

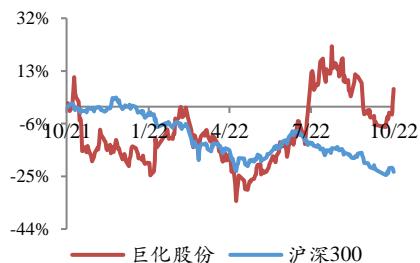
# 三季度业绩超预期，制冷剂销量保持增长

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2022-10-19

收盘价（元）	15.82
近 12 个月最高/最低（元）	18.09/9.86
总股本（百万股）	2,700
流通股本（百万股）	2,700
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	427
流通市值（亿元）	427

## 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师：尹沿技**

执业证书号: S0010520020001

电话: 021-60958389

邮箱: yinyj@hazq.com

**联系人：王强峰**

执业证书号: S0010121060039

电话: 13621792701

邮箱: wangqf@hazq.com

## 主要观点：

### ● 事件描述

2022 年 10 月 18 日下午，巨化股份对外发布公告：公司前三季度实现归母净利润 16.00 亿元到 17.50 亿元，同比增长 519% 到 577%；实现扣非归母净利润 15.38 亿元到 16.88 亿元，同比增长 640% 到 712%。

### ● 主营产品量价齐升，前三季度业绩大幅增长

公司前三季度实现归母净利润 16.00 亿元到 17.50 亿元，同比增长 519% 到 577%。单季度来看，2022Q3 实现归母净利润 6.35 亿元到 7.85 亿元，同比增长 312% 到 410%，环比涨幅为 -12% 到 9%。主要原因是公司主营产品量价齐升。2022 年前三季度，公司氟化工原料实现销量 20.42 万吨，平均售价 5078.25 元/吨，分别同比增长 0.15% 和 18.18%；制冷剂实现销量 23.97 万吨，平均售价 2.14 万元/吨，分别同比增长 19.85% 和 20.49%，其中三代制冷剂实现销量 17.99 万吨，平均售价 2.20 万元/吨，分别同比增长 18.56% 和 21.45%；含氟聚合物材料实现销量 2.69 万吨，平均售价 6.80 万元/吨，分别同比增长 1.71% 和 30.98%。

### ● 短期萤石供不应求现状持续，公司地处萤石资源富集区采购稳定

近期多地萤石矿山开采受限，北方市场原矿供应偏紧，加之内蒙一带疫情形势严峻，厂家运输受阻，浮选装置开工表现不佳，华北萤石供不应求现状持续。截至 2022 年 10 月 18 日，萤石干粉市场均价 3117 元/吨，达年内高点。南方地区原矿供应较稳，企业生产供应固定合作方为主，公司地处浙、闽、赣、皖萤石资源富集中心区域，紧靠江西硫铁矿资源密集区，萤石、AHF 就近采购便利，原材料供应稳定。

### ● 打造“氟化工+氯碱化工”产业链，降本增效实现收益最大化

公司是国内制冷剂龙头企业，目前总产能 59.91 万吨，处全球首位。公司确立氟化工核心主业、氟氯联动战略，完成基础氟碱向氟化工配套材料的转型，为氟化工业务提供前端原材料，形成基础原料规模化、中间产品系列化、下游产品精细化和功能化的产业格局。完善的“氟化工+氯碱化工”产业链，能够有效降低公司成本，实现收益最大化。

### ● 配额落地供需格局修复，三代制冷剂即将进入景气上行期，

三代制冷剂价格处于底部区间，制冷剂供需格局将在配额落地后开始修复，供需缺口将持续拉大，三代制冷剂价格迎来上涨周期。此外，配额基线年结束意味着“负利润”抢占市场结束，三代制冷剂价格回暖预期明显。供需结构修复叠加价格回暖预期，未来制冷剂行业景气度将迎来拐点，进入持续提升的景气周期。公司三代制冷剂产能 39.74 万吨，处于全球龙头地位，近三年三代制冷剂销量位于行业首位，未来在配额分

## 相关报告

1. 制冷剂景气周期将至，氟化工龙头  
拾级而上 2022-09-15

配上有优势。未来公司三代制冷剂业务有望通过“量价”两方面贡献业绩。

### ● 布局高附加值含氟产品，打开远期成长空间

巨化持续拓展氟化工产品结构，布局高端含氟产品。2.35 万吨 PVDF 产能预计 2022 年年底可进入试生产，2023 年开始贡献业绩。同时，公司具有高端 PTFE 经验技术储备，并配套生产 PVDF 和 PTFE 原材料，成本优势明显。此外，公司同时推进氟化液、VDF 等项目，未来随着公司各项目产能释放，有望为公司长期发展提供支撑。

### ● 投资建议

我们坚定看好三代制冷剂价格回暖带来的业绩增量以及巨化氟氯联动带来的成本优势。同时公司布局含氟新材料，高附加值拉升公司毛利率中枢。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 21.93、30.86、35.97 亿元，同比增速为+97.7%、+40.7%、+16.6%。对应 PE 分别为 19、14、12 倍。维持“买入”评级。

### ● 风险提示

- (1) 三代制冷剂配额分配方案不理想；
- (2) 下游需求不及预期；
- (3) 新产能投产进度不及预期；
- (4) 四代制冷剂替代速度加快；
- (5) 宏观政策风险。

### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17986	20493	26174	30181
收入同比 (%)	12.0%	13.9%	27.7%	15.3%
归属母公司净利润	1109	2193	3086	3597
净利润同比 (%)	1062.9%	97.7%	40.7%	16.6%
毛利率 (%)	14.1%	18.2%	17.9%	18.3%
ROE (%)	8.3%	14.5%	16.9%	16.5%
每股收益 (元)	0.41	0.81	1.14	1.33
P/E	31.49	19.47	13.84	11.87
P/B	2.61	2.82	2.34	1.96
EV/EBITDA	18.59	13.69	10.63	7.83

资料来源：wind，华安证券研究所

## 财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6158	7284	13867	15953	营业收入	17986	20493	26174	30181
现金	1539	4638	8706	13637	营业成本	15443	16769	21476	24666
应收账款	1116	470	1774	688	营业税金及附加	60	63	84	95
其他应收款	21	23	32	32	销售费用	131	149	190	220
预付账款	134	152	191	222	管理费用	687	751	980	1118
存货	1735	959	2710	1378	财务费用	29	-33	-126	-251
其他流动资产	1614	1042	455	-4	资产减值损失	-312	0	0	0
非流动资产	11737	11354	11000	10632	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1429	1429	1429	1429	投资净收益	388	289	467	482
固定资产	6364	5774	5185	4596	营业利润	1114	2585	3307	4029
无形资产	711	711	711	711	营业外收入	19	16	17	17
其他非流动资产	3232	3439	3674	3896	营业外支出	57	43	50	47
资产总计	17894	18638	24867	26585	利润总额	1076	2558	3274	3999
流动负债	3553	2239	5144	3025	所得税	-2	319	201	372
短期借款	269	370	247	236	净利润	1078	2238	3073	3626
应付账款	1769	867	2755	1265	少数股东损益	-31	45	-13	29
其他流动负债	1515	1001	2142	1525	归属母公司净利润	1109	2193	3086	3597
非流动负债	709	892	1164	1392	EBITDA	1828	2851	3303	3884
长期借款	188	282	422	538	EPS (元)	0.41	0.81	1.14	1.33
其他非流动负债	521	609	743	853					
负债合计	4262	3131	6308	4417					
少数股东权益	298	344	330	359					
股本	2700	2700	2700	2700					
资本公积	4286	4286	4286	4286					
留存收益	6348	8178	11242	14823					
归属母公司股东权	13334	15164	18229	21809					
负债和股东权益	17894	18638	24867	26585					
现金流量表									
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率				
经营活动现金流	1247	2523	3170	3911	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1078	2238	3073	3626	成长能力				
折旧摊销	873	589	589	589	营业收入	12.0%	13.9%	27.7%	15.3%
财务费用	36	13	13	10	营业利润	625.7%	132.0%	27.9%	21.8%
投资损失	-370	-289	-467	-482	归属于母公司净利	1062.9%	97.7%	40.7%	16.6%
营运资金变动	-680	-55	-71	139	盈利能力				
其他经营现金流	2068	2319	3177	3517	毛利率 (%)	14.1%	18.2%	17.9%	18.3%
投资活动现金流	-1092	668	784	830	净利率 (%)	6.2%	10.7%	11.8%	11.9%
资本支出	-1676	-26	-33	-29	ROE (%)	8.3%	14.5%	16.9%	16.5%
长期投资	-218	404	348	376	ROIC (%)	6.7%	12.0%	13.0%	12.7%
其他投资现金流	802	290	468	483	偿债能力				
筹资活动现金流	-410	-80	136	206	资产负债率 (%)	23.8%	16.8%	25.4%	16.6%
短期借款	-348	101	-124	-11	净负债比率 (%)	31.3%	20.2%	34.0%	19.9%
长期借款	184	94	139	117	流动比率	1.73	3.25	2.70	5.27
普通股增加	0	0	0	0	速动比率	1.12	2.67	2.12	4.78
资本公积增加	14	0	0	0	营运能力				
其他筹资现金流	-260	-275	120	101	总资产周转率	1.07	1.12	1.20	1.17
现金净增加额	-285	3099	4068	4931	应收账款周转率	21.26	25.84	23.33	24.52
					应付账款周转率	11.11	12.72	11.86	12.27
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.41	0.81	1.14	1.33
					每股经营现金流薄	0.46	0.93	1.17	1.45
					每股净资产	4.94	5.62	6.75	8.08
					估值比率				
					P/E	31.49	19.47	13.84	11.87
					P/B	2.61	2.82	2.34	1.96
					EV/EBITDA	18.59	13.69	10.63	7.83

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。