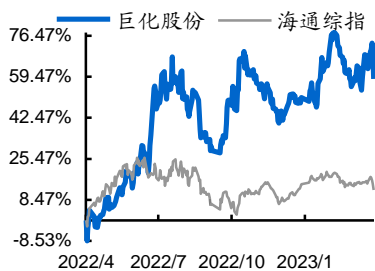


**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

04月24日收盘价(元)	16.65
52周股价波动(元)	9.77-19.47
总股本/流通A股(百万股)	2700/2700
总市值/流通市值(百万元)	44951/44951

**相关研究**

《制冷剂龙头大力发展新材料业务,制冷剂主业向好》2022.11.09

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.4	-4.1	5.0
相对涨幅(%)	-3.7	-1.4	8.6

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

分析师:孙维容

Tel:(021)23219431

Email:swr12178@haitong.com

证书:S0850518030001

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

# 巨化股份: 2022年归母扣非净利润同比增长125.04%, 看好制冷剂格局改善及含氟聚合物投产带来的成长空间

**投资要点:**

- 巨化股份公布2022年年度报告。**2022年公司实现营业收入214.89亿元,同比增长19.48%,实现归母扣非净利润23.24亿元,同比增长125.04%。
- 2022年利润增长主要是因为主要产品销售价格及销量增长。**1)分业务来看,氟化工原料、含氟聚合物材料、基础化工产品及其他、制冷剂、石化材料营业收入分别同比变化-0.79%、25.08%、48.01%、30.41%、0.14%至8.59、24.95、48.71、68.15、16.90亿元,毛利率同比分别变化31.91、7.6、8.18、-4.29、-4.61pct至55.50%、31.02%、30.18%、8.61%、2.55%。2)三项费用率同比下降1.11个百分点至3.60%。其中销售、管理、财务费用率同比变动0.01、-0.46、-0.66个百分点至0.73%、3.37%、-0.50%。2022年公司研发费用占收入比例为3.83%,同比上升0.20个百分点。3)资本开支34.88亿元,同比增长104.94%。
- 整体来看,本期增利因素302229万元,减利因素137275万元。**具体来说,1)增利方面,主要因素为产品销售价格增长增利218829万元、产品销量增加及产业结构改变增利29046万元、销售成本单耗下降增利16009万元、资产减值损失减少增利16174万元、财务费用下降增利13658万元。2)减利方面,主要因素为销售成本上升减利100734万元、研发投入上升减利16976万元、产品销售价格下降减利8395万元。
- 公司完成固定资产投资33.81亿元。**5000吨/年巨芯冷却液(一期1000t/a)、10kt/a PVDF项目二期B段、3.5万吨/年碳氢制冷剂、年充装34.208万吨新型环保制冷剂及汽车养护产品项目(二期)、新增7.5万吨/年环氧氯丙烷等项目建成投运。新增30kt/a PVDF技改项目(一期)新增2.35万吨/年PVDF树脂、新增48kt/a VDF技改扩建、合成氨原料路线、海外工厂等项目基本建成。新增7kt/a氟橡胶技改项目于6月底开工。决策实施新增60kt/a VDC单体技改扩建项目、15万吨/年特种聚酯切片新材料、PVDC扩能等项目。
- 盈利预测与投资评估。**我们预计巨化股份2023-2025年归母净利润为25.10、30.13和34.21亿元,对应EPS分别为0.93、1.12和1.27元。综合来看我们给予2023年巨化股份25-27倍PE估值区间,对应合理价值区间为23.25-25.11元,维持“优于大市”投资评级。
- 风险提示。**在建产能投产进度低于预期;原材料价格波动。

**主要财务数据及预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17986	21489	22515	24953	26777
(+/-)YoY(%)	12.0%	19.5%	4.8%	10.8%	7.3%
净利润(百万元)	1109	2381	2510	3013	3421
(+/-)YoY(%)	1062.9%	114.7%	5.4%	20.0%	13.6%
全面摊薄EPS(元)	0.41	0.88	0.93	1.12	1.27
毛利率(%)	14.1%	19.1%	19.2%	20.7%	21.1%
净资产收益率(%)	8.3%	15.4%	14.2%	14.9%	14.7%

 资料来源:公司年报(2021-2022),海通证券研究所  
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:

价格假设: 根据公司 2022 年年报, 随三代制冷剂配额落地, 我们预计制冷剂价格见底回升, 2023-2025 年平均价格分别为 2.07、2.07、2.07 万元/吨; PVDF 产能扩张迅速, 我们预计未来价格逐渐回归理性, 我们预计含氟聚合物材料 2023-2025 年平均价格分别为 5.00、5.00、5.00 万元/吨。

销量假设: 根据公司 2022 年年报, 随制冷剂配额落地、价格回升, 我们预计公司有望增产相关产品并增大外销比例, 20kt/a R134a 或 30kt/a R32 计划于 23 年 3 月投产, 制冷剂 2023-2025 年平均销量分别为 35.00、38.00、40.00 万吨; 根据公司 2022 年年报, 65kt/a AHF 在建产能预计于 23 年年底投产, 产能将于 24 年逐步释放, 我们预计氟化工原料 2023-2025 年平均销量分别为 22.00、24.00、25.00 万吨; 根据公司 2022 年年报, 7kt/a 氟橡胶、48kt/a VDF、23.5kt/a PVDF 产能均计划于 23 年 6 月投产, 产能陆续释放, 我们预计含氟聚合物材料 2023-2025 年平均销量分别为 5.00、6.50、7.50 万吨。

表 1 巨化股份分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	21489.13	22514.86	24952.82	26777.10
营业成本 (百万元)	17393.22	18196.88	19790.68	21128.98
总毛利 (百万元)	4095.91	4317.98	5162.14	5648.12
总毛利率 (%)	19.06%	19.18%	20.69%	21.09%
<b>制冷剂</b>				
销售收入 (百万元)	6815.37	7229.92	7849.63	8262.77
成本 (百万元)	6228.57	6362.33	6829.18	7105.98
毛利 (百万元)	586.80	867.59	1020.45	1156.79
毛利率 (%)	8.61%	12.00%	13.00%	14.00%
<b>基础化工产品及其他</b>				
销售收入 (百万元)	4871.33	5226.10	5913.75	6051.28
成本 (百万元)	3401.25	3553.75	3962.21	4054.35
毛利 (百万元)	1470.17	1672.35	1951.54	1996.92
毛利率 (%)	30.18%	32.00%	33.00%	33.00%
<b>氟化工原料</b>				
销售收入 (百万元)	859.05	968.00	1032.00	1100.00
成本 (百万元)	382.24	726.00	774.00	825.00
毛利 (百万元)	476.81	242.00	258.00	275.00
毛利率 (%)	55.50%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>含氟聚合物材料</b>				
销售收入 (百万元)	2495.16	2500.00	3250.00	3750.00
成本 (百万元)	1721.14	1875.00	2437.50	2887.50
毛利 (百万元)	774.02	625.00	812.50	862.50
毛利率 (%)	31.02%	25.00%	25.00%	23.00%
<b>石化材料</b>				
销售收入 (百万元)	1690.46	1697.25	1697.25	1939.72
成本 (百万元)	1647.40	1629.36	1612.39	1842.73
毛利 (百万元)	43.07	67.89	84.86	96.99
毛利率 (%)	2.55%	4.00%	5.00%	5.00%
<b>食品包装材料</b>				
销售收入 (百万元)	1364.84	1465.34	1758.41	2198.01
成本 (百万元)	763.33	791.28	914.37	1142.97
毛利 (百万元)	601.51	674.06	844.04	1055.04
毛利率 (%)	44.07%	46.00%	48.00%	48.00%
<b>含氟精细化学品</b>				
销售收入 (百万元)	58.84	94.17	117.71	141.26
成本 (百万元)	35.35	45.20	47.09	56.50
毛利 (百万元)	23.49	48.97	70.63	84.75

毛利率 (%)	39.92%	52.00%	60.00%	60.00%
<b>其他业务及贸易</b>				
收入 (百万元)	3334.07	3334.07	3334.07	3334.07
销售成本 (百万元)	3213.95	3213.95	3213.95	3213.95
毛利率 (%)	3.60%	3.60%	3.60%	3.60%

资料来源: Wind, 公司年报 (2022), 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
三美股份	603379.SH	33.70	0.80	1.29	2.05	35.78	26.02	16.45
永和股份	600160.SH	43.34	1.11	2.15	3.18	35.45	20.20	13.64
金石资源	600378.SH	35.96	0.51	1.11	1.68	77.45	32.44	21.41

注: 收盘价为 2023 年 4 月 24 日价格, EPS 为 wind 一致预期  
资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>21489</b>	<b>22515</b>	<b>24953</b>	<b>26777</b>
每股收益	0.88	0.93	1.12	1.27	营业成本	17393	18197	19791	21129
每股净资产	5.73	6.53	7.50	8.62	毛利率%	19.1%	19.2%	20.7%	21.1%
每股经营现金流	1.23	0.45	1.86	0.67	营业税金及附加	87	90	100	107
每股股利	0.27	0.13	0.15	0.16	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	157	164	182	196
P/E	18.88	17.91	14.92	13.14	营业费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
P/B	2.91	2.55	2.22	1.93	管理费用	723	788	873	937
P/S	2.09	2.00	1.80	1.68	管理费用率%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	12.96	13.72	10.86	10.04	EBIT	2281	2555	3183	3525
股息率%	<b>1.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.9%</b>	财务费用	-108	-54	47	15
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.5%	-0.2%	0.2%	0.1%
毛利率	19.1%	19.2%	20.7%	21.1%	资产减值损失	-150	-150	-150	-95
净利润率	11.1%	11.1%	12.1%	12.8%	投资收益	374	439	487	522
净资产收益率	15.4%	14.2%	14.9%	14.7%	<b>营业利润</b>	<b>2755</b>	<b>2901</b>	<b>3476</b>	<b>3942</b>
资产回报率	10.5%	11.0%	11.6%	12.2%	营业外收支	-29	-34	-34	-34
投资回报率	11.4%	10.8%	13.1%	12.3%	<b>利润总额</b>	<b>2725</b>	<b>2867</b>	<b>3442</b>	<b>3908</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	3170	3358	4009	4418
营业收入增长率	19.5%	4.8%	10.8%	7.3%	所得税	329	346	415	472
EBIT 增长率	138.9%	12.0%	24.6%	10.7%	有效所得税率%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
净利润增长率	114.7%	5.4%	20.0%	13.6%	少数股东损益	16	11	14	15
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2381</b>	<b>2510</b>	<b>3013</b>	<b>3421</b>
资产负债率	30.2%	21.7%	21.0%	15.6%					
流动比率	1.60	2.95	1.68	2.87	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.13	1.94	1.25	1.83	货币资金	2547	1689	2272	2172
现金比率	0.52	0.83	0.50	0.80	应收账款及应收票据	1713	1013	2193	1321
<b>经营效率指标</b>					存货	1728	1428	1320	2201
应收账款周转天数	17.56	15.14	16.55	16.42	其它流动资产	1842	1846	1828	2085
存货周转天数	35.83	31.22	25.00	30.00	流动资产合计	7830	5976	7613	7780
总资产周转率	1.06	0.99	1.02	0.99	长期股权投资	1852	2111	2436	2771
固定资产周转率	3.34	3.15	3.09	3.04	固定资产	6517	7766	8410	9178
					在建工程	4553	5153	5653	6253
					无形资产	687	667	645	623
					非流动资产合计	14797	16942	18465	20191
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>22627</b>	<b>22918</b>	<b>26078</b>	<b>27970</b>
净利润	2381	2510	3013	3421	短期借款	182	232	282	332
少数股东损益	16	11	14	15	应付票据及应付账款	3666	876	3195	1229
非现金支出	1038	953	976	988	预收账款	0	1	0	1
非经营收益	-464	-328	-397	-463	其它流动负债	1056	915	1060	1152
营运资金变动	347	-1935	1411	-2141	流动负债合计	4904	2024	4538	2713
<b>经营活动现金流</b>	<b>3317</b>	<b>1211</b>	<b>5016</b>	<b>1821</b>	长期借款	1327	2327	327	1027
资产	-3455	-2855	-2190	-2392	其它长期负债	611	611	611	611
投资	-153	-273	-340	-351	非流动负债合计	1938	2938	938	1638
其他	47	439	487	522	<b>负债总计</b>	<b>6842</b>	<b>4962</b>	<b>5476</b>	<b>4352</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3562</b>	<b>-2689</b>	<b>-2044</b>	<b>-2221</b>	实收资本	2700	2700	2700	2700
债权募资	1065	1050	-1950	750	归属于母公司所有者权益	15468	17628	20261	23262
股权募资	4	0	0	0	少数股东权益	316	327	341	356
其他	-360	-431	-439	-450	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>22627</b>	<b>22918</b>	<b>26078</b>	<b>27970</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>709</b>	<b>619</b>	<b>-2389</b>	<b>300</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>584</b>	<b>-859</b>	<b>584</b>	<b>-100</b>					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 24 日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
孙维容 基础化工行业  
邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 亚钾国际, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 和远气体, 华光新材, 联瑞新材, 利安隆, 合盛硅业, 七彩化学, 昊华科技, 东华能源, 德美化工, 上海石化, 东方盛虹, 盐湖股份, 鲁西化工, 巨化股份, 苏博特, 卓越新能, 凯立新材, 凌玮科技, 赛轮轮胎, 桐昆股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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方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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。