

巨化股份 (600160.SH)

Q4 盈利超预期，氟化工龙头业绩拐点渐近

公司发布 2021 年业绩预增预告。2021 年度，公司实现归母净利润 10.1 亿元到 11.9 亿元，同比增加 959%到 1148%。其中，Q4 单季度公司实现归母净利润 7.5 亿元到 9.3 亿元，同比增加 1221%到 1538%，Q4 单季度归母净利润超预期增长。

制冷剂受成本推动价格上涨，一体化龙头盈利增厚显著。受能耗“双控”影响，2021 年三季度末液氯价格加速上涨，推动二氯甲烷、三氯甲烷、三氯乙烯、四氯乙烯等氯化物价格呈现较大涨幅。成本推动下，第三代制冷剂 R32、R134a、R125 在 9 月初至 10 月底分别实现了 75.5%、122.7%、37.5% 的累计涨幅（其中 R125 受原材料四氯乙烯进口货源不足影响，于 8 月中下旬率先启动），这使得 R32、R134a、R125 的四季度均价较三季度分别上浮 38.3%、73.6%、33.5%。从产能规模看，公司是我国第三代制冷剂龙头厂商；从产业链一体化程度看，公司是国内稀缺的、同时配套了氯化物、氢氟酸两大原料的制冷剂厂商。因此，公司可以在成本推动制冷剂涨价的情形下，较竞争对手更充分地享受到利润空间的增厚。然而目前，液氯价格已回落至常态水平。由于缺乏成本支撑，第二、第三代制冷剂价格均较 10 月高点位置出现一定幅度回落。

悬浮法锂电级 PVDF 上半年投产，助力公司迎业绩拐点。PVDF 在锂电池中用作正极粘结剂、隔膜涂敷材料，需求端扩张速度快且占下游成本比重低。供给方面，其原材料 R142b 受配额限制（目前行业内近一半 PVDF 产能未做一体化配套），再加上 PVDF 属高能耗产品，造成行业供需错配严重。目前公司已建成年产 2500 吨乳液法、年产 1000 吨悬浮法 PVDF，其中悬浮法锂电级 PVDF 已销往市场。剩余悬浮法年产 6500 吨 PVDF 预计 2022 年上半年投产。公司目前已拥有 2 万吨 R142b 产能，VDC 产能占国内 50%，并拥有完整的 VDC-R142b-VDF-PVDF 一体化产业链。后续公司拟新增 3 万吨 PVDF 配套 R142b，其中一期 2.3 万吨 PVDF 产能预计 2023 年四季度投产。中长期看，巨化作为我国制冷剂龙头企业，将持续依托领跑国内的 R142b、R22 等第二代制冷剂产能，积极向下游 PVDF、PTFE、FKM 等含氟高分子材料延伸，构建一体化含氟新材料产业集群。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 204.74/244.84/248.79 亿元，预计归母净利润分别为 10.97/23.61/28.95 亿元，分别对应 28.4/13.2/10.8 倍 PE。未来在蒙特利尔协定约束下，制冷剂行业进入第四代对第三代的持续替代后整体价格中枢将大幅抬升，三代制冷剂配额的价值将得到充分体现。公司凭借领跑行业的第三代制冷剂配额以及领先的第四代制冷剂布局中长期利润中枢将大幅抬升，维持“买入”评级。

风险提示：锂电池需求不及预期，产品价格低迷，空调出口大幅低于预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,595	16,054	20,474	24,484	24,879
增长率 yoy (%)	-0.4	2.9	27.5	19.6	1.6
归母净利润(百万元)	895	95	1,097	2,361	2,895
增长率 yoy (%)	-58.4	-89.3	1050.3	115.2	22.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.33	0.04	0.41	0.87	1.07
净资产收益率 (%)	6.9	0.8	9.3	17.0	18.1
P/E (倍)	34.8	326.9	28.4	13.2	10.8
P/B (倍)	2.4	2.5	2.3	2.0	1.7

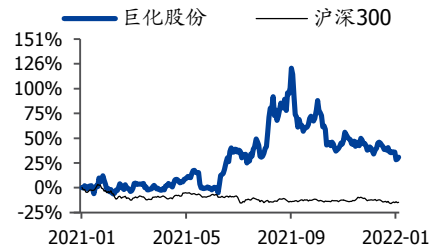
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 1 月 24 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
1月24日收盘价(元)	11.55
总市值(百万元)	31,182.07
总股本(百万股)	2,699.75
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	21.90

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

研究助理 杨义韬

执业证书编号：S0680120080031

邮箱：yangyitao@gszq.com

相关研究

- 《巨化股份 (600160.SH)：立足一体化产业链持续进发，勇攀含氟新材料高峰》2021-07-11
- 《巨化股份 (600160.SH)：制冷剂黎明将至，一体化氟化工龙头业绩拐点可期》2021-06-15

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6458	5672	6258	7517	11878
现金	1864	1677	1539	2811	7137
应收票据及应收账款	661	777	1057	1136	1092
其他应收款	18	16	28	25	29
预付账款	140	142	218	213	225
存货	1017	1061	1418	1334	1396
其他流动资产	2758	1998	1998	1998	1998
非流动资产	8927	10020	11257	12070	11273
长期投资	1075	1136	1196	1257	1318
固定资产	5488	6746	7914	8673	7960
无形资产	747	734	747	771	802
其他非流动资产	1616	1403	1401	1369	1194
资产总计	15385	15692	17515	19587	23151
流动负债	1836	2473	3277	2889	3244
短期借款	63	617	617	617	617
应付票据及应付账款	1341	1310	1852	1658	1824
其他流动负债	433	546	807	613	802
非流动负债	332	349	348	347	346
长期借款	0	4	3	3	2
其他非流动负债	332	345	345	345	345
负债合计	2169	2822	3625	3236	3590
少数股东权益	325	383	576	993	1637
股本	2745	2700	2700	2700	2700
资本公积	4549	4273	4273	4273	4273
留存收益	5709	5486	5610	5406	4365
归属母公司股东权益	12892	12487	13314	15358	17924
负债和股东权益	15385	15692	17515	19587	23151

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1883	989	2217	3432	4896
净利润	918	102	1291	2778	3539
折旧摊销	676	764	801	984	1088
财务费用	-36	52	51	52	-46
投资损失	-97	-106	0	0	0
营运资金变动	295	147	79	-375	320
其他经营现金流	126	29	-5	-6	-5
投资活动现金流	-1708	-1196	-2034	-1791	-285
资本支出	1757	1885	1177	752	-858
长期投资	-49	-153	-61	-61	-61
其他投资现金流	0	536	-917	-1099	-1204
筹资活动现金流	-760	61	-321	-370	-284
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	-320	-369	-283
现金净增加额	-564	-216	-138	1272	4327

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15595	16054	20474	24484	24879
营业成本	13320	14567	17379	19292	19139
营业税金及附加	71	46	61	73	75
营业费用	439	490	409	490	498
管理费用	521	563	614	735	423
研发费用	498	459	348	416	398
财务费用	-36	52	51	52	-46
资产减值损失	-78	-16	0	0	0
其他收益	275	184	0	0	0
公允价值变动收益	0	9	5	6	5
投资净收益	97	106	0	0	0
资产处置收益	3	3	0	0	0
营业利润	1066	154	1616	3432	4398
营业外收入	32	12	0	0	0
营业外支出	34	29	12	12	12
利润总额	1065	137	1604	3420	4386
所得税	147	34	313	643	847
净利润	918	102	1291	2778	3539
少数股东损益	23	7	194	417	644
归属母公司净利润	895	95	1097	2361	2895
EBITDA	1688	888	2394	4377	5362
EPS (元)	0.33	0.04	0.41	0.87	1.07

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-0.4	2.9	27.5	19.6	1.6
营业利润(%)	-60.0	-85.6	952.6	112.4	28.1
归属于母公司净利润(%)	-58.4	-89.3	1050.3	115.2	22.6
获利能力					
毛利率(%)	14.6	9.3	15.1	21.2	23.1
净利率(%)	5.7	0.6	5.4	9.6	11.6
ROE(%)	6.9	0.8	9.3	17.0	18.1
ROIC(%)	6.6	0.7	9.0	16.9	18.3
偿债能力					
资产负债率(%)	14.1	18.0	20.7	16.5	15.5
净负债比率(%)	-11.3	-5.7	-4.3	-11.4	-31.7
流动比率	3.5	2.3	1.9	2.6	3.7
速动比率	2.3	1.4	1.1	1.7	2.9
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.3	1.2
应收账款周转率	13.1	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
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.04	0.41	0.87	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.37	0.82	1.27	1.81
每股净资产(最新摊薄)	4.78	4.63	4.93	5.69	6.64
估值比率					
P/E	34.8	326.9	28.4	13.2	10.8
P/B	2.4	2.5	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	16.8	33.5	12.6	6.7	4.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 1 月 24 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com