.77%，但公司整体销售毛利率仍同比下滑。3Q19 年单季度公司制冷剂、含氟聚合物外销量分别下滑 4.48%、1.34%。
- **长期看，2020 年将是二代制冷剂配额再次缩减的时间窗口，后续各企业将增产三代制冷剂以争取三代的配额，公司是国内最大的三代制冷剂生产企业。**根据《蒙特利尔议定书》修正案对 HCFC 淘汰的最新时间表看，中国的二代制冷剂从 2015 年的削减 20%增加至 45%，2015 年 R22 国内生产配额为 27.4 万吨，预计 2020 年将削减至 20.55 万吨，届时 R22 的价格有望触底回升，同时三代制冷剂将会有部分替代需求，但因国内生产企业为争夺三代制冷剂的生产配额大幅扩产，预计三代制冷剂价格仍将承压。
- **调整产品结构，大力发展含氟聚合物，产业链向价值中高端延伸，平抑制冷剂的周期性。**公司目前的在建工程集中在技改扩能高附加值的含氟聚合物产能和种类，主要包括 23.5kt/a 含氟新材料、270kt/a 环保型氟产品、100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料一期等项目。进入 2019 年，公司的新型混合制冷剂 JRX-2、药包用 PVDC 乳液等新产品批量投放市场，重点实施了含氟聚合物、PVDC 等项目、AHF 等氟化工原料、第三代氟制冷剂及其混配项目、存量装置的技改提升项目，新增技术专利 36 项，继续向产业链中高端产品延伸，含氟聚合物的陆续达产将为业绩带来新的增长活力。
- **盈利预测和投资评级：**国内氟化工龙头，产品结构调整，产业链向价值中高端延伸，我们维持公司 2019-2021 年归母净利润预测为 12.49、14.98、18.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.45、0.55、0.68 元，当前市值对应 PE 为 15、13、10 倍，维持增持评级。
- **风险提示：**1.下游空调、汽车产销量继续大幅下滑；2.制冷剂价格大幅下跌；3 三代制冷剂扩产超预期；4.原料价格大涨。

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	15,656	11,311	16,283	17,585	18,992
同比增长率(%)	13.4	-5.8	4.0	8.0	8.0
归母净利润(百万元)	2,153	891	1,249	1,498	1,873
同比增长率(%)	137.0	-46.3	-42.0	20.0	25.0
每股收益(元/股)	0.78	0.32	0.45	0.55	0.68
毛利率(%)	24.6	17.2	18.3	19.5	21.0
ROE(%)	17.1	6.9	13.1	12.6	12.5
市盈率	9		15	13	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,804	15,656	16,283	17,585	18,992
其中: 营业收入	13,804	15,656	16,283	17,585	18,992
减: 营业成本	11,013	11,802	13,300	14,150	15,000
减: 税金及附加	100	122	125	130	135
主营业务利润	2,690	3,732	2,858	3,305	3,857
减: 销售费用	402	426	450	500	550
减: 管理费用	454	411	440	480	530
减: 研发费用	389	496	410	450	490
减: 财务费用	47	-38	-20	-20	-20
经营性利润	1,399	2,437	1,578	1,895	2,307
减: 资产减值损失	308	32	30	30	30
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	72	197	130	130	130
营业利润	1,212	2,664	1,678	1,995	2,407
加: 营业外净收入	-21	-43	0	0	0
利润总额	1,190	2,621	1,678	1,995	2,407
减: 所得税	273	438	409	477	514
净利润	917	2,183	1,269	1,518	1,893
少数股东损益	9	30	20	20	20
归属于母公司所有者的净利润	908	2,153	1,249	1,498	1,873
全面摊薄总股本	2,112	2,745	2,745	2,745	2,745
每股收益 (元)	0.33	0.78	0.45	0.55	0.68

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。