

2024年09月20日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

22

### 公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2024/9/19)	16.58
上证指数(2024/9/19)	2736.02
股价 12 个月高/低	25.98/13.74
总发行股数(百万)	2699.75
A 股数(百万)	2699.75
A 市值(亿元)	447.62
主要股东	巨化集团有限公司(52.70%)
每股净值(元)	6.17
股价/账面净值	2.69
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-4.9 -31.3 7.5

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024.1.30	15.89	区间操作
2024.03.15	19.21	买进

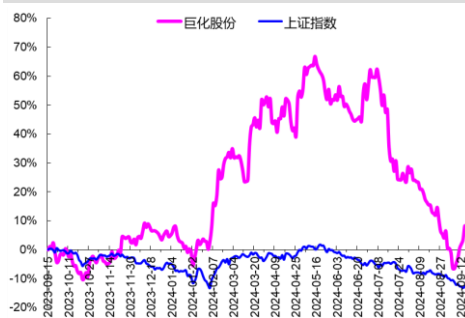
### 产品组合

制冷剂	35.4%
其他	19.0%
石化材料	16.5%
基础化工产品及其它	14.6%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.8%
一般法人	60.3%

### 股价相对大盘走势



## 巨化股份(600160.SH)

Buy 买进

### 二代份额削减, 看好制冷剂长期景气

**事件:** 2024年9月14日, 生态环境部发布了“关于公开征求2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定和分配方案意见的函”, 同时编制了《2025年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案(征求意见稿)》和《2025年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案(征求意见稿)》。

**结论与建议:** 此次分配方案按照预期削减了二代制冷剂份额, 维持了三代制冷剂配额, 并对各品种配额进行调整。制冷剂配额将持续削减, 供给趋紧, 行业长期景气行情维持。公司是国内氟化工龙头企业, 制冷剂生产配额国内第一, 氟化工产业链完备, 行业龙头地位稳固, 有望受益于行业长期景气, 目前公司估值合理, 给予“买进”评级。

■ **二代制冷剂配额按计划削减, 价格有望上涨:** 根据征求意见稿, 2025年度我国二代制冷剂的生产配额总量为 16.36 万吨, 按照 ODP 值折算, 削减基线值的 67.5%, 内用生产配额总量和使用配额总量均为 8.60 万吨, 削减基线值 73.2%。方案满足我国阶段性履行《蒙特利尔议定书》和《基加利修正案》的任务要求, 整体符合预期, 但内用生产和使用配额削减量超过履约任务要求。2025 年我国二代制冷剂的生产配额总量和内用生产配额总量较 2024 年度分别削减 5.12 万吨和 4.30 万吨。分品种来看, 2025 年二代制冷剂主要品种 R22 生产配额为 14.91 万吨(占总生产量配额的 91%), 较 2024 年同比削减 3.28 万吨, 削减比例达 18%, 内用生产配额为 8.09 万吨(占总生产量配额的 94%), 同比削减 3.10 万吨, 削减比例达 28%。另外, R141b 的生产配额总量将同比削减 57%, R142b 的生产配额总量将同比削减 64%, R123 的生产配额总量将同比削减 21%, R124 的生产配额总量将同比削减 19%。此次二代制冷剂除了按照此前惯例的各企业等比例削减外, 2025 年新增生产线关闭项目方式, 考虑到 HCFCs 削减进程已过半, 部分企业的产能利用率已经低至不具备经济性, 可能会选择直接关闭产线方式退出生产, 预计 2025 年实际削减量或大于此次预设值预计, 我们认为目前产量占比较大的企业更有优势。目前二代制冷剂 R22 主要用于维修市场, 存量需求比较稳定, 受供给端影响, 二代制冷剂价格有望进一步上行。预计 2025 年 R22 内用配额中, 巨化股份将有 2.53 万吨, 占 R22 生产总量比例为 31%, 占比全国第一, 将充分收益于供给收缩带来的行业景气。

■ **三代制冷剂配额维持, 增发部分品种生产配额:** 根据征求意见稿, 2025 年度我国三代制冷剂生产配额保持为 18.53 亿吨 CO<sub>2</sub>, 使用配额为 9.05 亿吨 CO<sub>2</sub>, 仍保持在基线值, 与 2024 年度相同。但在 2024 年度配额的基础上, 根据二代制冷剂淘汰的替代需求、半导体行业对 HFC-41 和 HFC-236ea 的增长需求, 增发 R32 生产配额 4.5 万吨、HFC-245fa 配额 0.8 万吨、HFC-41 配额 20 吨、HFC-236ea 配额 50 吨。2024 年 R32 内用配额已增发 3.5 万吨, 因此我们认为, 2025 年 R32 等配额增发对供需格局影响不大, 预计三代制冷剂价格仍将维持高位。三代制冷剂配额下发依然按照按各品种原有格局发放。预计 2025 年公司将新增 R32 内用配额 2.02 万吨, R32 总生产配额预计将达到 12.80 万吨, 占国内生产配额 44.99%。此外, 公司 R125、R143a、R134a 等品种的配额占比也全国领先, 牢固确立了绝对领先的市场地位。在配额有限的情况下, 预计制冷剂行业的议价能力将得到维持, 行业龙头的话语权进一步增强。

■ **制冷剂价格高位, 景气行情预计持续:** 目前二代主流制冷剂 R22 均价 3.0 万元/吨(YOY+56%), 三代主流制冷剂 R32 均价 3.55 万元/吨(YOY+154%), R125 均价 2.95 万元/吨(YOY+37%), R134a 均价 3.35 万元/吨(YOY+56%), 均处于较高位置。2025 年随着配额削减, 预计二代制冷剂价格仍有上行空间, 三代制冷剂价格长期向好趋势不变。公司作为国内制冷剂生产配额的龙头企业, 将充分受益于这一景气行情。

- **盈利预测：**我们略上修 2025 年盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年分别实现归母净利润 21.5/30.0/37.5 亿元(前值 21.5/29.3/37.5 亿元)，yoy+128%/+40%/+24%，折合 EPS 为 0.80/1.11/1.39 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 21/15/12 倍，24 年估值合理，给予“买进”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,381	944	2,147	3,009	3,746
同比增减	%	114.66%	-60.37%	127.53%	40.18%	24.47%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.88	0.35	0.80	1.11	1.39
同比增减	%	114.66%	-60.37%	127.53%	40.18%	24.47%
A 股市盈率(P/E)	X	18.80	47.44	20.85	14.87	11.95
股利 (DPS)	RMB 元	0.27	0.12	0.3	0.4	0.5
股息率 (Yield)	%	1.63%	0.72%	1.81%	2.41%	3.02%

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 首次评等潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 首次评等潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	21489	20655	24340	27909	31057
经营成本	17393	17924	19906	22172	24199
研发费用	824	1001	1179	1352	1505
营业税金及附加	87	91	107	123	136
销售费用	157	139	164	188	209
管理费用	723	684	806	924	1029
财务费用	-108	-22	-26	-29	-33
资产减值损失	150	35	36	37	-38
投资收益	374	91	94	97	100
营业利润	2755	1087	2460	3443	4283
营业外收入	11	13	14	15	15
营业外支出	40	24	24	25	25
利润总额	2725	1077	2449	3434	4274
所得税	329	108	245	344	428
少数股东损益	16	25	57	80	100
归属于母公司股东权益	2381	944	2147	3009	3746

**附二：合并资产负债表**

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2547	1818	2457	3936	6345
应收账款	1713	1613	1630	2513	4476
存货	1728	1764	2117	2223	2334
流动资产合计	7830	6421	7520	10087	14678
长期股权投资	1852	2293	2408	2528	2655
固定资产	6517	9506	9696	9890	10088
在建工程	4553	2811	2670	2537	2410
非流动资产合计	14797	16963	17846	18179	18547
资产总计	22627	23384	25366	28266	33225
流动负债合计	4904	4516	4480	4486	4530
非流动负债合计	1938	2491	2305	2109	3179
负债合计	6842	7007	6785	6595	7709
少数股东权益	316	302	359	439	539
股东权益合计	15784	16377	18581	21670	25516
负债及股东权益合计	22627	23384	25366	28266	33225

**附三：合并现金流量表**

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	3317	3317	2855	3426	4112
投资活动产生的现金流量净额	-3562	-3562	-2447	-2202	-1982
筹资活动产生的现金流量净额	709	709	231	255	280
现金及现金等价物净增加额	584	584	640	1479	2410

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。