

股票投资评级

推荐 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

基本数据（2022.10.27）

收盘价（元/股）	16.13
52周内高（元/股）	18.35
52周内低（元/股）	9.77
总市值（亿元）	452.75
流通市值（亿元）	452.75
总股本（亿股）	27.00
A股（亿股）	27.00

研究所

分析师：钟浩

SAC 登记编号：S1340522080003

Email：zhonghao@cnpsec.com

巨化股份 (600160.SH):

Q3 业绩超预期，静待制冷剂行业景气度向上

● 事件描述

巨化股份公布2022年三季报：报告期内公司实现营业收入163.77亿元，同比+29.74%；归母净利润16.99亿元，同比+557.25%。

● 事件点评

Q3 业绩增长超预期。公司Q3营收58.73亿元，同比+32.32%，环比-0.40%；Q3归母净利润7.46亿元，同比+382.86%，环比+3.73%。Q3毛利率19.11%，环比+1.99pct；Q3净利率12.70%，环比+0.51pct。前三季度公司实现业绩同比大幅提升，系主营产品量价齐升；其中Q3业绩持续提升，成本端部分原材料价格有所下调，主营产品销量环比维持增长。

制冷剂 Q3 销量环比走升，静待制冷剂行业景气上行。2022年前三季度氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、基础化工产品均价分别为5,078.25/21,361.26/68,038.92/2,846.08元/吨（不含税，下同），同比分别+18.18%/+20.49%/+30.98%/+69.41%，销量分别为20.42/23.97/2.69/109.92万吨，同比分别+0.15%/+19.85%/1.71%/0.65%；其中Q3产品均价分别为4,612.10/20,698.99/59,613.44/2,732.10元/吨，环比-10.42%/-0.67%/-26.31%/-10.48%，销量分别为6.85/9.48/0.89/40.07万吨，环比+6.09%/+3.70%/-2.61%/3.80%。Q3主要原材料价格多数环比下降，萤石、工业盐、电石、四氯乙烷、VCM、无水氟化氢环比分别+3.98%/-5.26%/-7.86%/-4.08%/-26.37%/-7.75%。预计未来供需格局好转，制冷剂行业景气度逐步向上，产品盈利水平将继续修复。

龙头规模优势显著，待配额落地后有望充分受益。三代制冷剂的基限值取决于2020-2022年HFCs全行业的平均销量，因此过去三年制冷剂行业持续扩产，阶段性供需失衡使主流三代制冷剂处于盈利底部区间。未来制冷剂行业竞争格局渐趋集中，作为国内三代制冷剂市场的龙头企业，且有氢氟酸等原材料的自供优势，公司有望明显受益。

持续做强氟产品产业链，助力公司拓展成长空间。公司拟建6万吨/年VDC单体（偏二氯乙烯）技改扩建项目，预计将于2025年四季度建成投产，该项目将进一步放大公司氟化工产业链优势。公司2.35万吨/年PVDF将于2022年底投产，预计2023年将会有大批新增PVDF产能进入市场，公司的投产时间相对较早，有望先一步受益；7.5万吨/年环氧氯丙烷、7,000吨/年FKM以及4.8万吨/年VDF技改扩建等项目也在如期推进，未来高附加值的含氟化工品将持续推动公司业绩强劲增长。

● 投资建议

我们预计公司 2022–2024 营业收入为 230.60 亿元、260.80 亿元、284.41 亿元，归母净利润为 22.88 亿元、31.17 亿元、36.86 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 19.04 倍、13.97 倍、11.82 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：

政策变动风险、终端需求复苏缓慢，原材料价格大幅波动、公司项目进度低于预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,985.59	23,059.53	26,080.19	28,440.60
增长率(%)	12.03%	28.21%	13.10%	9.05%
EBITDA(百万元)	1,828.11	2,997.05	3,966.90	4,336.65
归属母公司净利润(百万元)	1,109.09	2,287.59	3,117.44	3,685.59
增长率(%)	1062.87%	106.26%	36.28%	18.22%
EPS(元/股)	0.41	0.85	1.15	1.37
市盈率(P/E)	39.26	19.04	13.97	11.82
市净率(P/B)	4.94	5.66	6.81	8.18
EV/EBITDA	18.59	14.10	9.92	8.63

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表									
营业收入	17,986	23,060	26,080	28,441	营业收入	12.03%	28.21%	13.10%	9.05%
营业成本	15,443	18,943	20,795	22,595	营业利润	625.69%	141.50%	35.51%	11.01%
税金及附加	60	77	87	95	归属于母公司净利润	1062.87%	106.26%	36.28%	18.22%
销售费用	131	167	189	206	获利能力				
管理费用	687	881	997	1,087	毛利率	14.13%	17.85%	20.26%	20.55%
研发费用	654	839	948	1,034	净利率	6.17%	9.92%	11.95%	12.96%
财务费用	29	20	33	27	ROE	8.32%	14.98%	16.95%	16.70%
资产减值损失	-312	-51	-73	-99	ROIC	6.69%	12.09%	14.31%	14.10%
营业利润	1,114	2,691	3,646	4,047	偿债能力				
营业外收入	19	0	0	0	资产负债率	23.82%	17.85%	20.78%	14.92%
营业外支出	57	0	0	0	流动比率	1.73	2.42	2.44	3.74
利润总额	1,076	2,691	3,646	4,047	营运能力				
所得税	-2	350	462	344	应收账款周转率	21.26	26.93	25.44	25.08
净利润	1,078	2,340	3,184	3,704	存货周转率	12.87	14.93	15.18	15.06
归母净利润	1,109	2,288	3,117	3,686	总资产周转率	1.07	1.25	1.22	1.13
每股收益(元)	0.41	0.85	1.15	1.37	每股指标(元)				
资产负债表									
货币资金	1,539	1,978	4,841	6,739	每股收益	0.41	0.85	1.15	1.37
交易性金融资产	500	500	500	500	每股净资产	4.94	5.66	6.81	8.18
应收票据及应收账款	1,385	1,365	1,665	1,688	估值比率				
预付款项	134	184	194	211	PE	39.26	19.04	13.97	11.82
存货	1,735	1,354	2,082	1,695	PB	3.27	2.85	2.37	1.97
流动资产合计	6,158	6,488	10,324	12,118	现金流量表				
固定资产	6,364	6,632	6,872	6,834	净利润	1,078	2,340	3,184	3,704
在建工程	2,221	2,573	2,998	3,682	折旧和摊销	873	732	776	775
无形资产	711	714	703	692	营运资本变动	-680	-767	584	-815
非流动资产合计	11,737	12,529	13,414	14,340	其他	-24	-445	-488	-513
资产总计	17,894	19,017	23,737	26,458	经营活动现金流量净额	1,247	1,859	4,056	3,151
短期借款	269	279	259	194	资本开支	-1,676	-1,445	-1,566	-1,599
应付票据及应付账款	2,505	1,556	3,018	2,012	其他	584	366	392	410
其他流动负债	779	852	946	1,033	投资活动现金流量净额	-1,092	-1,079	-1,173	-1,188
流动负债合计	3,553	2,686	4,223	3,239	股权融资	3	0	0	0
其他	709	709	709	709	债务融资	-130	0	0	0
非流动负债合计	709	709	709	709	其他	-283	-342	-20	-65
负债合计	4,262	3,395	4,932	3,948	筹资活动现金流量净额	-410	-342	-20	-65
股本	2,700	2,700	2,700	2,700	现金及现金等价物净增加	-285	439	2,863	1,898
资本公积金	4,286	4,286	4,286	4,286					
未分配利润	5,574	7,168	9,818	12,950					
少数股东权益	298	351	418	436					
其他	773	1,116	1,584	2,137					
所有者权益合计	13,632	15,621	18,806	22,509					
负债和所有者权益总	17,894	19,017	23,737	26,458					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
强于大市 中性 弱于大市	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
推荐 谨慎推荐 中性 回避	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。