

2024年10月25日

# 巨化股份 (600160.SH)

## 公司快报

### 制冷剂景气延续，业绩持续改善

#### 投资要点

- 事件：** 巨化股份发布2024年三季报，2024年前三季度实现收入179.06亿元，同比变化11.83%；归母净利润12.58亿元，同比变化68.40%；扣非归母净利润11.84亿元，同比变化71.89%；毛利率16.95%，同比提升4.08pct。24Q3单季度实现收入58.26亿元，同比变化-1.53%，环比变化-11.86%；归母净利润4.23亿元，同比变化64.76%，环比变化-19.19%；扣非归母净利润3.90亿元，同比变化67.81%，环比变化-22.81%；毛利率17.39%，同比提升6.78pct，环比下滑0.99pct。
- 制冷剂价格上涨，业绩大增。** 公司统筹产品市场布局，充分发挥氟制冷剂市场竞争地位优势和产业链一体化集约经营优势，保持生产经营稳定运行，实现制冷剂、含氟精细化工品、基础化工产品、石化材料和食品包装材料外销量增长。受供给充裕、需求疲软影响，公司氟聚合物材料、食品包装材料、基础化工产品价格沿袭2023年的跌势并且同比跌幅较大。在三代制冷剂(HFCs)自2024年1月1日实行生产配额制和二代制冷剂(HCFCs)2025年削减预期等影响下，制冷剂产品价格上行，驱动公司业绩和盈利能力显著改善。2024年前三季度，制冷剂实现收入63.19亿元同比增长44.62%，外销24.64万吨同比增长11.41%，均价25644元/吨同比增长29.81%，季度环比增长7.19%；含氟聚合物收入13.05亿元同比增长-19.71%，外销3.32万吨同比增长-1.22%，均价39325元/吨同比增长-18.72%，季度环比增长-4.88%；含氟精细化工品收入2.34亿元同比增长120.04%，外销4241吨同比增长286.18%，均价55258元/吨同比增长-43.02%，季度环比增长3.69%，均价大幅下跌主因合并淄博飞源化工有限公司含氟精细化学品，摊薄均价所致；氟化工原料收入8.99亿元同比增长15.10%，外销26.35万吨同比增长-0.62%，均价3411元/吨同比增长15.40%，季度环比增长2.58%；基础化工产品收入20.45亿元同比增长-3.56%，外销131.68万吨同比增长11.41%，均价1553元/吨同比增长-13.44%，季度环比增长-11.49%；石化材料收入30.34亿元同比增长55.19%，外销38.97万吨同比增长52.29%，均价7786元/吨同比增长1.90%，季度环比增长-2.78%；食品包装材料收入7.31亿元同比增长-6.75%，外销6.27万吨同比增长4.51%，均价11652元/吨同比增长-10.77%，季度环比增长-2.17%。
- 配额方案意见稿落地，制冷剂景气有望持续。** 三代制冷剂2024年开启配额管理实现供给控制，同时2024年9月14日生态环境部也已公布2025年制冷剂配额方案征求意见稿。2025年HCFCs生产配额16.36万吨，内用生产和使用配额均为8.60万吨，分别削减基线值67.5%和73.2%，以吨为单位按品种分配，各企业等比例削减。HFCs方面，生产、内用生产、进口配额分别为18.53、8.95、0.1亿t CO<sub>2</sub>，与2024年度相同；各企业等比例分配，生产和内用生产配额以吨为单位按品种分配，进口配额以t CO<sub>2</sub>为单位发放；考虑R22和R141b淘汰替换需求，增发R32、R245fa生产和内用生产配额4.5、0.8万吨；为保障电子刻蚀液供应，增发R41、R-236ea生产配额20、50吨；在不增加配额总量前提下，增加不同品种HFCs调整申请次数。政策对制冷剂实现供给强约束，行业景气有望持续。

基础化工 | 氟化工III

投资评级

**增持-B(维持)**

股价(2024-10-25)

20.99元

#### 交易数据

总市值(百万元)	56,667.67
流通市值(百万元)	56,667.67
总股本(百万股)	2,699.75
流通股本(百万股)	2,699.75
12个月价格区间	25.32/14.21

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.6	-6.14	37.37
绝对收益	20.63	9.61	50.83

分析师

骆红永

 SAC执业证书编号：S0910523100001  
 luohongyong@huajinsec.cn

#### 相关报告

- 巨化股份：2023年业绩承压，2024年迎接制冷剂景气反转-华金证券-化工-公司快报-巨化股份 2024.2.1
- 巨化股份：拟收购飞源化工股权，提升三代制冷剂竞争力-华金证券-化工-公司快报-巨化股份 2023.12.6



- ◆ **制冷剂集中度高，格局良好。**参考 2024 年配额情况，三代制冷剂 CR3 为 68%，细分品种来看，R32 /R125 /R134a /R143a /R152a /R227ea 对应 CR3 为 77% /75% /87% /91% /82% /74%，各品种集中度高，格局良好。巨化股份为三代制冷剂龙头，三代制冷剂占行业比例 38%居行业首位，细分品种 R32/R125/R134a/R143a/R227ea 生产配额占行业比例分别为 45%/39%/35%/45%/37%，均居行业首位。百川盈孚数据显示 10 月 17 日，国内制冷剂 R22 均价 30500 元/吨，较上月上涨 1.67%，较年初上涨 56.41%；R32 均价 38000 元/吨，较上月上涨 7.04%，较年初上涨 120.29%；R125 均价 35000 元/吨，较上月上涨 18.64%，较年初上涨 26.13%；R134a 均价 34000 元/吨，较上月上涨 3.03%，较年初上涨 21.43%；R410a 均价 36500 元/吨，较上月上涨 8.96%，较年初上涨 62.22%。制冷剂行业景气持续向上，巨化股份受益显著。
  
- ◆ **投资建议：**制冷剂强供给约束，集中度高格局好，景气有望持续，产品价格持续上涨，巨化股份作为制冷剂龙头业绩弹性可期，高附加值产品不断拓展也将提高公司盈利能力带来持续成长。基于产品价格变动，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 248.12(原 233.48)/288.57(原 254.59)/317.98 亿元，分别同比增长 20.1% /16.3% /10.2%，归母净利润分别为 20.09(原 26.51)/36.10(原 35.02)/46.93 亿元，分别同比增长 112.9% /79.7% /30.0%，对应 PE 分别为 28.2x /15.7x /12.1x；维持“增持-B”评级。
  
- ◆ **风险提示：**价格上涨不及预期；四代制冷剂替代速度超预期；下游需求不及预期；原材料大幅波动；项目建设不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,489	20,655	24,812	28,857	31,798
YoY(%)	19.5	-3.9	20.1	16.3	10.2
归母净利润(百万元)	2,381	944	2,009	3,610	4,693
YoY(%)	114.7	-60.4	112.9	79.7	30.0
毛利率(%)	19.1	13.2	17.7	21.9	24.8
EPS(摊薄/元)	0.88	0.35	0.74	1.34	1.74
ROE(%)	15.2	5.9	11.4	17.3	18.7
P/E(倍)	23.8	60.1	28.2	15.7	12.1
P/B(倍)	3.7	3.5	3.2	2.7	2.2
净利率(%)	11.1	4.6	8.1	12.5	14.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7830	6421	11002	11981	15246	<b>营业收入</b>	21489	20655	24812	28857	31798
现金	2547	1818	5062	5701	8056	营业成本	17393	17924	20411	22531	23903
应收票据及应收账款	1713	1613	2382	2428	2872	营业税金及附加	87	91	109	127	140
预付账款	77	113	115	150	142	营业费用	157	139	167	194	214
存货	1728	1764	2318	2580	3044	管理费用	723	684	869	1010	1087
其他流动资产	1765	1113	1125	1121	1131	研发费用	824	1001	1117	1213	1382
<b>非流动资产</b>	14797	16963	16877	19616	21503	财务费用	-108	-22	-151	-231	-290
长期投资	1852	2293	2814	3335	3856	资产减值损失	-150	-30	-36	-41	-46
固定资产	6517	9506	10135	11073	11630	公允价值变动收益	4	1	3	4	4
无形资产	687	676	645	605	564	投资净收益	374	91	103	98	90
其他非流动资产	5740	4488	3283	4603	5453	<b>营业利润</b>	2755	1087	2361	4072	5409
<b>资产总计</b>	22627	23384	27879	31596	36749	营业外收入	11	13	14	14	13
<b>流动负债</b>	4904	4516	7206	7543	8247	营业外支出	40	24	38	40	35
短期借款	182	605	605	605	605	<b>利润总额</b>	2725	1077	2338	4047	5387
应付票据及应付账款	3666	2903	5261	5468	5914	所得税	329	108	275	340	569
其他流动负债	1056	1008	1340	1469	1728	<b>税后利润</b>	2396	969	2063	3706	4818
<b>非流动负债</b>	1938	2491	2530	2617	2694	少数股东损益	16	25	54	96	125
长期借款	1327	1743	1782	1869	1946	<b>归属母公司净利润</b>	2381	944	2009	3610	4693
其他非流动负债	611	748	748	748	748	EBITDA	3621	2218	3404	5250	6757
<b>负债合计</b>	6842	7007	9737	10160	10941						
少数股东权益	316	302	355	452	577	<b>主要财务比率</b>					
股本	2700	2700	2700	2700	2700	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	4290	4666	4666	4666	4666	<b>成长能力</b>					
留存收益	8355	8569	10013	12607	15980	营业收入(%)	19.5	-3.9	20.1	16.3	10.2
归属母公司股东权益	15468	16075	17787	20985	25231	营业利润(%)	147.3	-60.5	117.3	72.4	32.8
<b>负债和股东权益</b>	22627	23384	27879	31596	36749	归属于母公司净利润(%)	114.7	-60.4	112.9	79.7	30.0
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	19.1	13.2	17.7	21.9	24.8
						净利率(%)	11.1	4.6	8.1	12.5	14.8
						ROE(%)	15.2	5.9	11.4	17.3	18.7
						ROIC(%)	13.7	5.4	9.6	14.7	16.1
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	30.2	30.0	34.9	32.2	29.8
						流动比率	1.6	1.4	1.5	1.6	1.8
						速动比率	1.0	0.8	1.0	1.1	1.3
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.0	0.9
						应收账款周转率	13.9	12.4	12.4	12.0	12.0
						应付账款周转率	5.6	5.5	5.0	4.2	4.2
						<b>估值比率</b>					
						P/E	23.8	60.1	28.2	15.7	12.1
						P/B	3.7	3.5	3.2	2.7	2.2
						EV/EBITDA	15.5	26.4	16.3	10.5	7.9

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)