

巨化股份 (600160.SH)

氟化工巨头业绩大幅增长，运营效率持续提升

核心观点

周期底部业绩仍逆势大幅增长，业绩逐季同比、环比持续性增长。公司公布《2022年半年度业绩预增公告》：受能源原材料价格同比上涨支撑和行业供需状况同比改善影响，公司产品价格同比总体上涨，且公司产业链一体化配套优势充分凸显，公司预计2022H1归母净利润为8.58-10.49亿元，同比增加725%-908%。业绩大幅增长超过我们此前的预期。近年来，公司充分发挥产业链一体化优势、有效控制成本，在逆势中仍然实现了基础化工产品、制冷剂产品销量大幅增长。公司产业链一体化优势显著，具备完善的氟化物生产配套体系，成本控制能力优异；另外，公司含氟聚合物（如PVDF）等品种行业景气度大幅提升，将充分受益。

运营效率持续提升，受益于产品价格同比上涨及主营业务持续放量。2022年上半年，公司氟化工原料、制冷剂（其中：HFCs）、含氟聚合物材料、食品包装材料、基础化工产品价格同比出现上涨，分别为5314、21795（22628）、72217、13961、2911元/吨，同比涨幅分别达到29.62%、28.61%、32.52%、42.94%、29.43%、85.24%。第三代氟制冷剂（HFCs）、氟聚合物产量在上年大幅增长的基数上沿袭了增长势头，同比分别增长6.67%和6.6%。在成本方面，公司精心组织生产经营，挖潜增效、节能降耗、机遇采购，较好控制了原材料价格过快上涨导致营业成本大幅上升的不利影响，公司原料成本端影响较小。随着行业竞争格局趋向集中，我们看好三代制冷剂将有望迎来景气复苏。公司具备完善的产业链一体化配套优势，逆势中仍然保持高效运行，未来将引领周期复苏。

发展高附加值氟化学品延伸产业链，积极推进数据中心用冷却液产品的产业化实施。除积极推进锂电材料如PVDF项目建设外，巨化股份还已成功开发出了高性能大数据中心设备专用的巨芯冷却液，填补了国内高性能大数据中心专用冷却液的空白。公司浸没式冷却液项目规划产能5000吨/年，其中一期1000吨/年项目已处于建设阶段。我们看好未来公司将持续通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化等，进一步扩张氟聚合物、氟精细化学品、氟冷却液等高附加值氟化工产品产量，实现高质量发展。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：维持“买入”评级。公司紧抓市场机遇，积极推进氟化工产品结构优化，筑牢氟化工巨头地位。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为19.59/23.40/28.09亿元，同比增速76.6%/19.5%/20.0%；摊薄EPS=0.73/0.87/1.04元，对应当前股价对应PE=19.5/16.3/13.6X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	16,054	17,986	25,000	26,887	30,781
(+/-%)	2.9%	12.0%	39.0%	7.5%	14.5%
净利润(百万元)	95	1109	1959	2340	2809
(+/-%)	-89.3%	1062.9%	76.6%	19.5%	20.0%
每股收益(元)	0.04	0.41	0.73	0.87	1.04
EBIT Margin	2.4%	9.3%	8.9%	9.9%	10.3%
净资产收益率 (ROE)	0.8%	8.3%	13.1%	14.0%	14.8%
市盈率 (PE)	399.7	34.4	19.5	16.3	13.6
EV/EBITDA	35.8	16.8	14.3	12.7	11.8
市净率 (PB)	3.05	2.86	2.56	2.27	2.00

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.12元
总市值/流通市值	38124/38124百万元
52周最高价/最低价	20.38/9.77元
近3个月日均成交额	339.25百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《巨化股份(600160.SH)-逆势实现业绩大幅增长，筑牢氟化工巨头地位》——2022-04-22
- 《巨化股份-600160-2021年业绩预告点评：制冷剂业务量价齐升，Q4业绩表现亮眼》——2022-01-25
- 《巨化股份-600160-2021年三季报点评：Q3业绩大幅增长，一体化竞争优势凸显》——2021-10-31
- 《巨化股份-600160-2020年年报点评：业绩已探底，逆势仍实现产品结构优化与核心业务成长》——2021-03-23
- 《巨化股份-600160-2019年年报和2020年一季报点评：公司以量补价，巩固龙头地位》——2020-05-02

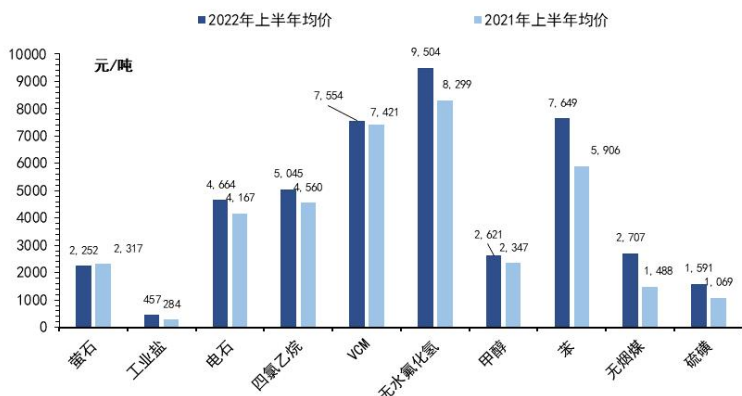
周期底部业绩仍大幅增长，将有望把握行业格局变化带来的机遇

2022年7月14日晚，公司公布《2022年半年度业绩预增公告》：受能源原材料价格同比上涨支撑和行业供需状况同比改善影响，公司产品价格同比总体上涨，且公司产业链一体化配套优势充分凸显，公司预计2022H1归母净利润为8.58-10.49亿元，同比增加725%-908%，业绩大幅增长超过我们此前的预期。整体来说，2022年上半年，公司充分发挥产业链一体化优势、有效控制成本，在逆势中仍然实现基础化工产品、制冷剂产品销量大幅增长。同时，公司具备完善的氟化物生产配套体系，成本控制能力优异。此外，含氟聚合物（如PVDF）等品种行业景气度大幅提升。近1年以来，受下游锂电、光伏等需求快速增长的驱动，PVDF及其原料R142b供应十分紧张、供需严重错配。公司已具备3500吨/年涂料+光伏级+锂电级别PVDF生产能力，充分受益于PVDF价格的上涨。公司也在积极布局PVDF扩产产能中。

从经营情况来看，我们看好公司将有望充分把握并受益于行业格局变化带来的机遇，以高质量发展为主线，围绕“绿色化发展、数字化改革、新巨化起航”总体要求，以一流的产品打造全球一流的氟化工品牌。在当前时点上，我们看好氟化工行业即将迎来配置时机，我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为19.59/23.40/28.09亿元，同比增速76.6%/19.5%/20.0%；摊薄EPS=0.73/0.87/1.04元，对应当前股价对应PE=19.5/16.3/13.6X。维持“买入”评级。

据公司公布的《主要经营数据公告》，2022年Q2，原材料方面，公司主要原材料价格环比小幅下降。其中：萤石、电石、四氯乙烯、VCM、无烟煤等原材料价格分别为2252.06、4663.62、5044.76、7554.14、2706.7元/吨，分别较2022Q1环比变动-5.13%、-3.69%、-8.08%、-0.39%、-6.16%。2022年上半年，产品售价方面，氟化工原料、制冷剂（其中：HFCs）、含氟聚合物材料、食品包装材料、基础化工产品价格同比出现上涨，分别为5,314、21,795（22,628）、72,217、13,961、2,911元/吨，同比涨幅分别达到+29.62%、+28.61%、+32.52%、+42.94%、+29.43%、+85.24%。在疫情持续扰动和影响下，公司精心组织生产经营，保持较高产销水平运行，主导产品的产销量、营业收入保持增长。从产销量来看，2022年上半年，公司氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、食品包装材料分别实现产量43.02、26.17、5.52、8.99万吨，分别同比+2.2%、+12.73%、+16.55%、+17.6%，其中：第三代氟制冷剂（HFCs）产量17.34万吨、氟聚合物产量5.52万吨，在上年大幅增长的基数上，沿袭增长势头，同比分别增长12.47%和16.55%；三代氟制冷剂、氟聚合物销量分别10.85万吨、1.8万吨，同比分别增长6.67%和6.6%，确保了公司在氟制冷剂的市场龙头地位、氟聚合物市场占有率的稳步提升。从运营角度来看，在周期景气度不佳的背景下，公司仍实现了产品结构大幅优化，HFCs、氟聚合物、石化产品等保持了较快成长。在氟化工周期下行的背景下，公司仍通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化等，逆势扩张产量、稳步经营。

图1: 2021 年上半年公司采购的原材料变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图2: 公司重点产品制冷剂产销量及均价变化趋势



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图3: 氟聚合物产品实现外销量稳步增长, 2021Q4 聚合物均价大幅增长

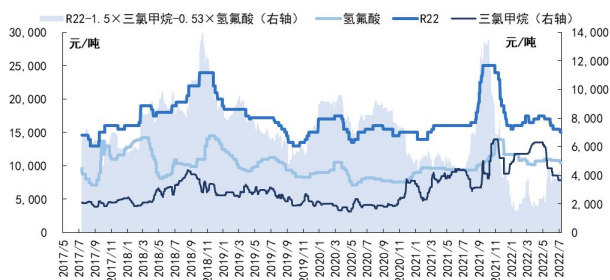


资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

制冷剂：2020-2022 年三代制冷剂景气承压，静待三代制冷剂景气反转

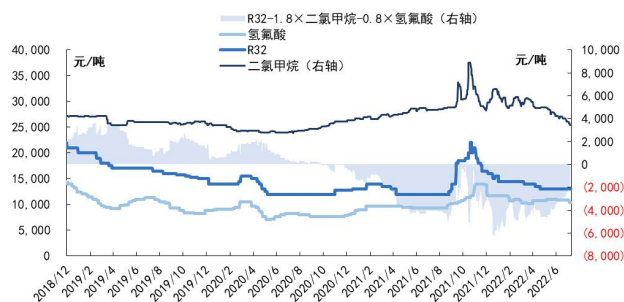
复盘三代制冷剂价格走势：2020 年，受新冠肺炎冲击、基加利修正案引起的配额争抢等因素影响，三代制冷剂市场延续 2019 年末的疲软态势，各产品价格均有下滑。原料氢氟酸自疫情爆发后连连走低，于 2020 年 5 月份到达全年最低点后反弹回稳。R32 产能过剩的状况仍在延续，价格上行受限；R134a 价格达到了近年来历史新低点。下游空调、汽车行业 2020 年产销双双下滑。**2021 年上半年**，除 R32 价格仍在成本线以下徘徊外，其余制冷剂价格均有所回暖，截至 2021 年 6 月 30 日，R22 较年初涨幅约为 14.3%，R134a 较年初涨幅约为 13.9%，R125 较年初涨幅约为 11.5%，R32 较年初跌幅约为 4.0%，R410a 较年初涨幅约为 17.6%。**自 2021 年 8 月中旬起**，随原材料氢氟酸、甲烷氯化物、乙烷氯化物等价格持续上涨，并且在能耗双控及限电导致制冷剂开工率不足，而需求端制冷剂进入传统备货旺季的背景下，制冷剂产品价格均出现明显反弹，涨价态势持续至 2021 年 11 月初。随后，**自 2021 年 11 月起**，在原料端供给逐步释放的背景下，除 R142b 外的制冷剂价格均开始普遍回调。目前，《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》已正式对中国生效。根据协议，到 2045 年，中国将比 2020-22 年基准减少 80% 的氢氟碳化合物使用。这意味着中国将对 HFCs（氢氟碳化物）相关化学品进行管控，包括 2024 年冻结 HFCs 生产和消费。**随着供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地、行业竞争格局趋向集中，而下游需求恢复平稳增长，我们看好三代制冷剂有望迎来景气复苏。**

图4: R22 产品价格与价差



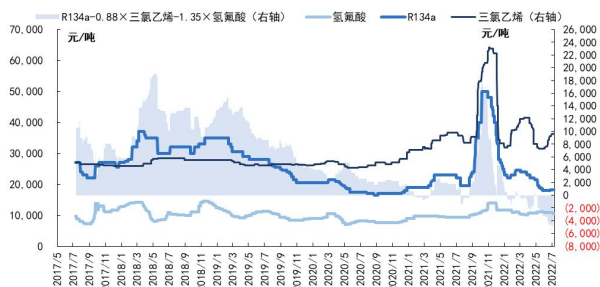
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图5: R32 产品价格与价差



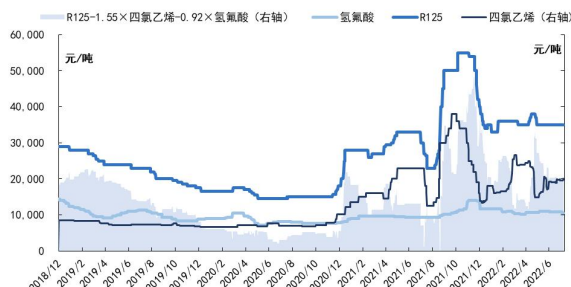
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图6: R134a 产品价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图7: R125 产品价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

发展氟聚合物及其他氟化学品，高端化延伸产业链

公司在“延链、补链、补短板、强项”等方面继续发力，产业层次和竞争力明显提升。2021年，巨化股份积极实施3.5万吨/年碳氢制冷剂、5000t/a巨芯冷却液（一期1000t/a）项目建设，加强第四代氟制冷剂、低碳新型制冷剂、PVDC水性涂料和新能源、环保专用氟聚合物的品种与用途研发。整体来说，2021年，公司完成固定资产投资19.77亿元，启动实施3万吨/年PVDF一期项目、巨芯冷却液项目、高性能氟材料项目，加快实施1万吨/年PVDF二期（B段）项目，推进技术研发成果产业化。目前，公司是国内唯一拥有氟制冷剂一至四代系列产品企业，氟制冷剂规模处全球首位；近3年来，公司含氟聚合物取得技术创新突破，实现量质齐升，且产品结构进一步丰富、品质大幅提高，已实现ETFE树脂、PFA、悬浮聚偏氟乙烯（锂电池粘结剂用）等新产品的产业化。

PVDF项目规划方面，2021年12月3日，公司发布《固定资产投资项目公告》：公司下属分厂电化厂拟实施新增48kt/aVDF技改扩建项目、新增30kt/aPVDF技改扩建项目（一期）新增23.5kt/aPVDF项目，项目总投资分别为9.79亿元、6.93亿元。后者采用悬浮聚合工艺和乳液聚合工艺生产PVDF树脂。2022年4月22日，公司发布了《新增48ktaVDF和23.5ktaPVDF技改扩建项目工程建设关联交易公告》，公告显示工期计划2022年2月25日开工、2022年12月30日投产试车。

重要参股子公司中巨芯方面，2022年6月29日，上海证券交易所科创板上市委员会对巨化股份参股子公司中巨芯科技首次公开发行股票申请进行了审核。根据会议审议结果，中巨芯首发符合发行条件、上市条件和信息披露要求。

此外，值得关注的是，巨化股份的数据中心用冷却液产品已进入产业化实施阶段。

“液冷”是指使用高比热容的液体作为热量传输的工质满足服务器等IT设备散热需求的冷却方式，主要分为间接接触型液冷和直接接触型液冷，纯净水水、矿物油、氟化液都是常用的冷却液。目前液冷技术主要应用于高性能计算，广泛使用在数据中心、边缘计算、人工智能技术等方面。伴随着云计算，大数据，特别是人工智能技术的创新发展，承担大量数据计算和存储的数据中心，需要更高效来满足业务发展的需要。在解决高热密度数据中心的散热问题方面，液冷具有传统数据中心的空调系统无法比拟的优势，同时能耗更低。随着浸没式液冷数据中心的推广应用与发展，将打开专用氟化冷却液的市场空间，使其逐步发展为成熟产品。目前，据公司公告，巨化股份公司已成功开发出了高性能大数据中心设备专用的巨芯冷却液，填补了国内高性能大数据中心专用冷却液的空白，主要性能指标与国外垄断产品相当。公司浸没式冷却液项目规划产能5000吨/年，其中一期1000吨/年项目已处于建设阶段。我们看好未来公司将持续通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化等，进一步扩张氟聚合物、氟精细化学品、氟冷却液等高附加值氟化工产品产量，实现高质量发展。

投资建议：维持“买入”评级。公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。从氟制冷剂行业格局来看，目前三代制冷剂产品的价格及价差均已进入底部区间，而配额管理即将在立法层面落地，随着供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，我们看好三代制冷剂有望迎来景气反转的拐点。公司持续逆势扩张，我们看好到2022年后公司在三代制冷剂行业的市占率有望达到30%以上，并将作为行业领军者引领周期景气反转。从氟精细化学品及氟材料行业来看，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，公司不断加大氟氯先进化工材料发展，高

端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。在当前时点上，我们看好氟化工龙头企业标的即将迎来配置时机。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 19.59/23.40/28.09 亿元，同比增速 76.6%/19.5%/20.0%；摊薄 EPS=0.73/0.87/1.04 元，对应当前股价对应 PE=19.5/16.3/13.6X。维持“买入”评级。维持“买入”评级。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1677	1539	2723	6721	11637	营业收入	16054	17986	25000	26887	30781
应收款项	793	1400	1423	1650	2012	营业成本	14567	15443	20790	22100	25170
存货净额	1061	1735	1840	2033	2476	营业税金及附加	46	60	90	96	110
其他流动资产	1082	985	1646	1685	1880	销售费用	490	131	250	269	308
流动资产合计	5672	6158	8131	12589	18505	管理费用	563	687	1643	1765	2019
固定资产	7692	8585	8634	8259	7849	财务费用	52	29	21	21	7
无形资产及其他	734	711	694	676	658	投资收益	106	388	120	140	160
投资性房地产	457	1011	1011	1011	1011	资产减值及公允价值变动	25	312	0	0	0
长期股权投资	1136	1429	1429	1429	1429	其他收入	(314)	(1221)	0	0	0
资产总计	15692	17894	19899	23964	29452	营业利润	154	1114	2327	2776	3328
短期借款及交易性金融负债	617	307	500	400	300	营业外净收支	(17)	(38)	(19)	(19)	(19)
应付款项	1310	2505	2483	2760	3438	利润总额	137	1076	2308	2757	3309
其他流动负债	546	742	852	2920	5650	所得税费用	34	(2)	415	496	596
流动负债合计	2473	3553	3834	6080	9388	少数股东损益	7	(31)	(67)	(79)	(95)
长期借款及应付债券	4	188	388	388	388	归属于母公司净利润	95	1109	1959	2340	2809
其他长期负债	345	521	531	541	551						
长期负债合计	349	709	919	929	939	现金流量表（百万元）					
负债合计	2822	4262	4753	7009	10327	净利润	95	1109	1959	2340	2809
少数股东权益	383	298	245	182	105	资产减值准备	(65)	286	92	(2)	(15)
股东权益	12487	13334	14901	16773	19020	折旧摊销	754	852	776	895	943
负债和股东权益总计	15692	17894	19899	23964	29452	公允价值变动损失	(25)	(312)	0	0	0
						财务费用	52	29	21	21	7
关键财务与估值指标						营运资本变动	(174)	116	(600)	1895	2402
每股收益	0.04	0.41	0.73	0.87	1.04	其它	41	(309)	(145)	(61)	(61)
每股红利	0.15	0.11	0.15	0.17	0.21	经营活动现金流	627	1743	2082	5066	6077
每股净资产	4.63	4.94	5.52	6.21	7.05	资本开支	0	(2316)	(900)	(500)	(500)
ROIC	3%	14%	14%	18%	26%	其它投资现金流	665	559	0	0	0
ROE	1%	8%	13%	14%	15%	投资活动现金流	604	(2051)	(900)	(500)	(500)
毛利率	9%	14%	17%	18%	18%	权益性融资	(69)	3	0	0	0
EBIT Margin	2%	9%	9%	10%	10%	负债净变化	4	184	200	0	0
EBITDA Margin	7%	14%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(412)	(300)	(392)	(468)	(562)
收入增长	3%	12%	39%	8%	14%	其它融资现金流	(532)	398	193	(100)	(100)
净利润增长率	-89%	1063%	77%	19%	20%	融资活动现金流	(1417)	169	2	(568)	(662)
资产负债率	20%	25%	25%	30%	35%	现金净变动	(186)	(138)	1184	3998	4915
息率	1.1%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	1864	1677	1539	2723	6721
P/E	399.7	34.4	19.5	16.3	13.6	货币资金的期末余额	1677	1539	2723	6721	11637
P/B	3.1	2.9	2.6	2.3	2.0	企业自由现金流	0	320	1103	4469	5448
EV/EBITDA	35.8	16.8	14.3	12.7	11.8	权益自由现金流	0	902	1480	4351	5342

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032