

巨化股份 (600160)

制冷剂价格持续上涨，长期逻辑向好

事件概述: 公司 2024 年预计实现归母净利润 18.7~21.0 亿元 (+98%~123%)，跟据推算，Q4 预计实现归母净利润 6.1~8.4 亿元 (同比+211%~328%，环比+45%~99%)，预计实现扣非归母净利润 5.4~7.7 亿元 (同比+302%~474%，环比+38%~96%)。2024 年 1~12 月主要经营数据中，主要产品实现营业收入 205.2 亿元 (+29.8%)，合计外销量 314.4 万吨 (+15.0%)；

企业概况: 公司是国内领先的氟化工、氯碱化工新材料先进制造业基地，拥有氯碱化工、硫酸化工、煤化工和基础氟化工等氟化工必须的产业配套体系，主要产品包括基础原料、氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、含氟精细化工等氟化工产品，并涉足石油化工产业。此外，控股母公司巨化集团为浙江国资委和浙江省财政厅共同持股，前身衢州化工厂是经由国家领导人批复成立的化工部全国八大化工基地之一，产业资源丰富；

配额制刚性约束，制冷剂涨幅明显: 根据《蒙特利尔议定书》以及《基加利修正案》，中国目前处于二代制冷剂削减第三阶段 (2021-2025)，并于 2024 年开始冻结三代制冷剂配额，在四代制冷剂短期很难大规模应用的背景下，二、三代制冷剂供给端受到政策钳制，而需求受益于家电更新补贴政策，保持稳定增长。供需错配之下，2024 年二、三代制冷剂价格涨幅明显；

制冷剂板块表现亮眼: 公司 2024 年主要产品营业收入实现增长，主要系占收入比例较大的产品量价齐升所致，其中，占营收比例 46%的制冷剂板块实现营业收入 94.5 亿元 (+62.7%)，主要系制冷剂量价齐升，在外销量 35.3 万吨 (+22.6%) 的同时，均价达到 2.7 万元/吨 (+32.7%)，表现亮眼；非制冷剂板块则表现不一，取得营收同比增长的氟化工原料板块价增量减，石化材料板块以价换量，而销量增长最明显的含氟精细化学品，主要系公司收购飞源化工所致，其余板块则表现一般。而 Q4 来看，营收环比提升的板块为制冷剂和含氟聚合物材料，其中制冷剂 Q4 实现营收 31.3 亿元 (环比+30.7%)，主要系销量 10.7 万吨 (环比+25.3%)，均价 2.9 万元/吨 (环比+4.3%) 齐升所致，与此同时，氟化工主要原材料价格环比基本持平，带动制冷剂板块 Q4 扣非净利润环比增加较多；

投资评级

买入

首次评级

2025年01月23日

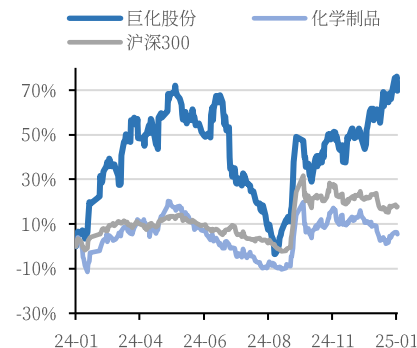
收盘价(元):

25.37

公司基本数据

总股本(百万股)	2,699.75
总市值(百万)	68,492.56
流通股本(百万股)	2,699.75
流通市值(百万)	68,492.56
12月最高/最低价(元)	26.72/14.25
资产负债率(%)	33.87
每股净资产(元)	6.32
市盈率(TTM)	47.10
市净率(PB)	4.01
净资产收益率(%)	7.37

股价走势图



作者

邓轲 分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

联系电话:

邮箱: dengke@avicsec.com

王勇杰 分析师

SAC 执业证书: S0640524090001

联系电话:

邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

供需改善，制冷剂长期逻辑无忧：2024 年因海外库存较多、出口需求疲软等因素，海外制冷剂价格较低，而随着三季度以来国内家电出海需求旺盛，海外制冷剂价格持续上涨，目前内外价差已接近持平。2025 年一季度排产方面，海外需求增长迅速，随着家电企业海外基地在 2025 年陆续投产，制冷剂出口价格将保持乐观。与此同时，竞争格局和竞争秩序的持续优化为制冷剂长期向好提供支撑。根据生态环境部数据，2025 年，R32、R134a、R125 和 R143a 等主流三代制冷剂品种配额的 CR3、CR5 均超过 70%、90%，制冷剂供给端集中度较高，随着灰色产能持续退出，竞争秩序将进一步优化，从而使得市场景气度长期保持在较高水平；

长协价落地，市场反应积极：制冷剂 Q1 长单执行陆续落地，在海外需求增长以及供给稀缺且集中的背景下，R32 长协价上涨至约 4.1 万元/吨（2024Q4 长协价约 3.8 万/吨），长协价的落地标志着下游大客户已逐步接受了制冷剂涨价。尽管节前成交降温，但市场信心加强，推动制冷剂价格上涨——截至 1 月 22 日，R32 零售报价已来到 4.3 万/吨以上，反映出行业乐观的预期；

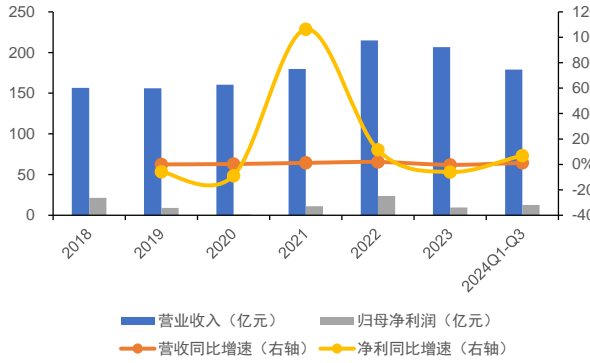
投资建议：制冷剂行业受到配额制约束，需求端保持稳健，在供需紧张、库存低位，行业集中度提升的背景下，公司有望充分受益于制冷剂价格中枢抬升红利。我们预计，公司 2024-2026 年实现营业收入 253.0 亿元、294.6 亿元、341.9 亿元，同比增速 22.5%、16.4%、16.1%，归母净利润 19.8 亿元、39.2 亿元、62.3 亿元，同比增速 110%、98.1%、59.0%，对应 PE 35X、17X、11X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、政策变动风险、原材料价格大幅上涨等

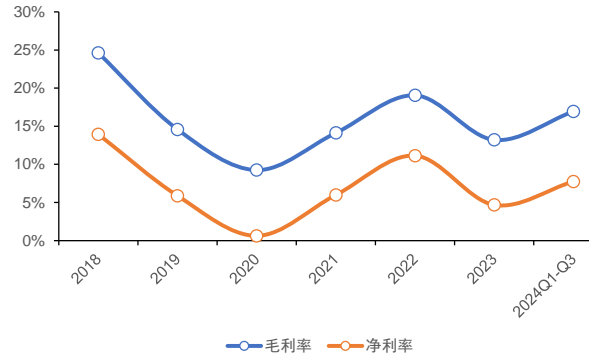
盈利预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	21,489	20,655	25,298	29,456	34,191
增速（%）	19.48%	-3.88%	22.48%	16.43%	16.08%
归母净利润（百万元）	2,381	944	1,979	3,920	6,232
增速（%）	114.66%	-60.37%	109.70%	98.14%	58.97%
每股收益（元）	0.88	0.35	0.73	1.45	2.31
市盈率（倍）	28.77	72.59	34.62	17.47	10.99

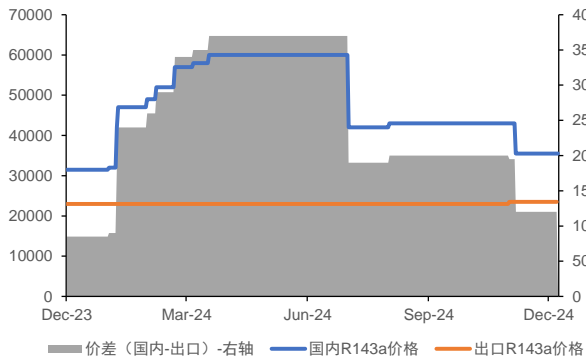
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、利润及同比增速


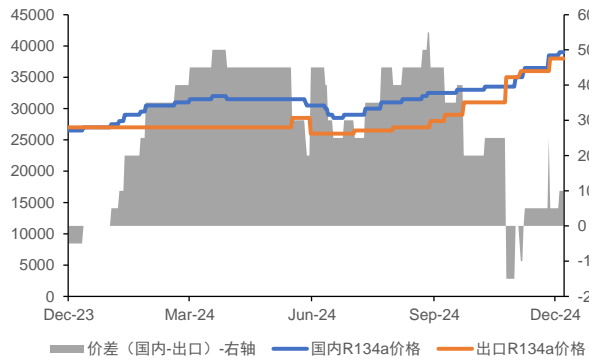
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率及净利率


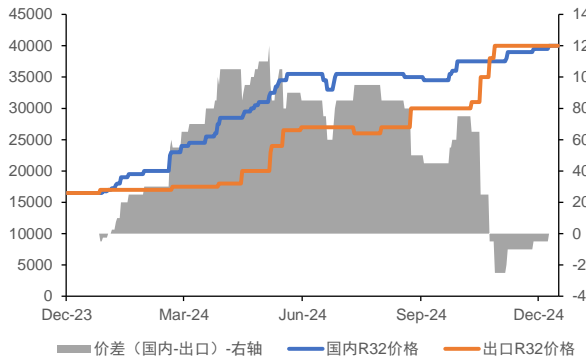
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 R143a 海内外价差 (元/吨)


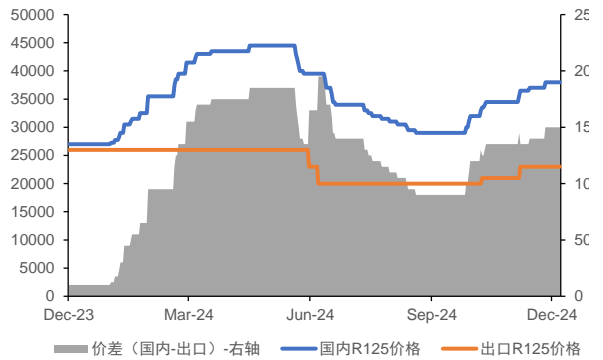
资料来源：氟务在线，百川盈孚，中航证券研究所

图4 R134a 海外内价差 (元/吨)


资料来源：氟务在线，百川盈孚，中航证券研究所

图5 R32 海内外价差 (元/吨)


资料来源：氟务在线，百川盈孚，中航证券研究所

图6 R125 海内外价差 (元/吨)


资料来源：氟务在线，百川盈孚，中航证券研究所

图7 内销空调排产情况



资料来源：产业在线，中航证券研究所

图8 出口空调排产情况



资料来源：产业在线，中航证券研究所

图9 三代制冷剂行业配额集中度较高 (2025年)

	2025年		较2024年的变化	
	CR3集中度	CR5集中度	CR3集中度	CR5集中度
R32	88.0%	96.1%	0.6%	-0.1%
R134a	86.7%	94.9%	-0.3%	-0.3%
R125	74.2%	94.5%	-0.3%	0.8%
R143a	89.6%	100.0%	-1.2%	0.0%

资料来源：生态环境部，中航证券研究所

图10 分产品预测表

产品分类	分项	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
制冷剂	收入 (百万元)	5226	6815	5983	9727	13587	18017
	收入同比增速	43.55%	30.41%	-12.21%	62.57%	39.69%	32.60%
	毛利率	12.9%	8.6%	13.1%	30.6%	40.2%	47.1%
	毛利 (百万元)	674	587	786	2973	5459	8482
石化材料	收入 (百万元)	1688	1690	2508	3655	3799	3949
	收入同比增速	35.36%	0.14%	48.35%	45.74%	3.95%	3.95%
	毛利率	7.2%	2.5%	5.2%	10.0%	10.4%	10.9%
	毛利 (百万元)	121	43	130	364	396	429
基础化工产品	收入 (百万元)	3291	4871	4125	3961	3882	3805
	收入同比增速	28.81%	48.01%	-15.33%	-3.96%	-2.00%	-2.00%
	毛利率	22.0%	30.2%	20.4%	16.5%	16.9%	16.5%
	毛利 (百万元)	724	1470	843	653	656	627
含氟聚合物材料	收入 (百万元)	1995	2495	2207	1966	1986	1966
	收入同比增速	44.52%	25.08%	-11.54%	-10.91%	1.00%	-1.00%
	毛利率	23.4%	31.0%	12.7%	5.7%	6.6%	5.7%
	毛利 (百万元)	467	774	281	112	132	112
氟化工原料	收入 (百万元)	866	859	680	799	719	648
	收入同比增速	10.79%	-0.79%	-20.83%	17.54%	-10.00%	-10.00%
	毛利率	23.6%	55.5%	24.3%	1.7%	2.8%	3.8%
	毛利 (百万元)	204	477	165	13	20	25
食品包装材料	收入 (百万元)	992	1365	1300	1098	1143	1201
	收入同比增速	24.61%	37.55%	-4.73%	-15.53%	4.04%	5.06%
	毛利率	21.8%	44.1%	30.2%	27.6%	28.0%	28.3%
	毛利 (百万元)	216	602	392	303	320	340
含氟精细化学品	收入 (百万元)	136	59	49	97	146	204
	收入同比增速	-31.74%	-56.76%	-17.30%	99.48%	50.00%	40.00%
	毛利率	24.2%	39.9%	20.1%	7.6%	16.8%	21.0%
	毛利 (百万元)	33	23	10	7	25	43

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。
风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及/或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558
传 真: 010-59562637