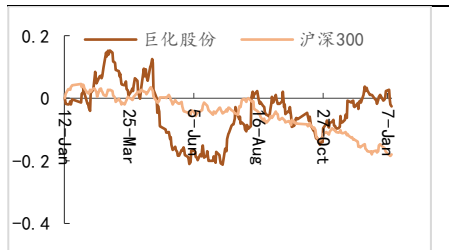


评级： 买入

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)	15.91
一年内最高/最低价 (元)	19.20/12.73
市盈率 (当前)	45.75
市净率 (当前)	2.77
总股本 (亿股)	27.00
总市值 (亿元)	429.53

资料来源: 聚源数据

核心观点

- **事件 1:** 2024 年 1 月 11 日, 生态环境部发布了《关于 2024 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》。
- **事件 2:** 公司发布《固定资产投资项目公告》, 拟投资 21.9 亿元建设高性能氟化工新材料项目, 深化公司产品高端化布局。
- **公司 HFCs 配额位居行业首位, 迎接 HFCs 景气周期。** 根据生态环境部 2024 年 HFCs 配额核发数量公示情况来看, 公司 HFCs 生产配额总量为 22.44 万吨, 行业占比 30.1%。分品种来看, R32、R134a、R125 生产配额分别为 83459、60624、50055 吨, 占比分别为 34.8%、28.1%、30.2%, 均位居行业首位。2023 年 12 月 6 日, 公司公告, 拟以 13.94 亿元价格收购飞源化工 51% 股权。飞源化工 HFCs 配额总量为 5.44 万吨, 行业占比 7.3%, 其中 R32、R134a、R125 生产配额数量分别为 24332、15901、14130 吨, 占比分别为 10.2%、7.4%、8.5%。公司完成对飞源化工的收购后, HFCs 生产配额合计达到 27.88 万吨, 行业占比 37.4%, R32、R134a、R125 生产配额占比将合计达到 45%、35.5%、38.7%, HFCs 配额优势行业领先, 行业集中度进一步提升, 公司有望享有 HFCs 行业定价权。
- **深化布局高端化氟化工新材料, 进一步夯实氟化工龙头地位。** 根据公司公告, 公司拟投资 9.11 亿元建设 1 万吨/年高品质可熔氟树脂及配套项目、投资 5.85 亿元建设 4.4 万吨/年高端含氟聚合物项目 A 段 4 万吨/年 TFE 项目、投资 3.27 亿元建设 500 吨/年全氟磺酸树脂项目一期 250 吨/年项目、投资 3.66 亿元建设 2 万吨/年聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目。以上四个项目累计总投资 21.9 亿元, 未来有助于提升公司含氟聚合物和食品包装材料业务板块占比, 进一步增厚公司业绩, 同时促进产品结构向高性能氟化工新材料优化升级, 夯实公司氟化工龙头地位。
- **投资建议:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 11.78/24.53/30.4 亿元, EPS 分别为 0.44/0.91/1.13 元, 对应 PE 分别为 36/18/14 倍, 考虑公司作为国内氟化工行业龙头, HFCs 配额位居行业首位, 未来将充分受益于制冷剂行业的高景气, 叠加公司高性能氟化工新材料项目的高端化布局, 成长空间较大, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 上游原材料价格大涨; 配额政策变化风险; 下游需求不及预期; 新建项目投产进度不及预期。

盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	214.89	188.68	217.94	230.95
营收增速 (%)	19.5%	-12.2%	15.5%	6.0%
净利润 (亿元)	23.81	11.78	24.53	30.4
净利润增速 (%)	114.7%	-50.5%	108.2%	24.0%
EPS(元/股)	0.88	0.44	0.91	1.13
PE	18.04	36.46	17.51	14.13

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)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	7,830	6,452	8,074	9,931	经营活动现金流	3,317	1,501	2,837	3,598
现金	2,547	1,887	3,040	4,480	净利润	2,381	1,178	2,453	3,040
应收账款	980	795	1,011	1,132	折旧摊销	874	923	896	885
其它应收款	3	4	5	5	财务费用	-92	-18	-13	-12
预付账款	77	134	135	130	投资损失	-375	-237	-280	-322
存货	1,728	1,453	1,623	1,769	营运资金变动	543	-318	-281	-43
其他	1,766	1,796	1,818	1,900	其它	-29	-47	18	-1
非流动资产	14,797	15,009	16,421	17,791	投资活动现金流	-3,562	-1,373	-2,168	-2,243
长期投资	1,852	1,472	1,584	1,636	资本支出	-3,317	-1,881	-2,102	-2,164
固定资产	6,517	6,348	6,313	6,108	长期投资	-423	380	-112	-52
无形资产	687	627	567	516	其他	178	128	46	-27
其他	1,164	797	890	928	筹资活动现金流	709	-788	484	85
资产总计	22,627	21,461	24,495	27,722	短期借款	1,069	226	336	405
流动负债	4,905	3,314	3,870	4,371	长期借款	1,156	241	329	383
短期借款	182	167	174	196	其他	26	-628	939	650
应付账款	2,073	1,514	1,719	1,909	现金净增加额	464	-660	1,153	1,440
其他	325	225	247	266					
非流动负债	1,938	2,017	2,364	2,764	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	1,327	1,592	1,911	2,293	成长能力				
其他	611	425	453	471	营业收入	19.5%	-12.2%	15.5%	6.0%
负债合计	6,843	5,331	6,234	7,135	营业利润	147.3%	-48.8%	104.8%	23.4%
少数股东权益	316	337	381	431	归属母公司净利润	114.7%	-50.5%	108.2%	24.0%
归属母公司股东权益	15,468	15,793	17,880	20,156	获利能力				
负债和股东权益	22,627	21,461	24,495	27,722	毛利率	19.1%	14.8%	20.6%	22.6%
					净利率	11.2%	6.4%	11.5%	13.4%
					ROE	15.1%	7.3%	13.4%	14.8%
					ROIC	18.0%	9.1%	16.0%	17.1%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	偿债能力				
营业收入	21,489	18,868	21,794	23,095	资产负债率	30.2%	24.8%	25.5%	25.7%
营业成本	17,393	16,068	17,300	17,870	净负债比率	13.8%	13.7%	14.1%	14.6%
营业税金及附加	87	70	76	84	流动比率	1.6	1.9	2.1	2.3
营业费用	157	170	196	208	速动比率	1.2	1.5	1.7	1.9
研发费用	824	717	828	878	营运能力				
管理费用	723	672	781	809	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
财务费用	-108	-18	-13	-12	应收账款周转率	20.5	21.3	24.1	21.5
资产减值损失	-150	-105	-105	-105	应付账款周转率	9.1	9.0	10.7	9.9
公允价值变动收益	4	5	5	5	每股指标(元)				
投资净收益	374	232	275	318	每股收益	0.88	0.44	0.91	1.13
营业利润	2,755	1,412	2,891	3,568	每股经营现金	1.23	0.56	1.05	1.33
营业外收入	10	17	17	18	每股净资产	5.73	5.85	6.62	7.47
营业外支出	40	43	42	46	估值比率				
利润总额	2,725	1,386	2,866	3,540	P/E	18.04	36.46	17.51	14.13
所得税	329	187	369	449	P/B	2.78	2.72	2.40	2.13
净利润	2,396	1,199	2,497	3,091					
少数股东损益	16	21	44	51					
归属母公司净利润	2,381	1,178	2,453	3,040					
EBITDA	3,492	2,291	3,749	4,413					
EPS (元)	0.88	0.44	0.91	1.13					

## 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  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	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
		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 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	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
		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