

巨化股份 (600160.SH)

制冷剂价格持续上涨，公司盈利水平不断改善

核心观点

三季度为制冷剂消费淡季，制冷剂销量环比下降但价格提振，2024年前三季度归母净利润同比增长68%，第三季度归母净利润同比增长65%，环比下降19%。根据公司公告，2024年前三季度公司实现营业收入179.06亿元，同比+11.83%，实现归母净利润12.58亿元，同比+68.40%，实现扣非后归母净利润11.84亿元，同比+71.89%。其中第三季度公司实现营业收入58.26亿元，同比-1.53%，环比-11.86%；实现归母净利润4.23亿元，同比+64.76%，环比-19.19%；实现扣非后归母净利润3.90亿元，同比+67.81%。2024年前三季度公司毛利率/净利率分别为16.95%/7.76%，分别同比+4.08/+3.03pct；第三季度毛利率和净利率分别为17.39%/8.01%，分别同比+6.78/+3.51pct。2024年前三季度公司各项费用率同比增加0.51pct至9.21%。其中销售/管理(含研发)/财务费用率同比-0.15/0.27/0.39pct至0.69%/8.19%/-0.33%。整体来看，公司收入和利润保持较快增长，销售毛利率、净利率水平逐步改善。

制冷剂方面，由于第三季度制冷剂处于传统消费淡季，公司季度销量环比下降，但产品价格涨幅扩大且结构实现优化。其中：内贸上，R32因年度生产配额超进度使用，产品价格较快上行，R125、R134a等因历史社会库存去化，量价回升；外贸上，因历史社会库存去化，量价快速回升，且季度末量价回升幅度扩大。进入四季度，随着氟制冷剂传统消费淡季结束，新冷年开启，公司氟制冷剂市场保持良好回升态势。2024年第三季度，公司实现制冷剂产量/销量分别14.11/8.50万吨，分别同比+22%/+10%，环比-17%/-10%；价格方面，据我们编制的市场价格指数，截至9月30日，国信化工制冷剂市场价格指数的季度涨幅(相较于1月1日)达到42%(国内市场价)。其中R22、R32受家用空调需求提振、供给端配额收紧影响，2024年价格大幅上涨，截止至9月30日，截止至9月30日，R22价格为29500元/吨，较年初上涨56%，R32价格为34500元/吨，较年初上涨106%。公司产品端制冷剂板块三季度均价为28152元/吨，同比+45%，环比+14%；板块营收23.94亿元，同比+60%，环比+3%。

含氟精细化学品以量补价，营业收入同比增长144%。2024年第三季度含氟精细化学品产品均价为61375元/吨，环比提升38%，同比下降32%，外销量环比下降14%，同比提升257%。氟聚合物、食品包装材料、基础化工产品均价环比均呈现不同程度回暖。

制冷剂下游需求仍然广阔，“以旧换新”助力空调汽车业焕发新活力。2023年四季度，受制冷剂传统备货旺季、前期企业及市场低库存、配额方案落地预期等多重因素提振，制冷剂价格进入上行通道。2024年2月起，全国各地多措并举推动汽车、家电“以旧换新”，激发消费活力，空调排产数据表现靓丽、汽车销售数据，制冷剂延续景气上行趋势。2024下半年从排产数据看，内销延续增长态势，出口市场受新兴市场特别是东南亚和拉美地区的快速增长影响，为中国空调出口提供新的增长点。根据国家统计局数据显示，2024年9月中国空调产量1884万台，同比上涨16.92%；1-9月累计产量21028万台，同比增长8%。据产业在线，2024年9月家用空调销售1213万台，同比增长21.4%，其中内销610万台，同比增长7%，出口602万台，同比增长40%。随着三代制冷剂进入配额限制元年，我们看好制冷剂行业景气度将在较长一段时间内维持较高水平，巨化股份作为全国三代制冷剂市场份额最高的生产商，将有望充分受益于行业机遇。长期来看，全球空调市场持续增长，冷链/热泵/新能源车等行业将持续打开制冷剂需求空间。

氟化工高附加值产品将为公司长期成长注入活力。多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。**四代制冷剂方面**，公司未来除积极将第三代氟制冷剂规模优势转化为经营优势外，将持续研发第

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张歆钰

021-60375408

zhangxinyu4@guosen.com.cn

S0980524080004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.28元
总市值/流通市值	54751/54751百万元
52周最高价/最低价	26.10/13.80元
近3个月日均成交额	562.54百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《巨化股份(600160.SH)-三代制冷剂配额收紧，产品价格大幅上涨》——2024-08-23
- 《巨化股份(600160.SH)-引领制冷剂景气复苏，一季度归母净利润增长103%》——2024-04-26
- 《巨化股份(600160.SH)-巩固氟化工巨头地位，引领制冷剂行业景气复苏》——2024-04-18
- 《巨化股份(600160.SH)-拟以14亿元收购飞源化工51%股权，筑牢三代制冷剂巨头地位》——2023-12-06
- 《巨化股份(600160.SH)-传统淡季仍稳健经营，三代制冷剂景气复苏中》——2023-10-27

四代氟制冷剂等低 GWP 新型制冷剂品种和混配品种；**聚合物材料方面**，公司注重强链延链补链，完成氟制冷剂事业部、聚合物事业部内部产权、资产和业务整合，提升集约经营水平和效率。公司持续创新发展、强化核心竞争力，未来还将全力拓展第四代氟制冷剂、氟聚合物、PVDC-MA 树脂、氟化液等高价值产品市场。我们看好未来公司将进一步高质量发展，筑牢氟化工龙头优势。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。今年受含氟聚合物、食品包装材料等板块影响，我们谨慎下调公司盈利预测：预计公司 2024-2026 年收入分别为 252.53/325.06/414.82 亿元（与上次预测变化+0.83%/+4.27%/+5.80%），归母净利润分别为 17.38/21.98/27.34 亿元（与上次预测变化 -13.40%/-14.41%/-12.87%），同比增速分别为 84.2%/26.5%/24.4%；摊薄 EPS 为 0.64/0.81/1.01 元，对应当前股价对应 PE 为 31.7/25.0/20.1X。**维持“优于大市”评级。**

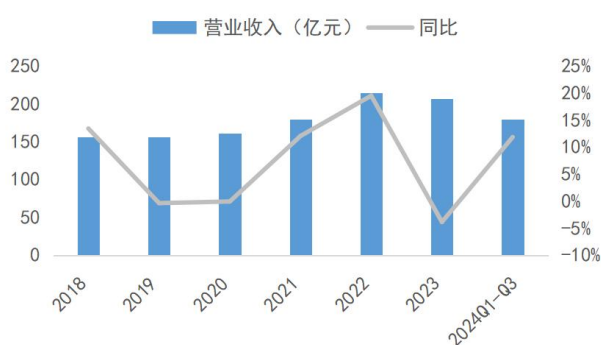
盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,489	20,655	25,253	32,506	41,482
(+/-%)	19.5%	-3.9%	22.3%	28.7%	27.6%
净利润(百万元)	2381	944	1738	2198	2734
(+/-%)	114.7%	-60.4%	84.2%	26.5%	24.4%
每股收益(元)	0.88	0.35	0.64	0.81	1.01
EBIT Margin	14.6%	8.8%	8.6%	8.4%	8.0%
净资产收益率 (ROE)	15.4%	5.9%	10.0%	11.4%	12.8%
市盈率 (PE)	24.4	61.7	33.5	26.5	21.3
EV/EBITDA	16.3	22.9	20.3	16.7	15.1
市净率 (PB)	3.76	3.62	3.33	3.03	2.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

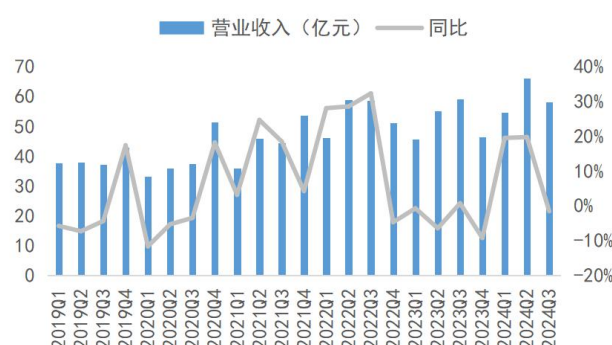
三季度为制冷剂消费淡季，制冷剂销量环比下降但价格提振，2024年三季度归母净利润同比增长65%，环比下降19%。根据公司公告，2024年前三季度公司实现营业收入179.06亿元，同比+11.83%，实现归母净利润12.58亿元，同比+68.40%，实现扣非后归母净利润11.84亿元，同比+71.89%。其中第三季度公司实现营业收入58.26亿元，同比-1.53%，环比-11.86%；实现归母净利润4.23亿元，同比+64.76%，环比-19.19%；实现扣非后归母净利润3.90亿元，同比+67.81%。2024年前三季度公司毛利率/净利率分别为16.95%/7.76%，分别同比+4.08/+3.03pct；第三季度毛利率和净利率分别为17.39%/8.01%，分别同比+6.78/+3.51pct。2024年前三季度公司各项费用率同比增加0.51pct至9.21%。其中销售/管理（含研发）/财务费用率同比-0.15/0.27/0.39pct至0.69%/8.19%/-0.33%。整体来看，公司收入和利润保持较快增长，销售毛利率、净利率水平逐步改善。

图1：巨化股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



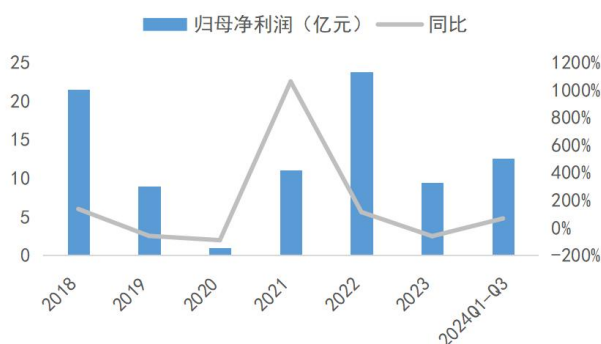
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：巨化股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



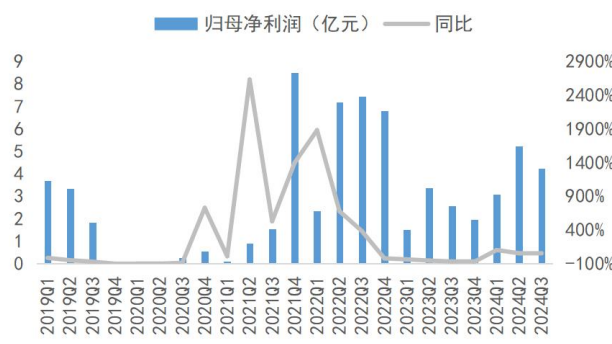
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：巨化股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：巨化股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



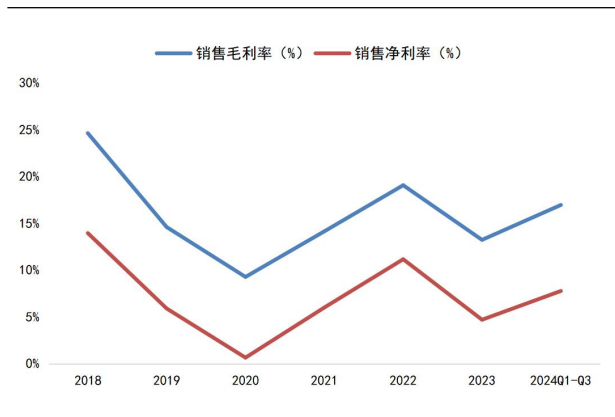
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

制冷剂方面，由于第三季度制冷剂处于传统消费淡季，公司季度销量环比下降，但产品价格涨幅扩大且结构实现优化。其中：内贸上，R32因年度生产配额超进度使用，产品价格较快上行，R125、R134a等因历史社会库存去化，量价回升；外贸上，因历史社会库存去化，量价快速回升，且季度末量价回升幅度扩大。进入四季度，随着氟制冷剂传统消费淡季结束，新冷年开启，公司氟制冷剂市场保持良好回升态势。2024年第三季度，公司实现制冷剂产量/销量分别14.11/8.50

万吨，分别同比+22%/+10%，环比-17%/-10%；价格方面，据我们编制的市场价格指数，截至9月30日，国信化工制冷剂市场价格指数的季度涨幅（相较于1月1日）达到42%（国内市场价）。其中R22、R32受家用空调需求提振、供给端配额收紧影响，2024年价格大幅上涨，截止至9月30日，R22价格为29500元/吨，较年初上涨56%，R32价格为34500元/吨，较年初上涨106%。其他产品中R125价格为29000元/吨，较年初上涨7%，R134a价格为32500元/吨，较年初上涨20.37%。公司产品端制冷剂板块三季度均价为28152元/吨，同比+45%，环比+14%；板块营收23.94亿元，同比+60%，环比+3%。

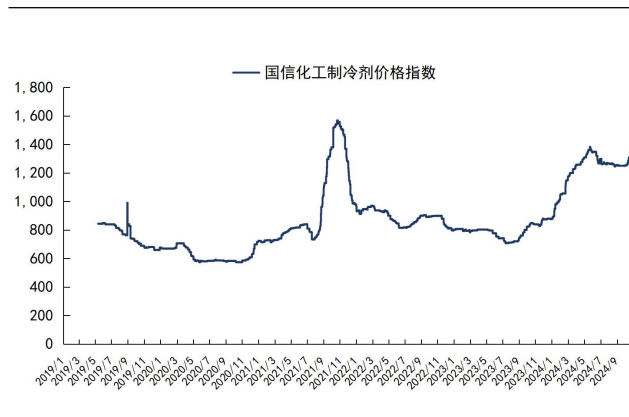
除制冷剂业务以外，含氟精细化学品以量补价，营业收入同比增长144%。2024年第三季度含氟精细化学品产品均价为61375元/吨，环比提升38%，同比下降32%，外销量环比下降14%，同比提升257%。氟聚合物、食品包装材料、基础化工产品均价环比则均呈现不同程度回暖。

图5: 巨化股份净利率与毛利率变化趋势



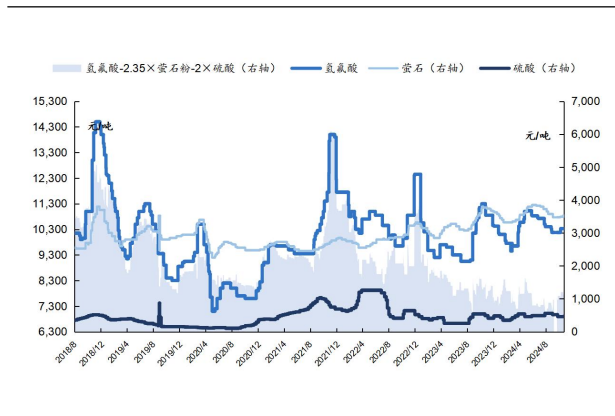
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 国信化工制冷剂价格指数（国内市场价）



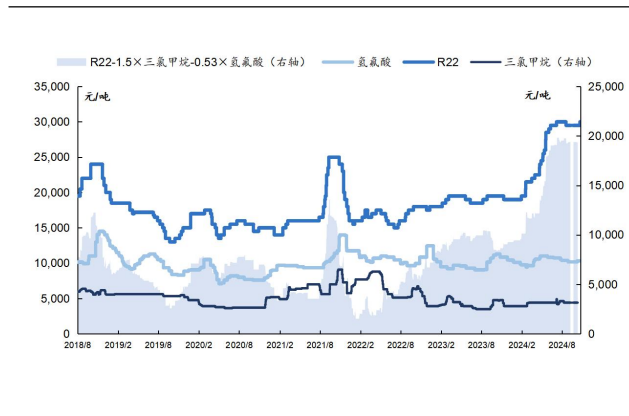
资料来源: 百川盈孚、生态环境部、国信证券经济研究所编制
编制说明: 以2019年1月1日价格为1000点指数; 含二三代制冷剂价格指标, 以产能(或配额)权重加权平均

图7: 萤石-氢氟酸价格与价差走势



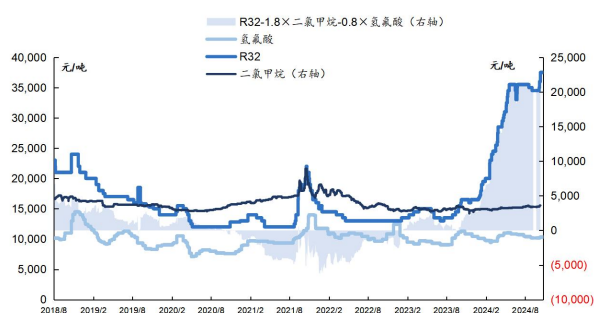
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图8: 二代制冷剂 R22 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图9: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势



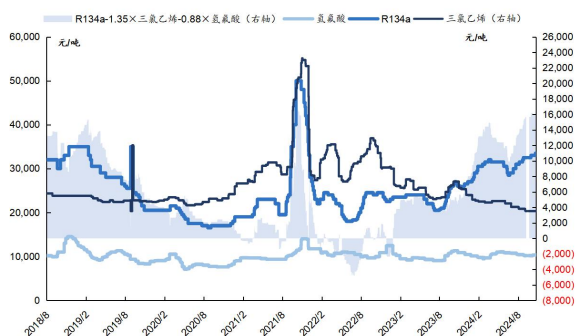
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图10: 三代制冷剂 R125 价格与价差走势



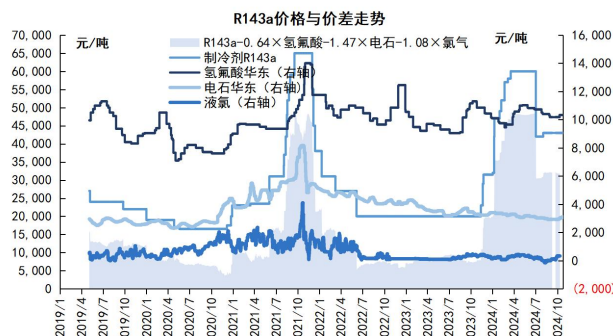
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图11: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势



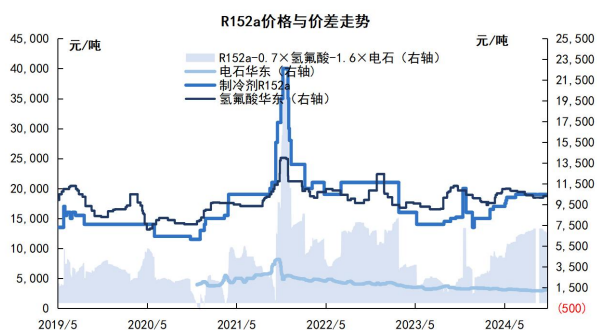
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图12: 三代制冷剂 R143a 价格与价差走势



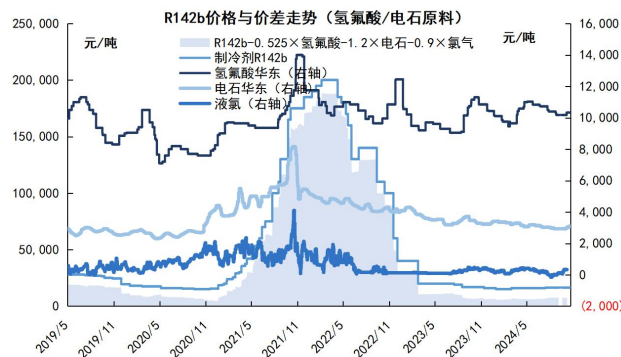
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图13: 三代制冷剂 R152a 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图14: 二代制冷剂 R142b 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

氟聚合物、食品包装材料、基础化工产品均价环比均呈现不同程度回暖。2024 第三季度，基础化工产品/含氟聚合物材料/食品包装材料均价分别同比+3%/-7%/-3%，环比+10%/+2%/+9%；销量分别同比+4%/+2%/+12%，环比+3%/+5%/+21%；三项业务营收分别同比变动了+6%/-5%/+9%，环比变化+13%/+7%/+32%，对公司整体业绩拖累逐渐降低。

公司具备完善的氟化工产业链，形成了国内领先的氟化工新材料产业集群。目前，巨化股份公司已具备完善的氯化物生产配套体系，拥有产业链一体化优势、能有效控制成本，并逐步形成了氟制冷剂以衢州本埠为核心的“1+3”全球运营布局；此外，近年来公司也在积极拓展第四代氟制冷剂、氟聚合物、PVDCMA 树脂、氟化液（全氟聚醚、氢氟醚等）等高价值产品市场的储备及应用，积极打造国内领先的氟化工新材料产业集群。未来公司将持续保持经营稳健、提升高质量发展水平。在当前时点上，制冷剂行业已处于景气上行通道中。我们看好制冷剂行业景气度将在较长一段时间内维持较高水平，巨化股份作为全国三代制冷剂市场份额最高的生产商，将有望充分受益于行业机遇。此外，氟化工高附加值产品将为公司长期成长注入活力。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。从氟制冷剂行业格局来看，公司持续逆势扩张，目前在三代制冷剂行业的市占率达到约 35%，并已作为行业领军者，正引领周期景气反转。从氟精细化学品及氟材料行业来看，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。

今年受含氟聚合物、食品包装材料等板块影响，我们谨慎下调公司盈利预测：预计公司 2024-2026 年收入分别为 252.53/325.06/414.82 亿元（与上次预测变化+0.83%/+4.27%/+5.80%），归母净利润分别为 17.38/21.98/27.34 亿元（下调 13.40%/14.41%/12.87%），同比增速分别为 84.2%/26.5%/24.4%；摊薄 EPS 为 0.64/0.81/1.01 元，对应当前股价对应 PE 为 31.7/25.0/20.1X。维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(2024/10/24) (元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
603379	三美股份	优于大市	31.37	0.46	0.53	0.79	68.20	59.19	39.71	3.11
605020	永和股份	优于大市	17.20	0.48	1.40	1.95	35.83	12.29	8.82	2.56
600378	昊华科技	优于大市	32.18	0.99	0.92	1.09	32.51	34.98	29.52	4.14
平均值				0.64	0.95	1.28	45.51	35.48	26.02	3.27
600160	巨化股份	优于大市	20.28	0.35	0.64	0.81	57.94	31.69	25.04	3.29

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

备注：上述公司盈利预测均为国信证券经济研究所预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2547	1818	2000	2347	8071	营业收入	21489	20655	25253	32506	41482
应收款项	23	20	24	32	40	营业成本	17393	17924	20716	26741	34352
存货净额	1728	1764	2135	2676	3476	营业税金及附加	87	91	99	130	166
其他流动资产	3126	2817	3481	4547	5726	销售费用	157	139	179	229	290
流动资产合计	7830	6421	7643	9605	17316	管理费用	723	684	2088	2682	3335
固定资产	11071	12317	15148	17666	17977	财务费用	(108)	(22)	133	130	95
无形资产及其他	687	676	659	642	625	投资收益	374	91	90	90	90
投资性房地产	1187	1677	1677	1677	1677	资产减值及公允价值变动	154	36	0	0	0
长期股权投资	1852	2293	2293	2293	2293	其他收入	(1010)	(879)	0	0	0
资产总计	22627	23384	27420	31884	39889	营业利润	2755	1087	2128	2685	3334
短期借款及交易性金融负债	236	862	2166	400	300	营业外净收支	(29)	(10)	(26)	(26)	(26)
应付款项	3666	2903	3682	4895	6026	利润总额	2725	1077	2102	2659	3308
其他流动负债	1001	751	1076	4283	9008	所得税费用	329	108	315	399	496
流动负债合计	4904	4516	6923	9579	15334	少数股东损益	16	25	49	62	77
长期借款及应付债券	1327	1743	1943	1943	1943	归属于母公司净利润	2381	944	1738	2198	2734
其他长期负债	611	748	748	748	748	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
长期负债合计	1938	2491	2691	2691	2691	净利润	2381	944	1738	2198	2734
负债合计	6842	7007	9614	12269	18025	资产减值准备	(162)	(115)	18	9	3
少数股东权益	316	302	341	391	453	折旧摊销	865	1031	1168	1491	1703
股东权益	15468	16075	17465	19223	21411	公允价值变动损失	(154)	(36)	0	0	0
负债和股东权益总计	22627	23384	27420	31884	39889	财务费用	(108)	(22)	133	130	95
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	417	(1205)	81	2814	3872
每股收益	0.88	0.35	0.64	0.81	1.01	其它	175	119	22	41	59
每股红利	0.14	0.29	0.13	0.16	0.20	经营活动现金流	3521	738	3026	6552	8371
每股净资产	5.73	5.95	6.47	7.12	7.93	资本开支	0	(2172)	(4000)	(4000)	(2000)
ROIC	20%	10%	10%	12%	16%	其它投资现金流	94	404	0	0	0
ROE	15%	6%	10%	11%	13%	投资活动现金流	(329)	(2210)	(4000)	(4000)	(2000)
毛利率	19%	13%	18%	18%	17%	权益性融资	121	13	0	0	0
EBIT Margin	15%	9%	9%	8%	8%	负债净变化	1139	416	200	0	0
EBITDA Margin	19%	14%	13%	13%	12%	支付股利、利息	(390)	(788)	(348)	(440)	(547)
收入增长	19%	-4%	22%	29%	28%	其它融资现金流	(3801)	1475	1303	(1766)	(100)
净利润增长率	115%	-60%	84%	26%	24%	融资活动现金流	(2184)	742	1156	(2205)	(647)
资产负债率	32%	31%	36%	40%	46%	现金净变动	1008	(730)	182	347	5724
息率	0.7%	1.4%	0.6%	0.8%	0.9%	货币资金的期初余额	1539	2547	1818	2000	2347
P/E	24.4	61.7	33.5	26.5	21.3	货币资金的期末余额	2547	1818	2000	2347	8071
P/B	3.8	3.6	3.3	3.0	2.7	企业自由现金流	0	(711)	(905)	2621	6412
EV/EBITDA	16.3	22.9	20.3	16.7	15.1	权益自由现金流	0	1180	485	744	6232

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032