

非金融公司|公司点评|巨化股份（600160）

短期业绩承压，制冷剂景气上行



报告要点

2024年10月24日，巨化股份发布《2024年第三季度报告》：受益于制冷剂产品价格上升、公司完成收购淄博飞源等促使制冷剂销售量增加；含氟精细化学品产销量、营业收入同比大幅增长等影响，2024年前三季度，公司实现营业收入179.06亿元，同比+11.83%；归母净利润12.58亿元，同比+68.40%。其中，2024Q3单季度公司实现归母净利润4.23亿元，同比+64.76%、环比-19.19%；扣非归母净利润3.9亿元，同比+67.81%、环比-22.81%。

分析师及联系人



张玮航

SAC: S0590524090003



许隽逸

SAC: S0590524060003



申起昊

SAC: S0590524070002

巨化股份(600160)

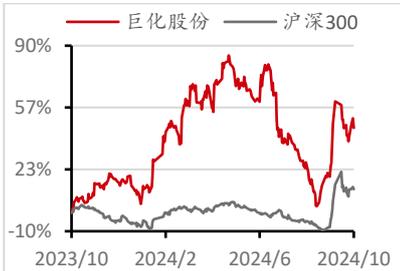
短期业绩承压，制冷剂景气上行

行业：基础化工/化学制品
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：20.28 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,700/2,700
 流通A股市值(百万元) 54,750.85
 每股净资产(元) 6.32
 资产负债率(%) 33.87
 一年内最高/最低(元) 26.10/13.80

股价相对走势



相关报告

1、《巨化股份(600160):受益制冷剂长景气,氟化工龙头向高端化蜕变》2024.05.20



扫码查看更多

投资要点

2024年10月24日,巨化股份发布《2024年第三季度报告》:2024年前三季度,公司实现营业收入179.06亿元,同比+11.83%;归母净利润12.58亿元,同比+68.40%。其中,2024Q3单季度公司实现归母净利润4.23亿元,同比+64.76%、环比-19.19%;扣非归母净利润3.9亿元,同比+67.81%、环比-22.81%。

➤ 制冷剂量价齐升、含氟精细化学品产销增长等

2024年前三季度,制冷剂产品价格上升、公司完成收购淄博飞源等促使制冷剂销售量增加;含氟精细化学品产销量、营业收入同比大幅增长等影响。其中,2024Q3业绩短期承压。造成三季度业绩环比下滑的因素,我们认为主要是公司产品面临结构性矛盾:2024Q3公司主营产品中,氟化工原料价格下跌后略有回升,氟制冷剂价格因配额限制而上涨;含氟聚合物材料、食品包装材料和基础化工产品继续面临供过于求的局面,价格同比下跌。**其中,氟制冷剂方面**,三代制冷剂自2023Q4景气反转,企业盈利、产品竞争格局显著优化,我们认为这一景气度仍将延续。公司2024Q3制冷剂销量下降但价格上涨,内贸和外贸均因库存去化而量价回升。

➤ 公司持续坚持稳健发展,提升质量和效率

盈利能力和收益质量方面,2024年前三季度,公司实现基本每股收益为0.47元,同比+68.23%;加权平均净资产收益率为7.57%,同比增长2.76bp。**财务结构上**,公司财务状况持续稳健,2024Q3资产负债率为33.87%;**从经营效率上看**,公司经营活动现金净流量为8.0亿元,同比+13.79%。此外,**库存方面**,2024Q3,公司存货有所增加,以保持生产和供应链的稳定性。公司作为氟化工、特色氯碱化工龙头企业,近年来在复杂和不确定的市场环境中,持续优化产品结构,拓展市场,坚持稳健发展、提升质量和效率,保持经营的灵活性和主动性。

➤ 投资建议:维持“买入”评级。

基于淡季销量环比下滑影响,我们预计公司2024-2026年公司营业收入分别为230.45/303.25/418.32亿元,同比增速分别为11.57%/31.59%/37.94%;归母净利润分别为18.94/28.85/41.38亿元,同比增速分别为100.76%/52.33%/43.41%;EPS分别为0.70/1.07/1.53元/股。维持“买入”评级。

风险提示:政策变动风险、市场风险、国际贸易风险、化工安全生产风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21489	20655	23045	30325	41832
增长率(%)	19.48%	-3.88%	11.57%	31.59%	37.94%
EBITDA(百万元)	3506	2116	2968	4229	5729
归母净利润(百万元)	2381	944	1894	2885	4138
增长率(%)	114.66%	-60.37%	100.76%	52.33%	43.41%
EPS(元/股)	0.88	0.35	0.70	1.07	1.53
市盈率(P/E)	23.0	58.0	28.9	19.0	13.2
市净率(P/B)	3.5	3.4	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	11.8	21.6	19.5	14.1	10.7

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年10月24日收盘价

1. 2024 年前三季度归母净利润同比+68%

2024 年 10 月 24 日，巨化股份发布《2024 年第三季度报告》：受益于制冷剂产品价格上升、公司完成收购淄博飞源等促使制冷剂销售量增加；含氟精细化学品产销量、营业收入同比大幅增长等影响，2024 年前三季度，公司实现营业收入 179.06 亿元，同比+11.83%；归母净利润 12.58 亿元，同比+68.40%。其中，2024Q3 单季度公司实现归母净利润为 4.23 亿元，同比+64.76%、环比-19.19%；扣非归母净利润 3.9 亿元，同比+67.81%、环比-22.81%。2024Q3 归母净利润环比有所下滑，造成三季度业绩环比下滑的因素，我们认为主要是公司产品面临结构性矛盾：基础化学品、聚合物、石化材料产品价格及盈利下滑、产品结构发生变化等。

图表1：巨化股份：营业收入变化情况



资料来源：Wind、国联证券研究所
 备注：2017-2019 年数据为调整后

图表2：巨化股份：归母净利润变化情况



资料来源：Wind、国联证券研究所
 备注：2017-2019 年数据为调整后

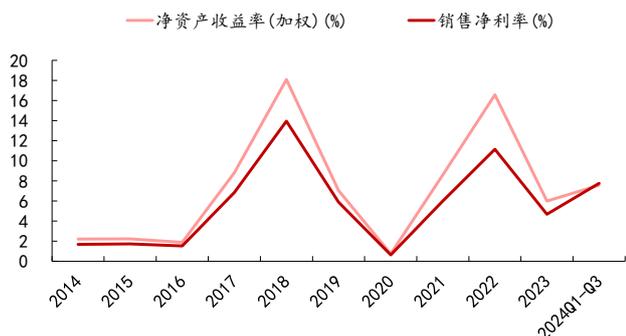
1.1 公司持续坚持稳健发展，提升质量和效率

从盈利能力和收益质量方面看，公司的每股收益和净资产收益率均有所提升：2024 年前三季度，公司实现基本每股收益为 0.47 元，同比+68.23%；稀释每股收益同样为 0.47 元，同比+68.23%；加权平均净资产收益率为 7.57%，同比增加 2.76bp。财务结构上，公司财务状况持续稳健，2024Q3 资产负债率为 33.87%；从经营效率上看，公司经营活动现金净流量为 8.0 亿元，同比+13.79%。此外，库存方面，2024Q3，公司存货有所增加，公司有效规划库存管理，以保持生产和供应链的稳定性。

整体来说，公司在复杂和不确定的市场环境中，坚持稳健发展、提升质量和效率，保持经营的灵活性和主动性。通过高效管理和积极行动，利用园区一体化和氟制冷剂的

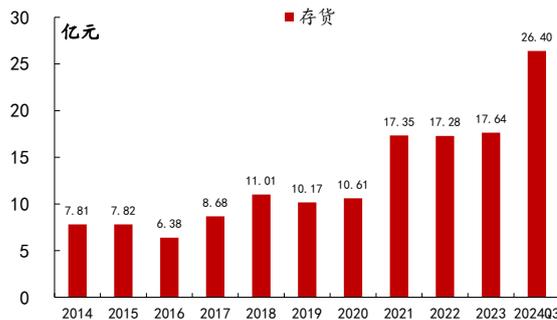
市场优势，保持稳定增长，优化产品结构，拓展市场，实现了产销量、收入和业绩的稳步提升。

图表3：巨化股份：公司销售净利率及净资产收益率走势



资料来源：Wind、国联证券研究所
备注：2017-2019年数据为调整后

图表4：巨化股份：2024Q3 存货明显增加

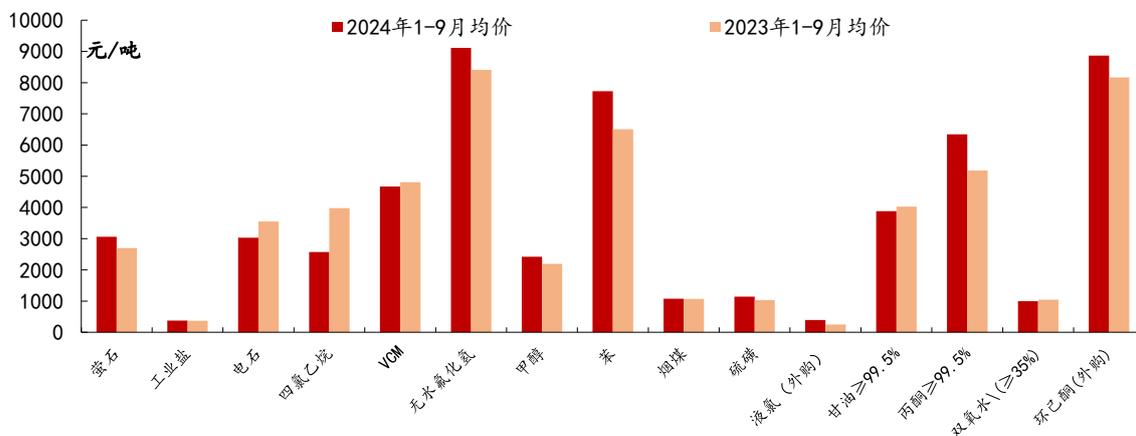


资料来源：Wind、国联证券研究所

1.2 2024Q3，公司产品市场面临结构性矛盾

原材料方面，资源属性强或与原油价格相关的材料价格同比上涨，其他材料因供过于求而价格下跌。2024Q3，因市场环境变化，萤石、电石、四氯化乙烷、无水氟化氢、甲醇、苯、烟煤、丙酮等主要原材料价格季度环比下行，工业盐、VCM、硫磺、甘油、双氧水等主要原材料价格季度环比上行。

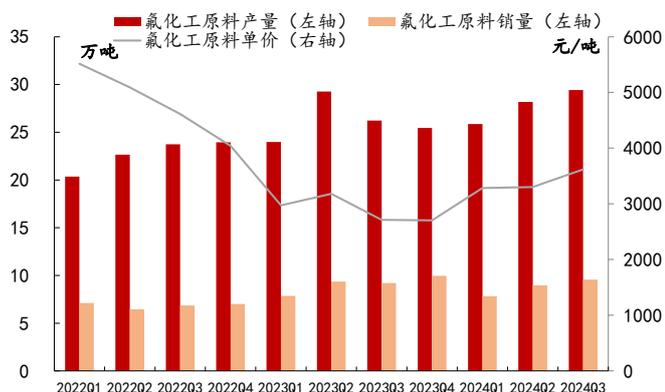
图表5：巨化股份：2024 前三季度公司主要原料的价格同比变化情况



资料来源：公司公告、国联证券研究所

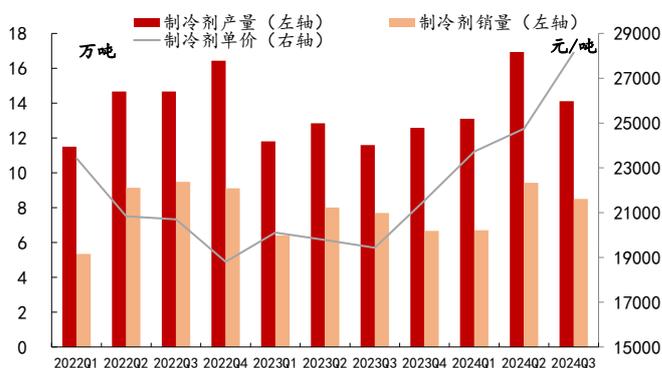
2024Q3, 公司产品市场面临结构性矛盾: 氟化工原料价格下跌后略有回升, 氟制冷剂价格因配额限制而上涨; 含氟聚合物材料、食品包装材料和基础化工产品继续面临供过于求的局面, 价格同比下跌。氟制冷剂方面, 2024Q3 销量下降但价格涨幅扩大, 内贸和外贸均因库存去化而量价回升; 进入 2024Q4, 氟制冷剂市场回升, 其他产品价格趋稳。

图表6: 巨化股份: 氟化工原料产销量及均价



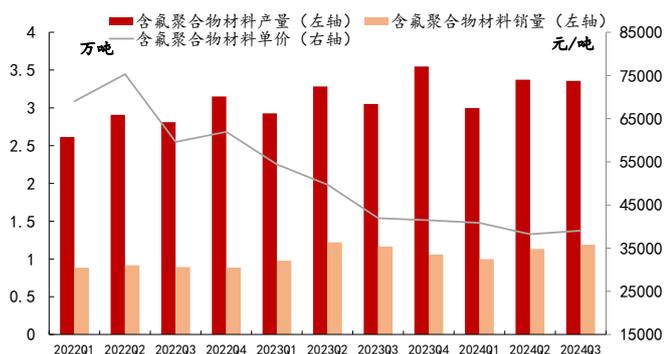
资料来源: 公司公告、国联证券研究所
备注: 外销量低于产量, 主要为部分产品作为内部下游产品原料所致

图表7: 巨化股份: 制冷剂产销量及均价



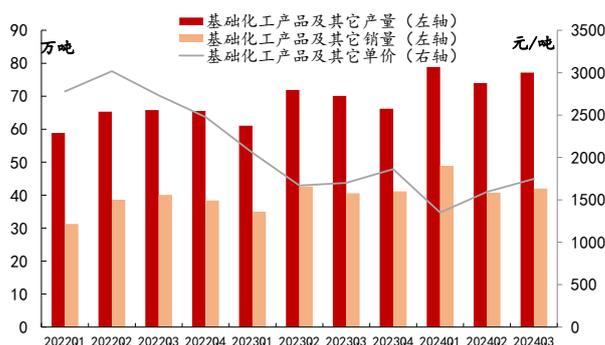
资料来源: 公司公告、国联证券研究所
备注: 外销量低于产量, 主要为部分产品作为内部下游产品原料所致; 部分制冷剂 (含 HFCs) 用于公司混配制冷剂原料

图表8: 巨化股份: 含氟聚合物材料产销量及均价



资料来源: 公司公告、国联证券研究所
备注: 外销量低于产量, 主要为部分产品作为内部下游产品原料所致

图表9: 巨化股份: 基础化学品及其他产销量及均价



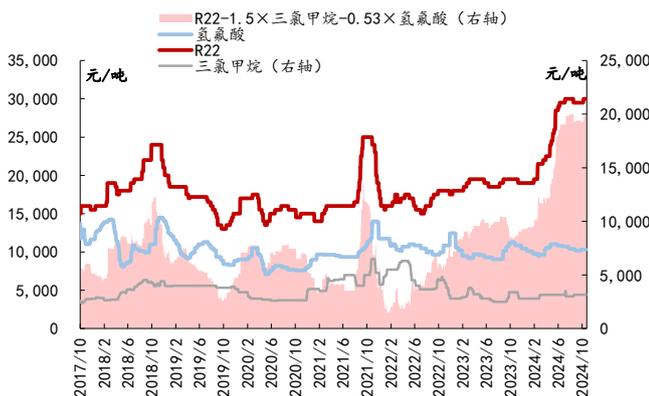
资料来源: 公司公告、国联证券研究所
备注: 外销量低于产量, 主要为部分产品作为内部下游产品原料所致

2. 三代制冷剂景气上行中

短期来看，我国三代制冷剂自 2023Q4 景气反转，开启新一轮景气上行通道，企业盈利能力、产品竞争格局得到显著提升和优化，我们认为这一景气度仍有望持续。我国方面，我国正在实施 HCFCs 淘汰工作及 HFCs 冻结工作，相关物质供给端强约束。国内需求端，近期，国内受空调、汽车行业“以旧换新”政策拉动，制冷剂需求表现靓丽；海外需求端，短期内仍较为稳定，我国对外出口价格将有望持续提振。

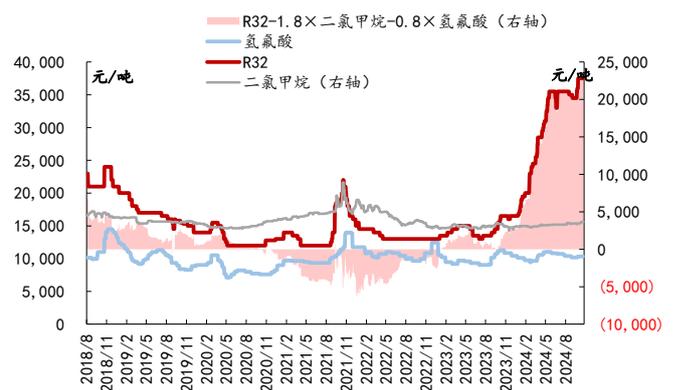
长期从全球需求来看，如非洲多数国家气候炎热，对制冷和空调的需求自然增长；拉丁美洲国家如巴西、墨西哥等，随着经济的增长和中产阶级的扩大，对制冷和空调设备的需求增加；中东地区具有极端高温和干燥的气候特征，而海湾国家则拥有较高的人均收入 and 经济发展水平，工业化/城市化水平提升、首都迁移等规划都将对长期制冷需求注入新的增量。我们看好亚非拉及新兴经济体对制冷剂的需求增速有望高速增长。**长期供给端**，虽受部分经济体对我国 HFCs 产品进行反倾销等贸易制裁，但在全球 HFCs 等氟制冷剂物质供给端严格/加速淘汰的进程中，全球范围内尤其是主要发达经济体的需求并无快速减少的趋势，我们认为全球 HFCs 制冷剂将持续供应紧张，四代制冷剂等产品供应能力短期内难以迅速扩张，我国及全球 HFCs 产品价格将有望高位企稳并进一步上涨。

图表10: R22 价格与价差走势

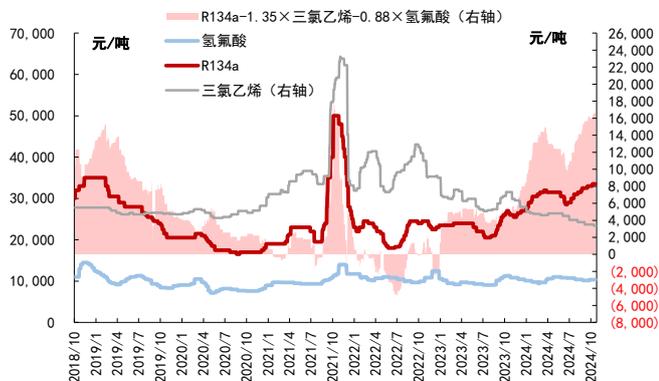


资料来源：百川盈孚、国联证券研究所

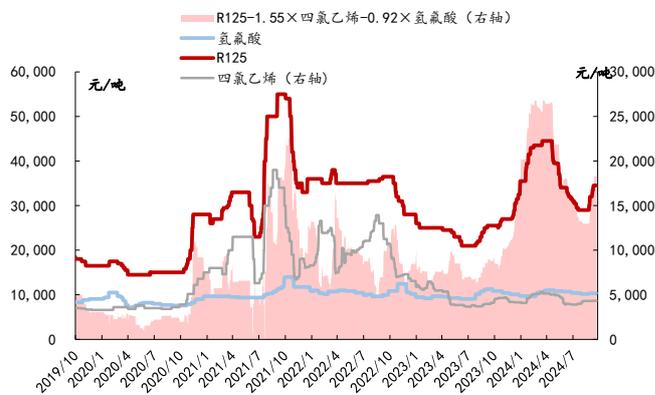
图表11: R32 价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国联证券研究所

图表12: R134a 价格与价差走势


资料来源：百川盈孚、国联证券研究所

图表13: R125 价格与价差走势


资料来源：百川盈孚、国联证券研究所

3. 风险提示

政策变动风险

巨化股份主营产品主要包括第二代、第三代制冷剂。制冷剂行业受到严格的国际和国内环境法规的约束和管控。政策的突然变化和调整还将导致部分制冷剂的供应量短期快速增加或市场需求急剧下降，会影响相关企业的盈利能力。此外，随着全球对气候变化的关注增加，部分经济体或在未来会出台更严格的法规，限制或禁止部分高GWP 的制冷剂的生产及使用。

市场风险

制冷剂厂家间的竞争、贸易商的库存波动会导致制冷剂产品价格短期出现波动，严重情况则会压缩利润空间；另外，氟化工及制冷剂下游如空调、汽车等领域的需求波动也将影响制冷剂的需求，空调市场需求受地产竣工端、“依旧换新”政策力度的影响较大；此外，替代技术的出现，如天然制冷剂（如氨、二氧化碳）的使用，也或对传统制冷剂市场构成威胁。

国际贸易风险

巨化股份制冷剂出口配额部分直接面向出口市场。制冷剂及其相关产品的国际贸易受到贸易政策、关税、进出口限制等因素的影响。全球贸易紧张局势的升级或贸易壁垒的增加会导致制冷剂的国际市场准入受限，影响企业的全球销售和利润。

化工安全生产风险

氟化工及制冷剂产品的生产过程中涉及易燃、易爆、有毒物质，一旦发生安全事故，不仅会导致人员伤亡和财产损失，还会对环境造成严重破坏，引发法律责任和声誉风险。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

国联证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼