

# 业绩同比下滑，R22 配额再次削减在即

## ——巨化股份 (600160.SH) 2019 年半年报点评

公司简报

### ◆事件:

公司8月22号晚间发布了2019年半年报:2019年上半年公司实现营业收入75.8亿元,同比下降6.50%;实现利润总额8.73亿元,同比下降34.22%;实现归属上市公司股东的净利润7.05亿元,同比下降33.75%。

### ◆点评:

1. 公司业绩同比虽然下滑,但在预期之内,这主要是因为2018年受益于各产品景气高企,公司净利润创历史新高,今年以来产品景气度下行,利润相应会下滑。2019年上半年公司产品价格除含氟精细化学品价格上涨40.43%,别的品种氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物等价格同比降幅分别为22.95%、10.72%、21.09%,而原材料萤石、四氯化乙烷同比价格上涨20.02%、12.39%,其他原材料价格下滑也大都没有产品价格下滑大,因此公司整体毛利率下降了6.3个百分点,导致净利润下降幅度大于营收下降幅度。

2. R22 制冷剂用途的配额将再次大幅削减。根据规划2020年R22将削减基准的35%,扣除2015年已经削减的10%,2020年将再次削减25%,R22 主要需求在维修市场,需求较为刚性,因此可以预期2020年R22的供需将会非常紧张。公司R22产能为国内第二,将受益于R22价格的上涨。

3. 第三代制冷剂是显著的温室气体,2016年《蒙特利尔议定书》第28次缔约方会议通过了关于削减氢氟碳化物的修正案,发达国家将从2019年开始首先减少使用量,而包括中国在内的100多个发展中国家从2024年开始冻结生产量,作为全球最大的第三代制冷剂生产国,出口有望持续走高。公司是全球最大的第三代制冷剂生产企业,拥有产能超过15万吨。

### ◆投资评级:

公司是氟化工龙头企业,拥有国内第二的R22产能,我们预期2020年R22的供给将会非常紧张,公司将受益价格的上涨,我们维持盈利预测,预计公司18-20年EPS为0.64、0.74、0.86元,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	17,726	19,921	22,568
营业收入增长率	36.30%	13.71%	13.22%	12.38%	13.29%
净利润(百万元)	935	2,153	1,743	2,031	2,371
净利润增长率	518.57%	130.11%	-19.01%	16.51%	16.74%
EPS(元)	0.34	0.78	0.64	0.74	0.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.64%	17.10%	12.53%	12.93%	13.40%
P/E	21	9	11	10	8
P/B	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2019年08月22日

### 买入(维持)

当前价:7.23元

### 分析师

裴孝锋 (执业证书编号:S0930517050001)

021-52523535

[giuxf@ebsecn.com](mailto:giuxf@ebsecn.com)

陈冠雄 (执业证书编号:S0930517080003)

021-52523810

[chenguanxiong@ebsecn.com](mailto:chenguanxiong@ebsecn.com)

赵启超 (执业证书编号:S0930518050002)

010-58452072

[zhaogc@ebsecn.com](mailto:zhaogc@ebsecn.com)

### 市场数据

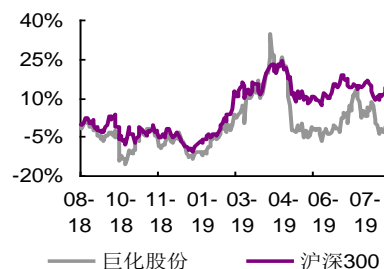
总股本(亿股):27.45

总市值(亿元):198.48

一年最低/最高(元):6.13/10.17

近3月换手率:70.73%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

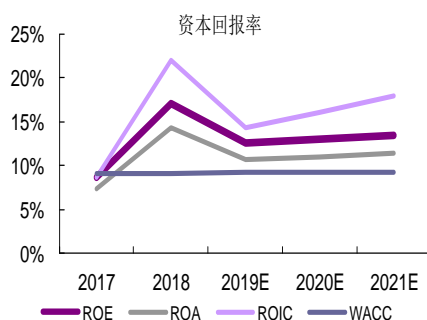
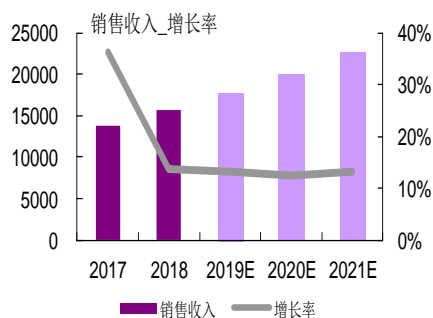
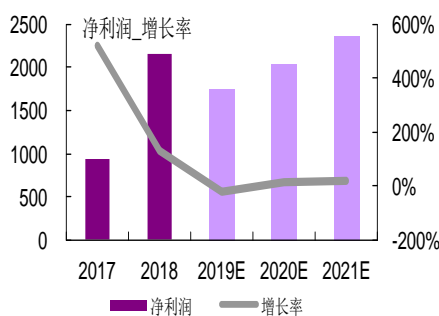
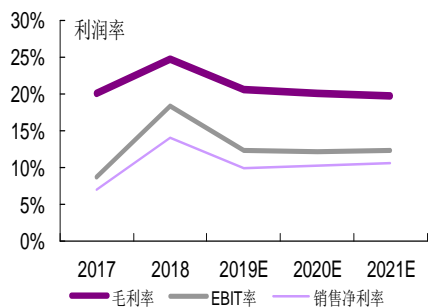
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-9.12	-2.50	-16.16
绝对	-9.50	0.96	-2.13

资料来源:Wind

### 相关研报

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
<b>营业收入</b>	<b>13,768</b>	<b>15,656</b>	<b>17,726</b>	<b>19,921</b>	<b>22,568</b>
营业成本	11,009	11,802	14,074	15,928	18,111
折旧和摊销	596	632	1,085	1,138	1,192
营业税费	99	122	125	146	167
销售费用	402	426	548	580	656
管理费用	768	411	796	843	854
财务费用	47	-38	-64	-118	-169
公允价值变动损益	1	11	-10	-30	-51
投资收益	72	197	103	124	141
<b>营业利润</b>	<b>1,238</b>	<b>2,664</b>	<b>2,322</b>	<b>2,634</b>	<b>3,038</b>
<b>利润总额</b>	<b>1,218</b>	<b>2,621</b>	<b>2,336</b>	<b>2,604</b>	<b>3,025</b>
少数股东损益	9	30	14	18	21
<b>归属母公司净利润</b>	<b>935</b>	<b>2,153</b>	<b>1,743</b>	<b>2,031</b>	<b>2,371</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>12,949</b>	<b>15,267</b>	<b>16,506</b>	<b>18,613</b>	<b>20,961</b>
流动资产	6,091	7,582	9,163	11,404	13,968
货币资金	1,797	2,519	4,516	6,180	8,370
交易型金融资产	3	961	0	-30	-81
应收帐款	476	273	495	531	542
应收票据	1,636	1,443	1,691	2,035	2,180
其他应收款	56	60	85	84	96
存货	868	1,101	1,155	1,365	1,589
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	4,887	4,718	4,471
无形资产	515	704	668	635	603
<b>总负债</b>	<b>2,067</b>	<b>2,382</b>	<b>2,275</b>	<b>2,575</b>	<b>2,907</b>
无息负债	1,807	2,213	2,275	2,575	2,907
有息负债	260	168	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>10,882</b>	<b>12,885</b>	<b>14,231</b>	<b>16,038</b>	<b>18,055</b>
股本	2,112	2,745	2,745	2,745	2,745
公积金	5,882	5,172	5,346	5,549	5,787
未分配利润	2,792	4,603	5,760	7,346	9,105
少数股东权益	57	300	314	332	352

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>948</b>	<b>3,190</b>	<b>2,265</b>	<b>2,669</b>	<b>3,231</b>
净利润	935	2,153	1,743	2,031	2,371
折旧摊销	596	632	1,085	1,138	1,192
净营运资金增加	889	-248	781	652	510
其他	-1,472	654	-1,345	-1,152	-843
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-662</b>	<b>-2,254</b>	<b>247</b>	<b>-881</b>	<b>-835</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>-236</b>	<b>-450</b>	<b>-516</b>	<b>-123</b>	<b>-206</b>
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	62	300	332
<b>净现金流</b>	<b>-7</b>	<b>519</b>	<b>1,996</b>	<b>1,665</b>	<b>2,190</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	36.30%	13.71%	13.22%	12.38%	13.29%
净利润增长率	518.57%	130.11%	-19.01%	16.51%	16.74%
EBITDA 增长率	152.82%	96.50%	-7.02%	9.56%	11.52%
EBIT 增长率	945.95%	142.11%	-24.41%	11.91%	14.71%
<b>估值指标</b>					
PE	21	9	11	10	8
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	8	5	5	5	4
EV/EBIT	13	6	8	7	5
EV/NOPLAT	16	8	11	9	7
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	2	2	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	20.04%	24.62%	20.60%	20.04%	19.75%
EBITDA 率	12.92%	22.32%	18.33%	17.87%	17.59%
EBIT 率	8.59%	18.29%	12.21%	12.16%	12.31%
税前净利润率	8.84%	16.74%	13.18%	13.07%	13.40%
税后净利润率 (归属母公司)	6.79%	13.75%	9.83%	10.20%	10.51%
ROA	7.29%	14.30%	10.65%	11.01%	11.41%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.64%	17.10%	12.53%	12.93%	13.40%
经营性 ROIC	8.70%	22.01%	14.25%	15.98%	17.99%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	3.26	3.56	4.46	4.85	5.20
速动比率	2.80	3.04	3.90	4.27	4.61
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	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.34	0.78	0.64	0.74	0.86
每股红利	0.08	0.15	0.09	0.14	0.15
每股经营现金流	0.35	1.16	0.83	0.97	1.18
每股自由现金流(FCFF)	0.05	0.82	0.37	0.51	0.70
每股净资产	3.94	4.58	5.07	5.72	6.45
每股销售收入	5.02	5.70	6.46	7.26	8.22

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 2019 版权所有。

## 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