

➤ **事件:**公司公告 2022 年全年业绩(1)2022 年全年业绩:实现总营收 214.89 亿元, yoy+19.48%, 实现归母净利润 23.81 亿元, yoy+114.66%, 实现扣非净利润 23.24 亿元, yoy+125.04%; (2) 4q2022 业绩:实现总营收 51.12 亿元, yoy-4.68%, qoq-12.96%, 实现归母净利润 6.82 亿元, yoy-19.84%, qoq-8.58%, 实现扣非净利润 6.87 亿元, yoy-16.72%, qoq-6.91%。

➤ **基础化工品、含氟聚合物、食品包装材料三大板块助力公司全年业绩实现增长。** (1) 基础化工品板块, 公司 2022 年全年实现毛利润 14.70 亿元, 同比增长 103.04%。公司的基础化工品板块包括烧碱、液氨等多类产品, 其中烧碱景气度较高, 按照百川盈孚的数据, 2022 年 32%离子膜烧碱和原盐的价差中枢在 753 元/吨, 而 2021 年价差中枢仅为 448 元/吨, 而公司拥有离子膜法烧碱折百产能 56 万吨 (对应大概 170 万吨 32%离子膜), 充分受益于烧碱高景气度; (2) 含氟聚合物板块, 公司全年实现毛利润 7.74 亿元, 同比增长 65.65%。公司的含氟聚合物板块主要包括 PTFE、PVDF、FEP、FKM 等聚合物及其单体。报告期内, 公司 1 万吨/年的 PVDF 二期 A 段、B 段工程进度已达 100%; 根据百川盈孚的数据, 巨化的 FEP 产品高端线缆料报价在 9 万元/吨, 模压料报价 10.8 万元/吨, 同样处于行业的领先地位。公司同时还有年产 4.4 万吨的高端含氟聚合物在建项目, 目前进度为 39.28%, 以及年产 3 万吨的 PVDF 扩建项目, 目前进度为 80%; (3) 食品包装材料板块, 公司全年实现毛利润 6.02 亿元, 同比增长 178.81%。公司的食品包装材料板块主要包括 PVDC 及其单体, 公司 VDC、PVDC 产能规模全球首位, 报告期内公司加快了药包及涂料用 PVDC 乳液的产业化、高阻隔 PVDC 乳液的拓展销售、开拓国内外涂布用 PVDC 乳液市场, 拓展了 PVDC 成长空间。

➤ **看好第三代制冷剂 (HFCs) 板块的修复。**2022 年全年公司实现 HFCs 销量 25.65 万吨, 同比增加 4.26 万吨, 但是全年制冷剂板块毛利润依然同比减少 9 千万。根据我们对于制冷剂需求结构的测算, 我们预计 HFCs 的经销商库存量或将在未来几个月内低于正常水位, 经销商或将开始补库; 并且根据奥维云网监测的数据, 3 月空调内销排产为 930 万套, 同比增长了 18.5%, 下游旺季到来也将拉动对于制冷剂的需求, 因此我们看好未来几个月 HFCs 现货的价格上涨。公司作为 HFCs 规模全球龙头, 将充分受益于 HFCs 的价格修复。

➤ **公司有多年氟化液技术积累。**公司目前拥有氢氟醚 D 系列产品和全氟聚醚 JHT 系列产品, 氢氟醚 D 系列产品可作为环保型传热工质用于温控散热系统; 公司巨芯冷却液项目的规划产能为 5000 吨/年, 一期实施 1000 吨/年, 现已投入运营, 项目产品主要有 JHT 电子流体系列、JHLO 润滑油系列以及 JX 浸没式冷却液等产品, 下游可以广泛应用于半导体、数据中心等多领域来满足散热等需求。

➤ **投资建议:**第三代制冷剂配额在即, 行业过剩产能将逐步退出, 第三代制冷剂的盈利能力将修复, 并且公司前期积累的聚合物等产品也将逐渐开始贡献利润。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 22.58、32.96、37.30 亿元, 现价 (2023/04/27) 对应 PE 分别为 19、13、12, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:**市场竞争加剧风险, 经销商库存高位风险, 下游需求不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	21489	22988	25853	28772
增长率 (%)	19.5	7.0	12.5	11.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	2381	2258	3296	3730
增长率 (%)	114.7	-5.1	45.9	13.2
每股收益 (元)	0.88	0.84	1.22	1.38
PE	18	19	13	12
PB	2.8	2.5	2.2	1.9

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 04 月 27 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格:
15.92 元

分析师 刘海荣

执业证书: S0100522050001

电话: 13916442311

邮箱: liuhairong@mszq.com

研究助理 刘隆基

执业证书: S0100122080049

电话: 15000393047

邮箱: liulongji@mszq.com

相关研究

- 把握确定性, 拥抱新技术——化工行业 2022 年度中期投资策略-2022/07/11
- 氟化工行业深度报告: 第三代制冷剂配额在即, 行业盈利水平或将修复-2023/03/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21489	22988	25853	28772
营业成本	17393	18823	20295	22466
营业税金及附加	87	69	78	86
销售费用	157	161	181	201
管理费用	723	805	905	1007
研发费用	824	1011	1241	1381
EBIT	2281	2380	3472	3927
财务费用	-108	38	25	7
资产减值损失	-150	-162	-125	-125
投资收益	374	552	646	691
营业利润	2755	2734	3971	4489
营业外收支	-29	-41	-41	-41
利润总额	2725	2693	3930	4448
所得税	329	377	550	623
净利润	2396	2316	3380	3826
归属于母公司净利润	2381	2258	3296	3730
EBITDA	3170	3387	4771	5440

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2547	3624	5178	6482
应收账款及票据	1713	1559	1754	1952
预付款项	77	169	183	202
存货	1728	1489	1432	1475
其他流动资产	1765	1562	1645	1733
流动资产合计	7830	8404	10192	11844
长期股权投资	1852	2403	3050	3740
固定资产	6517	8366	10059	9850
无形资产	687	687	686	684
非流动资产合计	14797	15715	17069	18745
资产合计	22627	24119	27261	30589
短期借款	182	182	182	182
应付账款及票据	3666	3765	4170	4616
其他流动负债	1056	888	961	1061
流动负债合计	4904	4834	5313	5860
长期借款	1327	1327	1327	1327
其他长期负债	611	610	609	607
非流动负债合计	1938	1937	1936	1934
负债合计	6842	6771	7249	7794
股本	2700	2700	2700	2700
少数股东权益	316	374	458	554
股东权益合计	15784	17347	20013	22796
负债和股东权益合计	22627	24119	27261	30589

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	19.48	6.98	12.46	11.29
EBIT 增长率	138.88	4.33	45.88	13.11
净利润增长率	114.66	-5.14	45.93	13.18
盈利能力 (%)				
毛利率	19.06	18.12	21.50	21.92
净利润率	11.08	9.82	12.75	12.96
总资产收益率 ROA	10.52	9.36	12.09	12.19
净资产收益率 ROE	15.39	13.31	16.85	16.77
偿债能力				
流动比率	1.60	1.74	1.92	2.02
速动比率	1.13	1.30	1.53	1.65
现金比率	0.52	0.75	0.97	1.11
资产负债率 (%)	30.24	28.07	26.59	25.48
经营效率				
应收账款周转天数	16.65	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	36.25	32.00	28.00	26.00
总资产周转率	1.06	0.98	1.01	0.99
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	0.84	1.22	1.38
每股净资产	5.73	6.29	7.24	8.24
每股经营现金流	1.23	1.25	1.62	1.83
每股股利	0.27	0.26	0.39	0.44
估值分析				
PE	18	19	13	12
PB	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	13.31	12.12	8.28	7.02
股息收益率 (%)	1.70	1.66	2.43	2.75

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	2396	2316	3380	3826
折旧和摊销	888	1006	1298	1513
营运资金变动	347	311	100	55
经营活动现金流	3317	3366	4381	4953
资本开支	-3455	-1397	-2029	-2519
投资	-153	0	0	0
投资活动现金流	-3562	-1397	-2027	-2519
股权募资	4	0	0	0
债务募资	1065	-55	0	0
筹资活动现金流	709	-893	-801	-1130
现金净流量	584	1077	1554	1304

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026