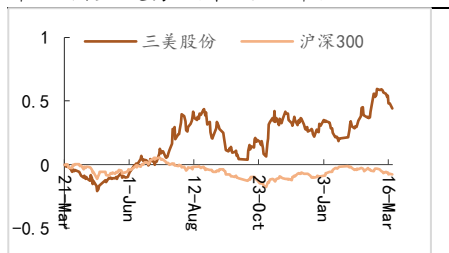


评级： 买入

核心观点

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) | 31.40 |
| 一年内最高/最低价 (元) | 35.55/16.58 |
| 市盈率 (当前) | 46.65 |
| 市净率 (当前) | 3.38 |
| 总股本 (亿股) | 6.10 |
| 总市值 (亿元) | 191.69 |

资料来源: 聚源数据

相关研究

- **三代制冷剂配额基准期结束，行业迎来价差修复。**根据《蒙特利尔议定书》基加利修正案，2020-2022 年为三代制冷剂配额的基准期，基准期结束后 2024 年起三代制冷剂的生产和使用将冻结在基线水平。基准期内制冷剂行业为争夺配额，部分产品亏损运行，当前基准期结束，行业已迎来价差修复。根据百川盈孚数据显示，制冷剂 R22、R32、R134a、R125 今年年初至今平均价差分别为 9651 元/吨、1352 元/吨、5664 元/吨、9176 元/吨，去年同期平均价差分别为 3777 元/吨、-2991 元/吨、1345 元/吨、11443 元/吨，同比+156%、+145%、+321%、-20%。二代制冷剂 R22 在配额持续削减，下游空调维修市场复苏的背景下，继续保持高景气度，三代制冷剂 R32、R134a 受益于上游原材料无水氢氟酸、氯化物价格回落，迎来价差修复。
- **公司为国内三代制冷剂行业龙头公司，制冷剂业务弹性较大。**公司具有三代制冷剂 R32、R134a、R125、R143a 产能 4 万吨/年、6.5 万吨/年、5.2 万吨/年、1 万吨/年。根据公司 2018-2021 财报数据显示，制冷剂业务营收占比始终保持在七成以上，公司制冷剂业务弹性较大。根据我们测算，假设未来配额根据三代制冷剂折合成 GWP 值来进行分配，我们预测公司未来三代制冷剂配额占比可达到 18.75%。公司未来将充分受益三代制冷剂配额之后迎来的长期向上景气周期。
- **公司积极布局含氟新材料业务，未来增长可期。**根据公司公告，公司全资子公司福建东莹化工规划在建六氟磷酸锂项目产能 6000 吨/年、高纯五氟化磷产能 100 吨/年。浙江三美规划在建 PVDF 产能 5000 吨/年，FEP 产能 5000 吨/年。公司作为国内氟化工的龙头企业之一，进一步布局氟化工产业链下游高附加值的含氟新材料领域，未来有望打造成为公司的第二成长曲线。
- **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.22/8.89/13.25 亿元，EPS 分别为 1.02/1.46/2.17 元，对应 PE 分别为 31/22/14 倍，考虑公司作为国内制冷剂行业龙头，将充分受益于制冷剂行业的景气修复，同时公司积极布局含氟新材料领域，未来成长空间较大，首次覆盖，给予“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

| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营收 (亿元) | 40.48 | 47.72 | 52.61 | 69.25 |
| 同比增速 (%) | 48.8% | 17.9% | 10.2% | 31.6% |
| 归母净利润 (亿元) | 5.36 | 6.22 | 8.89 | 13.25 |
| 同比增速 (%) | 141.7% | 16.1% | 42.8% | 49.1% |
| EPS (元/股) | 0.88 | 1.02 | 1.46 | 2.17 |
| PE (倍) | 35.75 | 30.80 | 21.56 | 14.47 |

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) | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 4,815 | 5,141 | 6,028 | 7,493 | 经营活动现金流 | 243 | 533 | 1,052 | 1,123 |
| 现金 | 1,613 | 2,267 | 3,160 | 3,951 | 净利润 | 536 | 622 | 889 | 1,325 |
| 应收账款 | 637 | 488 | 566 | 778 | 折旧摊销 | 110 | 116 | 194 | 271 |
| 其它应收款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 财务费用 | 16 | -6 | -16 | -11 |
| 预付账款 | 10 | 18 | 16 | 20 | 投资损失 | 1 | -39 | -40 | -36 |
| 存货 | 503 | 465 | 480 | 646 | 营运资金变动 | -452 | -157 | 2 | -455 |
| 其他 | 2,052 | 1,903 | 1,806 | 2,098 | 其它 | 33 | -3 | 22 | 29 |
| 非流动资产 | 1,236 | 1,250 | 1,183 | 1,046 | 投资活动现金流 | -910 | 258 | -132 | -286 |
| 长期投资 | 156 | 142 | 144 | 147 | 资本支出 | -137 | -132 | -123 | -129 |
| 固定资产 | 682 | 1,235 | 1,776 | 2,073 | 长期投资 | -22 | 14 | -2 | -3 |
| 无形资产 | 176 | 184 | 205 | 225 | 其他 | -751 | 376 | -7 | -154 |
| 其他 | 138 | 152 | 153 | 155 | 筹资活动现金流 | -233 | -136 | -28 | -47 |
| 资产总计 | 6,051 | 6,391 | 7,211 | 8,539 | 短期借款 | 1 | 10 | 12 | 15 |
| 流动负债 | 739 | 600 | 697 | 926 | 长期借款 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 0 | 10 | 22 | 37 | 其他 | -167 | 22 | 187 | 255 |
| 应付账款 | 132 | 157 | 154 | 197 | 现金净增加额 | -900 | 654 | 893 | 791 |
| 其他 | 176 | 166 | 166 | 170 | | | | | |
| 非流动负债 | 24 | 26 | 26 | 27 | 主要财务比率 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 24 | 26 | 26 | 27 | 营业收入 | 48.8% | 17.9% | 10.2% | 31.6% |
| 负债合计 | 763 | 626 | 723 | 953 | 营业利润 | 150.3% | 12.7% | 43.8% | 49.8% |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | -1 | 归属母公司净利润 | 141.7% | 16.1% | 42.8% | 49.1% |
| 归属母公司股东权益 | 5,288 | 5,765 | 6,488 | 7,587 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 6,051 | 6,391 | 7,211 | 8,539 | 毛利率 | 23.2% | 22.7% | 27.6% | 30.6% |
| | | | | | 净利率 | 13.2% | 13.0% | 16.9% | 19.1% |
| 利润表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | ROE | 10.1% | 10.8% | 13.7% | 17.5% |
| 营业收入 | 4,048 | 4,772 | 5,261 | 6,925 | ROIC | 20.3% | 18.3% | 22.1% | 27.6% |
| 营业成本 | 3,110 | 3,687 | 3,809 | 4,807 | 偿债能力 | | | | |
| 营业税金及附加 | 12 | 25 | 24 | 30 | 资产负债率 | 12.6% | 9.8% | 10.0% | 11.2% |
| 营业费用 | 61 | 110 | 116 | 132 | 净负债比率 | 0.5% | 0.6% | 0.8% | 0.8% |
| 研发费用 | 27 | 38 | 42 | 55 | 流动比率 | 6.5 | 8.6 | 8.6 | 8.1 |
| 管理费用 | 127 | 153 | 168 | 215 | 速动比率 | 5.8 | 7.8 | 8.0 | 7.4 |
| 财务费用 | 3 | -6 | -16 | -11 | 营运能力 | | | | |
| 资产减值损失 | -31 | -7 | -7 | -7 | 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 公允价值变动收益 | 58 | 19 | 19 | 19 | 应收账款周转率 | 9.4 | 8.5 | 10.0 | 10.3 |
| 投资净收益 | -1 | 20 | 21 | 17 | 应付账款周转率 | 28.2 | 25.5 | 24.5 | 27.4 |
| 营业利润 | 713 | 803 | 1,155 | 1,730 | 每股指标(元) | | | | |
| 营业外收入 | 33 | 21 | 21 | 21 | 每股收益 | 0.88 | 1.02 | 1.46 | 2.17 |
| 营业外支出 | 43 | 14 | 19 | 22 | 每股经营现金 | 0.40 | 0.87 | 1.72 | 1.84 |
| 利润总额 | 703 | 810 | 1,157 | 1,729 | 每股净资产 | 8.66 | 9.44 | 10.63 | 12.43 |
| 所得税 | 167 | 188 | 268 | 405 | 估值比率 | | | | |
| 净利润 | 536 | 622 | 889 | 1,324 | P/E | 35.75 | 30.80 | 21.56 | 14.47 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | -1 | P/B | 3.62 | 3.33 | 2.95 | 2.53 |
| 归属母公司净利润 | 536 | 622 | 889 | 1,325 | | | | | |
| EBITDA | 816 | 920 | 1,336 | 1,990 | | | | | |
| EPS (元) | 0.88 | 1.02 | 1.46 | 2.17 | | | | | |

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