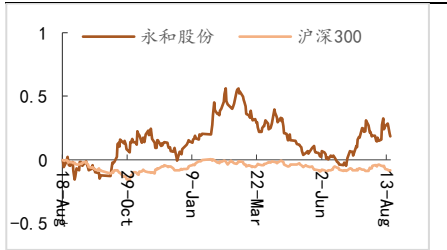


评级： 增持

翟绪丽
首席分析师
SAC 执证编号：S0110522010001
zhaixuli@sczq.com.cn
电话：010-81152683

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	30.20
一年内最高/最低价(元)	40.84/21.26
市盈率(当前)	41.94
市净率(当前)	4.83
总股本(亿股)	3.79
总市值(亿元)	114.50

资料来源：聚源数据

相关研究

- R143a 价格下行拖累氟碳化学品，制冷剂配额落地后长期可期
- 制冷剂差异化布局，完善氟化工产业链助成长

核心观点

- **事件：**公司发布 2023 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 20.8 亿元，同比+17.78%，归母净利润 1.1 亿元，同比-19.79%。23 年 Q2，公司实现营收 11.41 亿元，同比+10.42%，环比+21.51%，归母净利润 0.81 亿元，同比+25.11%，环比+176.58%。
- **23 年 H1 主营产品量增价跌致利润同比下滑，但 Q2 环比改善显著。**23 年 H1，公司氟碳化学品、含氟高分子材料、化工原料板块产品外销量分别为 53976.36、10293.19、102718.6 吨，同比+22.98%、+92.46%、+168.18%，均价分别为 20857.61、59808.47、2826.81 元/吨，同比-20.6%、-21.93%、-30.88%，营收分别为 11.26、6.16、2.9 亿元，同比-2.35%、+50.25%、+85.38%。氟碳化学品受厄尔尼诺高温天气影响，外销量显著增长，含氟高分子材料随着新建产能陆续投产，进一步放量，化工原料主要由于收购石磊氟化工后氯化物放量，外销量大幅增长，但受价格下跌较大拖累，公司利润有所下滑。23 年 Q2，公司氟碳化学品、含氟高分子材料、化工原料板块产品外销量分别为 29528.46、6381.78、53099.71 吨，环比+20.78%、+63.16%、+7.02%，均价分别为 20439.37、54801.5、3018.71 元/吨，环比-4.32%、-19.38%、+15.15%，营收分别为 6.04、3.5、1.6 亿元，环比+15.56%、+31.53%、+23.23%，环比改善趋势明显。
- **氟碳化学品受益于价差修复触底回升，长期趋势确定。**23 年 Q1，公司氟碳化学品受 22 年 HFCs 配额争夺战末期行业亏损且库存较高影响，仍处于消化 22 年库存阶段，盈利能力底部承压。23 年 Q2，库存逐渐去化，HFCs 价差修复，叠加下游空调产量持续高增，氟碳化学品业绩触底回升。根据百川盈孚数据显示，23 年 Q2 制冷剂 R32、R134a、R125 均价分别为 14581、23605、24823 元/吨，环比+3.57%、-0.7%、-7.13%，平均价差分别为 2198、6901、9171 元/吨，环比+50.73%、+21.17%、+1.83%。我们认为，当前 HFCs 价差已如期修复，24 年 HFCs 配额落地后，行业供给格局改善，长期上行趋势确定。
- **含氟高分子材料逐渐放量，看好长期成长。**根据公司半年报，公司内蒙基地 0.7 万吨/年 VDF 顺利投产，邵武基地一期 0.75 万吨/年 FEP、1 万吨/年 PTFE 项目已试车生产，0.8 万吨/年 VDF、1.6 万吨/年 PVDF、1 万吨/年全氟己酮、0.3 万吨/年 HFPO 扩建项目稳步推进中，随着公司含氟高分子材料的持续放量，未来业绩长期增长可期。
- **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.08/6.35/8.43 亿元，EPS 分别为 1.50/2.34/3.11，对应 PE 分别为 20/13/10 倍，考虑到公司拥有氟化工较为全面的产业链布局，可有效保证公司氟化工产品的竞争力。当前三代制冷剂配额基准期已结束，制冷剂行业未来将迎来长期上行景气周期，伴随着公司含氟聚合物项目产能的持续释放，未来业绩有望持续放量。维持“增持”评级。

● **风险提示:** 下游需求不及预期; 政策变化风险; 项目建设进度不及预期;

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	38.04	41.61	55.48	65.53
营收增速(%)	31.2%	9.4%	33.3%	18.1%
净利润(亿元)	3	4.08	6.35	8.43
净利润增速(%)	8.0%	35.7%	55.8%	32.8%
EPS(元/股)	1.11	1.50	2.34	3.11
PE	27.26	20.09	12.89	9.70

资料来源: Wind, 首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,609	2,026	3,023	4,163	经营活动现金流	442	722	615	893
现金	225	481	978	1,715	净利润	300	407	635	843
应收账款	346	389	524	632	折旧摊销	147	186	180	173
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	3	9	15	19
预付账款	46	57	80	94	投资损失	0	-3	-3	-2
存货	513	520	711	847	营运资金变动	-14	144	-227	-155
其他	479	579	730	875	其它	6	-22	15	15
非流动资产	3,745	3,497	3,445	3,411	投资活动现金流	-1,557	61	-127	-138
长期投资	0	0	0	0	资本支出	-1,583	-116	-106	-112
固定资产	1,804	1,733	1,669	1,611	长期投资	0	0	0	0
无形资产	142	143	133	130	其他	26	177	-21	-26
其他	518	340	362	389	筹资活动现金流	1,182	-527	10	-18
资产总计	5,354	5,523	6,468	7,574	短期借款	1,085	-152	41	78
流动负债	1,741	1,946	2,326	2,681	长期借款	449	38	114	131
短期借款	191	183	195	210	其他	169	-261	134	121
应付账款	576	601	741	884	现金净增加额	66	256	497	737
其他	185	114	137	145					
非流动负债	1,103	986	1,010	1,064	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	437	524	629	749	成长能力				
其他	59	37	41	43	营业收入	31.2%	9.4%	33.3%	18.1%
负债合计	2,844	2,932	3,336	3,745	营业利润	-9.9%	53.3%	53.9%	31.8%
少数股东权益	1	1	2	2	归属母公司净利润	8.0%	35.7%	55.8%	32.8%
归属母公司股东权益	2,509	2,590	3,130	3,827	获利能力				
负债和股东权益	5,354	5,523	6,468	7,574	毛利率	18.5%	22.1%	24.1%	25.8%
					净利率	7.9%	9.8%	11.5%	12.9%
利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	ROE	12.0%	15.7%	20.3%	22.0%
营业收入	3,804	4,161	5,548	6,553	ROIC	9.2%	14.0%	18.4%	20.4%
营业成本	3,102	3,241	4,213	4,863	偿债能力				
营业税金及附加	15	22	25	31	资产负债率	53.1%	53.1%	51.6%	49.4%
营业费用	57	71	94	111	净负债比率	56.6%	48.1%	41.2%	35.8%
研发费用	52	58	78	92	流动比率	0.9	1.0	1.3	1.6
管理费用	233	254	338	400	速动比率	0.6	0.8	1.0	1.2
财务费用	4	9	15	19	营运能力				
资产减值损失	-18	-8	-10	-12	总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	11.6	11.3	12.1	11.3
投资净收益	0	2	3	2	应付账款周转率	6.4	5.5	6.3	6.0
营业利润	335	513	789	1,040	每股指标(元)				
营业外收入	5	3	4	2	每股收益	1.11	1.50	2.34	3.11
营业外支出	8	8	8	8	每股经营现金	1.17	1.90	1.62	2.36
利润总额	332	508	785	1,034	每股净资产	6.62	6.83	8.26	10.09
所得税	32	100	150	190	估值比率				
净利润	300	408	635	844	P/E	27.26	20.09	12.89	9.70
少数股东损益	0	0	0	1	P/B	3.26	3.16	2.61	2.14
归属母公司净利润	300	408	635	843					
EBITDA	483	703	979	1,226					
EPS (元)	1.11	1.50	2.34	3.11					

分析师简介

翟绪丽，化工行业首席分析师，清华大学化工专业博士，有 6 年实业工作经验和 4 年金融从业经验，曾就职于太平洋证券，2022 年 1 月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅—5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现