

600160.SH

买入

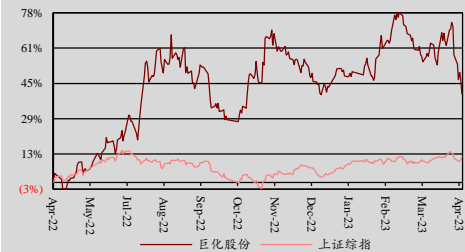
原评级：买入

市场价格：人民币 15.15

板块评级：强于大市

本报告要点

- 公司 2022 年业绩创新高，2023 年一季度业绩承压，看好制冷剂景气回升以及公司产品不断向多元化、高端化扩展，维持买入评级。

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4.7)	(11.7)	(6.9)	38.9
相对上证综指	(11.4)	(14.1)	(8.7)	27.2

发行股数(百万)	2,699.75
流通股(百万)	2,699.75
总市值(人民币 百万)	40,901.15
3个月日均交易额(人民币 百万)	524.86
主要股东	
巨化集团有限公司	52.7

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 4 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

- 《巨化股份》20221031
- 《巨化股份》20220830
- 《巨化股份》20220501

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

基础化工：化学制品

证券分析师：余嫿嫿

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

巨化股份

2022 年业绩创新高，高附加值产业链持续延伸

公司发布 2022 年年报，全年实现营业收入 214.89 亿元，首次突破 200 亿元，同比增长 19.48%；实现归母净利润 23.81 亿元，同比增长 114.66%。公司发布 2023 年一季度报，2023Q1 实现营业收入 45.76 亿元，同比下降 0.68%；实现归母净利润 1.53 亿元，同比下降 34.89%。看好制冷剂景气回升以及公司产品不断向多元化、高端化扩展，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **2022 年主要产品量价齐升，2023 年一季度业绩承压。**2022 年公司氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料、食品包装材料、基础化工产品外销量分别达到 27.44 万吨、33.09 万吨、3.58 万吨、10.14 万吨、148.31 万吨，同比增长 10.60%、17.77%、0.51%、20.74%、4.89%，均价（吨价）则分别达到 0.48 万元、2.07 万元、6.65 万元、1.47 万元、0.28 万元，同比分别增长 6.23%、7.48%、17.91%、24.75%、41.23%。2023 年第一季度，由于主要产品均价下滑，公司单季度业绩承压，氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物材料均价（吨价）分别为 0.30 万元、2.01 万元、5.44 万元，同比分别下降 46.07%、14.17%、21.18%。由于 2022 年各厂商仍持续扩大销量，配额争夺激烈，制冷剂产品价格已基本触底，预计随着三代制冷剂配额下发，公司盈利水平有望稳步提升。
- **公司高度重视研发创新，高附加值氟材料有望持续突破。**公司 2022 年完成研发投入 8.24 亿元，同比增长 25.95%，2023 年计划完成研发投入 10.30 亿元。公司围绕新建、提质增效、绿色低碳等目标，持续加强含氟精细化学品等新产品新应用研发，JB2 储能树脂、ETFE 溶剂替代、阻燃 PVDC 共聚树脂研发项目实现转化，2022 年成果转化实现营业收入 8,365 万元。从业务角度，2022 年公司含氟聚合物材料实现营业收入 24.95 亿元，同比增长 25.08%，毛利率 31.02%，较上年提升 7.60 pct；含氟精细化学品实现营业收入 5,884.26 万元，同比下降 56.76%，毛利率 39.92%，较上年提升 15.68 pct。2022 年公司含氟精细化学品营收下滑主要系公司该类单品市场容量较小叠加全年需求走弱所致。2023Q1 公司含氟精细化学品实现营业收入 3,018 万元，同比增长 359.28%，已实现初步修复。我们预计随着公司加大研发投入，含氟高分子材料盈利有望持续突破。
- **布局氟化工全产业链，新建项目持续赋能。**根据 2022 年年报，公司 2022 年完成固定资产投资 33.81 亿元，其中 0.5 万吨巨芯冷却液（一期 0.1 万吨/年）、3.5 万吨碳氢制冷剂、4 万吨/年异丙醇等项目顺利建成投运。3 万吨/年 PVDF 技改项目（一期）新增 2.35 万吨/年 PVDF 树脂项目进度达到 91%，新增 4.8 万吨/年 VDF 技改扩建项目进度达到 80%。公司 2023 年计划新增 0.5 万吨/年 HFP 项目、1 万吨/年 TFE 项目、1 万吨/年 FEP 扩建产品项目，有利于高附加值氟化工产业链持续延伸，促进公司长期稳定成长。

估值

- 三代制冷剂配额即将落地、下游需求有望复苏，调整盈利预测，预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.92 元、1.37 元、1.64 元，对应 PE 分别为 16.5 倍、11.1 倍、9.2 倍。看好制冷剂景气回升以及公司产品不断向多元化、高端化扩展，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 项目投产不及预期，下游需求不及预期，产品价格大幅波动。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	17,986	21,489	21,159	26,522	30,472
增长率(%)	12.0	19.5	(1.5)	25.3	14.9
EBITDA(人民币 百万)	1,541	3,043	3,456	5,133	6,262
归母净利润(人民币 百万)	1,109	2,381	2,477	3,696	4,428
增长率(%)	1,062.9	114.7	4.0	49.2	19.8
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.41	0.88	0.92	1.37	1.64
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.22	1.78	-
调整幅度(%)			(24.6)	(23.0)	-
市盈率(倍)	36.9	17.2	16.5	11.1	9.2
市净率(倍)	3.1	2.6	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA(倍)	20.8	13.1	10.9	7.0	5.5
每股股息(人民币)	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5
股息率(%)	1.0	1.7	1.9	2.8	3.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 公司财务报告摘要

(百万元)	2021	2022	同比增长(%)
一、营业总收入	17,985.59	21,489.12	19.48
二、营业总成本	17,004.60	19,077.26	12.19
其中：营业成本	15,443.46	17,393.22	12.63
营业税金及附加	60.15	87.01	44.66
销售费用	130.59	157.48	20.59
管理费用	687.27	723.23	5.23
研发费用	654.07	823.84	25.95
财务费用	29.06	(107.52)	(470.00)
资产减值损失	(311.75)	(150.00)	(51.88)
三、其他经营收益	87.65	107.81	23.00
公允价值变动收益	0.05	4.13	8,958.00
投资收益	388.08	374.39	(3.53)
四、营业利润	1,114.09	2,754.61	147.25
加：营业外收入	19.08	10.78	(43.50)
减：营业外支出	57.38	40.05	(30.20)
五、利润总额	1,075.80	2,725.33	153.33
减：所得税	(2.30)	329.02	(14,421.51)
六、净利润	1,078.09	2,396.31	122.27
减：少数股东损益	(31.00)	15.58	(150.25)
七、归属母公司净利润	1,109.09	2,380.73	114.66

资料来源：公司公告，万得，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,986	21,489	21,159	26,522	30,472
营业收入	17,986	21,489	21,159	26,522	30,472
营业成本	15,443	17,393	17,053	20,939	23,914
营业税金及附加	60	87	72	80	91
销售费用	131	157	155	186	198
管理费用	687	723	712	849	914
研发费用	654	824	741	796	853
财务费用	29	(108)	(120)	(130)	(151)
其他收益	88	108	98	103	100
资产减值损失	(312)	(150)	(150)	(10)	(10)
信用减值损失	(30)	0	(5)	(5)	(5)
资产处置收益	(1)	6	3	4	3
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资收益	388	374	400	400	400
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,114	2,755	2,891	4,295	5,141
营业外收入	19	11	15	13	14
营业外支出	57	40	49	44	47
利润总额	1,076	2,725	2,857	4,264	5,108
所得税	(2)	329	343	512	613
净利润	1,078	2,396	2,515	3,752	4,495
少数股东损益	(31)	16	38	56	67
归母净利润	1,109	2,381	2,477	3,696	4,428
EBITDA	1,541	3,043	3,456	5,133	6,262
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.41	0.88	0.92	1.37	1.64

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,158	7,830	6,364	9,546	10,025
现金及等价物	1,539	2,547	2,116	3,103	4,438
应收帐款	1,116	980	900	1,162	1,208
应收票据	269	732	254	982	438
存货	1,735	1,728	1,399	2,324	1,928
预付账款	134	77	207	142	257
合同资产	4	3	4	5	5
其他流动资产	1,362	1,762	1,484	1,829	1,752
非流动资产	11,737	14,797	15,647	16,535	17,608
长期投资	1,937	2,509	2,509	2,509	2,509
固定资产	6,364	6,517	8,307	9,743	10,983
无形资产	711	687	662	636	610
其他长期资产	2,725	5,083	4,169	3,647	3,506
资产合计	17,894	22,627	22,011	26,081	27,632
流动负债	3,553	4,904	3,804	5,232	3,654
短期借款	269	182	812	200	200
应付账款	1,769	2,073	1,528	2,544	1,442
其他流动负债	1,515	2,649	1,465	2,488	2,013
非流动负债	709	1,938	666	689	677
长期借款	188	1,327	100	100	100
其他长期负债	521	611	566	589	577
负债合计	4,262	6,842	4,470	5,920	4,332
股本	2,700	2,700	2,700	2,700	2,700
少数股东权益	298	316	354	410	477
归属母公司股东权益	13,334	15,468	17,187	19,751	22,823
负债和股东权益合计	17,894	22,627	22,011	26,081	27,632

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,078	2,396	2,515	3,752	4,495
折旧摊销	873	888	1,186	1,476	1,775
营运资金变动	208	664	(688)	(160)	(718)
其它	(912)	(632)	(543)	(525)	(559)
经营活动现金流	1,247	3,317	2,469	4,543	4,993
资本支出	(1,702)	(3,488)	(2,055)	(2,354)	(2,853)
投资变动	19	(470)	0	0	0
其他	591	396	400	406	403
投资活动产生的现金流	(1,092)	(3,562)	(1,655)	(1,948)	(2,450)
银行借款	(164)	1,051	(597)	(612)	0
股权融资	(420)	(471)	(758)	(1,132)	(1,356)
其他	174	129	110	136	148
筹资活动现金流	(410)	709	(1,245)	(1,608)	(1,207)
净现金流	(255)	464	(431)	987	1,335

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	12.0	19.5	(1.5)	25.3	14.9
营业利润增长率(%)	625.7	147.3	5.0	48.6	19.7
归属于母公司净利润增长率(%)	1,062.9	114.7	4.0	49.2	19.8
息税前利润增长(%)	(795.0)	222.3	5.4	61.1	22.6
息税折旧前利润增长(%)	130.8	97.4	13.6	48.5	22.0
EPS(最新股本摊薄)增长(%)	1,062.9	114.7	4.0	49.2	19.8
获利能力					
息税前利润率(%)	3.7	10.0	10.7	13.8	14.7
营业利润率(%)	6.2	12.8	13.7	16.2	16.9
毛利率(%)	14.1	19.1	19.4	21.0	21.5
归母净利润率(%)	6.2	11.1	11.7	13.9	14.5
ROE(%)	8.3	15.4	14.4	18.7	19.4
ROIC(%)	6.1	13.7	14.1	21.1	23.2
偿债能力					
资产负债率	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
净负债权益比	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)
流动比率	1.7	1.6	1.7	1.8	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	0.9	1.1	1.1
应收账款周转率	21.3	20.5	22.5	25.7	25.7
应付账款周转率	12.9	11.2	11.8	13.0	15.3
费用率					
销售费用率(%)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
管理费用率(%)	3.8	3.4	3.4	3.2	3.0
研发费用率(%)	3.6	3.8	3.5	3.0	2.8
财务费用率(%)	0.2	(0.5)	(0.6)	(0.5)	(0.5)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.9	0.9	1.4	1.6
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	1.2	0.9	1.7	1.8
每股净资产(最新摊薄)	4.9	5.7	6.4	7.3	8.5
每股股息	0.1	0.3	0.3	0.4	0.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	36.9	17.2	16.5	11.1	9.2
P/B(最新摊薄)	3.1	2.6	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	20.8	13.1	10.9	7.0	5.5
价格/现金流(倍)	32.8	12.3	16.6	9.0	8.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371