

# 巨化股份 (600160.SH) 制冷剂弹性小露牛角, 公司业绩大超预期

2022年01月25日

——公司信息更新报告

**投资评级: 买入 (维持)**
**金益腾 (分析师)**
**毕挥 (联系人)**
**张晓锋 (联系人)**

jinyiteng@kysec.cn

bihui@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790121070017

证书编号: S0790120080059

日期	2022/1/24
当前股价(元)	11.55
一年最高最低(元)	20.38/8.08
总市值(亿元)	311.82
流通市值(亿元)	311.82
总股本(亿股)	27.00
流通股本(亿股)	27.00
近3个月换手率(%)	76.53

## 股价走势图



数据来源: 聚源

## 相关研究报告

《公司信息更新报告-大幅扩建高端PVDF产能, 锂电级已少量销往市场》-2021.12.5

《公司信息更新报告-Q3 净利润同比增长 501.1%, 周期崛起或在当下》-2021.10.29

《公司信息更新报告-Q2 扣非净利润扭亏, 发展战略坚定静候拐点到来》-2021.8.26

### ● 公司 2021 年归母净利润预增 959%-1,148%, 维持“买入”评级

2022年1月24日, 公司发布2021年业绩预告, 预计归母净利润10.1-11.9亿元, 同比增长约959%-1,148%; 预计2021Q4单季度归母净利润7.5-9.3亿元, 同比增长约1219%-1,535%, 环比增长约388%-505%。由于下半年甲烷氯化物等制冷剂原材料价格上涨幅度较大, 作为产业链一体化的全球制冷剂龙头企业, 公司业绩超过我们的预期, 我们上调公司盈利预测, 预计2021-2023年归母净利润为10.12 (+1.75)、13.61 (+1.37)、20.31 (+1.84)亿元, EPS分别为0.37、0.50、0.75元/股, 当前股价对应2021-2023年PE为30.8、22.9、15.4倍, 维持“买入”评级。

### ● 公司主要产品量价齐升, 周期“预演”弹性可观

据公司公告, 2021年公司制冷剂、氟聚合物、氟化工原料均价分别为19,220、57,235、4,531元/吨(不含税, 下同), 分别同比+41.6%、+39.0%、+80.91%; 产量分别为45.3、3.8、80.8万吨, 分别同比+3.6%、+31.5%、-3.5%。其中, HFCs制冷剂2021年产量、外销量分别为28.7、21.4万吨, 分别同比+2.6%、+3.2%。全年均价2.0万元/吨, 同比+42.3%。其中Q4公司HFCs制冷剂价格同比+76.2%、环比+18.1%。受能耗“双控”、供给阶段性不足等影响, 公司主要原材料价格大幅上涨推动制冷剂价格上行, 公司作为氟氟一体化企业盈利大幅提升。虽然在行业景气底部出现的行情较为短暂, 但在一定程度上印证了制冷剂未来可为公司带来较强的业绩弹性。我们认为随着HFCs制冷剂配额基准期已经进入最后一年, 市场对其看涨预期愈加明确, 趋势性行情的脚步也愈加临近。

### ● PVDF产能2022年将达1万吨/年, 规划建设5000吨/年浸没式冷却液项目

据公司投资者问答披露, 公司当前已建成PVDF产能3,500吨/年, 剩余6,500吨/年产能预计2022年上半年建成, 预计将持续为公司贡献较高利润。另外, 公司自主研发的浸没式冷却液打破国外垄断, 现规划产能5,000吨/年, 其中一期1000吨/年项目已处于建设阶段, 未来成长空间十分广阔。

### ● 风险提示: 安全生产风险, 政策变化风险, 终端消费不振等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16,068	16,054	18,091	19,569	20,755
YOY(%)	2.6	-0.1	12.7	8.2	6.1
归母净利润(百万元)	899	95	1,012	1,361	2,031
YOY(%)	-58.2	-89.4	960.7	34.5	49.2
毛利率(%)	17.1	9.3	14.2	18.8	23.5
净利率(%)	5.6	0.6	5.6	7.0	9.8
ROE(%)	6.9	0.8	7.6	9.6	12.8
EPS(摊薄/元)	0.33	0.04	0.37	0.50	0.75
P/E(倍)	34.7	326.9	30.8	22.9	15.4
P/B(倍)	2.4	2.5	2.4	2.2	2.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6458	5672	6588	7422	9826
现金	1864	1677	2394	3216	5501
应收票据及应收账款	661	777	843	909	949
其他应收款	18	16	23	20	25
预付账款	140	142	176	168	197
存货	1017	1061	1155	1111	1155
其他流动资产	2758	1998	1998	1998	1998
<b>非流动资产</b>	8927	10020	10277	10191	9907
长期投资	1075	1136	1215	1298	1362
固定资产	5488	6746	7017	6937	6663
无形资产	747	734	747	771	802
其他非流动资产	1616	1403	1299	1185	1081
<b>资产总计</b>	15385	15692	16866	17613	19733
<b>流动负债</b>	1836	2473	2876	2550	2877
短期借款	63	617	617	617	617
应付票据及应付账款	1341	1310	1516	1374	1517
其他流动负债	433	546	742	559	743
<b>非流动负债</b>	332	349	348	347	346
长期借款	0	4	3	2	2
其他非流动负债	332	345	345	345	345
<b>负债合计</b>	2169	2822	3224	2897	3223
少数股东权益	325	383	413	461	545
股本	2745	2700	2700	2700	2700
资本公积	4549	4273	4273	4273	4273
留存收益	5709	5486	5586	5483	4863
<b>归属母公司股东权益</b>	12892	12487	13229	14255	15965
负债和股东权益	15385	15692	16866	17613	19733

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1883	989	1839	1888	3178
净利润	918	102	1042	1409	2114
折旧摊销	676	764	754	842	910
财务费用	-36	52	-74	51	10
投资损失	-97	-106	-85	-77	-64
营运资金变动	295	147	202	-337	208
其他经营现金流	126	29	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1708	-1196	-927	-679	-562
资本支出	1757	1885	178	-169	-348
长期投资	-49	-153	-79	-87	-64
其他投资现金流	0	536	-828	-935	-974
<b>筹资活动现金流</b>	-760	61	-196	-387	-332
短期借款	-68	554	0	0	0
长期借款	0	4	-1	-1	-1
普通股增加	0	-45	0	0	0
资本公积增加	0	-277	0	0	0
其他筹资现金流	-691	-176	-195	-386	-331
<b>现金净增加额</b>	-564	-216	716	823	2284

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	16068	16054	18091	19569	20755
营业成本	13320	14567	15531	15881	15885
营业税金及附加	71	46	81	86	86
营业费用	439	490	362	587	623
管理费用	521	563	561	610	726
研发费用	498	459	362	587	726
财务费用	-36	52	-74	51	10
资产减值损失	-78	-16	-53	-39	-51
其他收益	275	184	0	0	0
公允价值变动收益	0	9	0	0	0
投资净收益	97	106	85	77	64
资产处置收益	3	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	1066	154	1407	1882	2813
营业外收入	32	12	18	30	40
营业外支出	34	29	35	33	34
<b>利润总额</b>	1065	137	1390	1879	2819
所得税	147	34	347	470	705
<b>净利润</b>	918	102	1042	1409	2114
少数股东损益	23	7	30	48	83
<b>归母净利润</b>	899	95	1012	1361	2031
EBITDA	1688	888	2120	2675	3635
EPS(元)	0.33	0.04	0.37	0.50	0.75

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	2.6	-0.1	12.7	8.2	6.1
营业利润(%)	-60.0	-85.6	816.3	33.8	49.5
归属于母公司净利润(%)	-58.2	-89.4	960.7	34.5	49.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.1	9.3	14.2	18.8	23.5
净利率(%)	5.6	0.6	5.6	7.0	9.8
ROE(%)	6.9	0.8	7.6	9.6	12.8
ROIC(%)	6.6	0.7	7.2	9.0	12.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	14.1	18.0	19.1	16.4	16.3
净负债比率(%)	-11.3	-5.7	-10.6	-15.5	-27.6
流动比率	3.5	2.3	2.3	2.9	3.4
速动比率	2.3	1.4	1.5	2.0	2.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	13.5	22.3	22.3	22.3	22.3
应付账款周转率	11.1	11.0	11.0	11.0	11.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.04	0.37	0.50	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.37	0.68	0.70	1.18
每股净资产(最新摊薄)	4.78	4.63	4.90	5.28	5.91
<b>估值比率</b>					
P/E	34.7	326.9	30.8	22.9	15.4
P/B	2.4	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	16.8	33.5	13.7	10.6	7.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn