

## 加速推进 PVDF，看好公司长期发展

买入(维持)

## ——巨化股份(600160)点评报告

2022年04月22日

## 报告关键要素：

4月21日晚，巨化股份发布了2021年度报告，公司2021年实现营收179.86亿，同比增长12.03%；实现归属于上市公司股东的净利润11.09亿，同比增加1063%。

## 投资要点：

**主营产品价格普涨，Q4业绩超预期增长：**分季度来看，公司四季度实现归母净利润8.51亿元，环比增长450.81%，同比增长1395.47%。2021年下半年公司主营产品价格受下游需求利好、原材料价格上涨以及阶段性能耗“双控”限电限产导致市场供应收紧等因素影响下，普遍实现了大幅上涨，其中氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料涨幅最大。从价格来看，氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物年均价同比上涨80.91%、41.58%、48.04%，其中Q4均价同比上涨100.03%、77.08%、76.78%，环比上涨21.15%、18.92%、27.51%；Q4主营产品价格涨幅较大主要系部分上游原材料短期缺货所致，而公司在原材料甲烷氯化物方面能够完全自给自足、无水氟化氢方面能够部分满足生产需求，在本轮主营产品及其原材料涨价过程中，公司高度一体化所带来的成本优势更加凸显，看好公司未来发展。

**把握行业风口，PVDF项目加速推进：**公司深耕氟化工行业多年，现有PVDF产能3500吨/年，其中1000吨电池级产能，另有6500吨产能预计将于2022年上半年投产，公司涵盖PVDF整条产业链，生产成本不受原材料价格波动影响。根据公司最近公告，公司计划新增48kt/aVDF技改扩建项目和30kt/aPVDF技改扩建项目（一期）新增23.5kt/aPVDF项目，其中新增48kt/aVDF技改扩建项目将配套新增产能8万吨/年的R142b、联产10kt/a R143a；新增23.5kt/aPVDF项目中的产能结构为悬浮法PVDF17.5kt/a、乳液法PVDF6kt/a，为保证核心技术和加快建设进度，抢抓市场机遇，公司将该项目建设发包给承包人联合体（浙江工程设计公司、中化二建、浙江一建），从而确保一期2022年12月30日能完成投产试车。随着PVDF项目的加速布局，我们认为公司能凭借PVDF业务所积累的技术经验以及产能扩张所带来的规模效应在后续竞争市场中获得领先优势。

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17985.59	22126.56	23435.61	25963.39
增长比率(%)	12	23	6	11
净利润(百万元)	1109.09	1641.83	1956.14	2203.34
增长比率(%)	1063	48	19	13
每股收益(元)	0.41	0.61	0.72	0.82
市盈率(倍)	28.07	18.96	15.91	14.13
市净率(倍)	2.33	2.08	1.84	1.63

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 基础数据

总股本(百万股)	2,699.75
流通A股(百万股)	2,699.75
收盘价(元)	11.53
总市值(亿元)	311.28
流通A股市值(亿元)	311.28

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

产业链一体化优势凸显，四季度业绩超预期增长

一体化优势尽显，制冷剂龙头未来可期

分析师： 黄侃

执业证书编号： S0270520070001

电话： 02036653064

邮箱： huangkan@wlzq.com.cn

研究助理： 孙思源

电话： 18813297482

邮箱： sunsy@wlzq.com.cn

**盈利预测与投资建议：**预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 16.42/19.56/22.03 亿元，对应的 PE 为 18.96/15.91/14.13（对应 4 月 21 日收盘价 11.53 元），维持“买入”评级。

**风险因素：**制冷剂及其原材料价格大幅波动；制冷剂需求不及预期风险；PVDF 在建产能投产进度不及预期风险。

**利润表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>17986</b>	<b>22127</b>	<b>23436</b>	<b>25963</b>
%同比增速	12%	23%	6%	11%
<b>营业成本</b>	<b>15443</b>	<b>18249</b>	<b>19086</b>	<b>21238</b>
<b>毛利</b>	<b>2542</b>	<b>3878</b>	<b>4349</b>	<b>4725</b>
%营业收入	14%	18%	19%	18%
<b>税金及附加</b>	<b>60</b>	<b>74</b>	<b>77</b>	<b>86</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%
<b>销售费用</b>	<b>131</b>	<b>236</b>	<b>210</b>	<b>240</b>
%营业收入	1%	1%	1%	1%
<b>管理费用</b>	<b>687</b>	<b>801</b>	<b>860</b>	<b>955</b>
%营业收入	4%	4%	4%	4%
<b>研发费用</b>	<b>654</b>	<b>996</b>	<b>1055</b>	<b>1039</b>
%营业收入	4%	5%	5%	4%
<b>财务费用</b>	<b>29</b>	<b>-22</b>	<b>-50</b>	<b>-77</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-312</b>	<b>-82</b>	<b>-98</b>	<b>-105</b>
信用减值损失	-30	0	0	0
<b>其他收益</b>	<b>88</b>	<b>201</b>	<b>189</b>	<b>205</b>
<b>投资收益</b>	<b>388</b>	<b>166</b>	<b>176</b>	<b>182</b>
<b>净敞口套期收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>资产处置收益</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>营业利润</b>	<b>1114</b>	<b>2080</b>	<b>2466</b>	<b>2765</b>
%营业收入	6%	9%	11%	11%
<b>营业外收支</b>	<b>-38</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>利润总额</b>	<b>1076</b>	<b>2080</b>	<b>2466</b>	<b>2765</b>
%营业收入	6%	9%	11%	11%
<b>所得税费用</b>	<b>-2</b>	<b>416</b>	<b>493</b>	<b>553</b>
<b>净利润</b>	<b>1078</b>	<b>1664</b>	<b>1973</b>	<b>2212</b>
%营业收入	6%	8%	8%	9%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1109</b>	<b>1642</b>	<b>1956</b>	<b>2203</b>
%同比增速	1063%	48%	19%	13%
少数股东损益	-31	22	17	9
EPS (元/股)	0.41	0.61	0.72	0.82

**基本指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.41	0.61	0.72	0.82
BVPS	4.94	5.55	6.27	7.09
PE	28.07	18.96	15.91	14.13
PEG	0.03	0.39	0.83	1.12
PB	2.33	2.08	1.84	1.63
EV/EBITDA	18.59	11.36	9.54	8.23
ROE	8%	11%	12%	12%
ROIC	7%	9%	9%	9%

**资产负债表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>1539</b>	<b>3086</b>	<b>3560</b>	<b>4981</b>
<b>交易性金融资产</b>	<b>500</b>	<b>100</b>	<b>411</b>	<b>322</b>
<b>应收票据及应收账款</b>	<b>1385</b>	<b>1395</b>	<b>1529</b>	<b>1726</b>
<b>存货</b>	<b>1735</b>	<b>1685</b>	<b>1822</b>	<b>2065</b>
<b>预付款项</b>	<b>134</b>	<b>177</b>	<b>178</b>	<b>198</b>
<b>合同资产</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>862</b>	<b>566</b>	<b>822</b>	<b>857</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>6158</b>	<b>7014</b>	<b>8328</b>	<b>10156</b>
<b>长期股权投资</b>	<b>1429</b>	<b>1597</b>	<b>1789</b>	<b>1990</b>
<b>固定资产</b>	<b>6364</b>	<b>7148</b>	<b>7803</b>	<b>8337</b>
<b>在建工程</b>	<b>2221</b>	<b>2072</b>	<b>2032</b>	<b>2058</b>
<b>无形资产</b>	<b>711</b>	<b>703</b>	<b>689</b>	<b>675</b>
<b>商誉</b>	<b>16</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>8</b>
<b>递延所得税资产</b>	<b>141</b>	<b>141</b>	<b>141</b>	<b>141</b>
<b>其他非流动资产</b>	<b>855</b>	<b>1065</b>	<b>1046</b>	<b>1160</b>
<b>资产总计</b>	<b>17894</b>	<b>19751</b>	<b>21837</b>	<b>24525</b>
<b>短期借款</b>	<b>269</b>	<b>269</b>	<b>327</b>	<b>348</b>
<b>应付票据及应付账款</b>	<b>2505</b>	<b>2326</b>	<b>2527</b>	<b>2883</b>
<b>预收账款</b>	<b>0</b>	<b>68</b>	<b>37</b>	<b>47</b>
<b>合同负债</b>	<b>309</b>	<b>275</b>	<b>319</b>	<b>355</b>
<b>应付职工薪酬</b>	<b>134</b>	<b>103</b>	<b>120</b>	<b>138</b>
<b>应交税费</b>	<b>71</b>	<b>94</b>	<b>97</b>	<b>108</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>534</b>	<b>598</b>	<b>599</b>	<b>645</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3553</b>	<b>3464</b>	<b>3699</b>	<b>4175</b>
<b>长期借款</b>	<b>188</b>	<b>348</b>	<b>348</b>	<b>348</b>
<b>应付债券</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>递延所得税负债</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>22</b>
<b>其他非流动负债</b>	<b>499</b>	<b>620</b>	<b>499</b>	<b>499</b>
<b>负债合计</b>	<b>4262</b>	<b>4455</b>	<b>4568</b>	<b>5044</b>
<b>归属于母公司的所有者权益</b>	<b>13334</b>	<b>14976</b>	<b>16932</b>	<b>19135</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>298</b>	<b>320</b>	<b>337</b>	<b>346</b>
<b>股东权益</b>	<b>13632</b>	<b>15296</b>	<b>17269</b>	<b>19481</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>17894</b>	<b>19751</b>	<b>21837</b>	<b>24525</b>

**现金流量表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1247</b>	<b>2584</b>	<b>2402</b>	<b>3000</b>
<b>投资</b>	<b>-218</b>	<b>85</b>	<b>-400</b>	<b>-134</b>
<b>资本性支出</b>	<b>-1676</b>	<b>-1552</b>	<b>-1610</b>	<b>-1618</b>
<b>其他</b>	<b>802</b>	<b>170</b>	<b>172</b>	<b>177</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1092</b>	<b>-1297</b>	<b>-1838</b>	<b>-1575</b>
<b>债权融资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>股权融资</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>银行贷款增加(减少)</b>	<b>487</b>	<b>160</b>	<b>58</b>	<b>21</b>
<b>筹资成本</b>	<b>-300</b>	<b>-22</b>	<b>-26</b>	<b>-25</b>
<b>其他</b>	<b>-600</b>	<b>122</b>	<b>-122</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-410</b>	<b>260</b>	<b>-90</b>	<b>-4</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-285</b>	<b>1547</b>	<b>474</b>	<b>1422</b>

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

## 免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦  
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心  
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场