

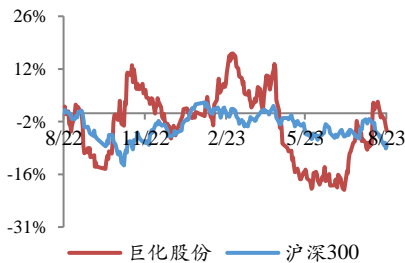
上半年业绩短期承压，看好三代制冷剂景气反转

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-24

收盘价（元）	15.45
近 12 个月最高/最低（元）	18.81/12.86
总股本（百万股）	2,700
流通股本（百万股）	2,700
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	417
流通市值（亿元）	417

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 公司全年业绩翻倍增长，三代制冷剂逐步进入景气上行周期 2023-04-24
2. 量价齐升全年业绩高增，三代制冷剂即将进入景气上行期 2023-01-13
3. 三季度业绩超预期，制冷剂销量保

主要观点：

● 事件描述

8月24日晚间，巨化股份发布2023年中期报告。公司2023年H1实现营业收入100.96亿元，同比-3.89%；实现归母净利润4.90亿元，同比-48.61%；2023Q2实现营收55.20亿元，同比-6.39%，环比+20.61%；实现归母净利润3.37亿元，同比-53.09%，环比+120.99%。

● 主营产品售价同比下滑，公司业绩短期承压

公司2023年H1实现营业收入100.96亿元，同比-3.89%；实现归母净利润4.90亿元，同比-48.61%，业绩短期承压。主要原因是公司主营产品售价同比下滑。2023H1，公司制冷剂平均售价19928.42元/吨，同比-8.56%，其中HFCs平均售价19000.41元/吨，同比-16.03%；氟化工原料平均售价3085.94元/吨，同比-41.92%；含氟聚合物材料平均售价51791.7元/吨，同比-28.28%，其中氟聚合物平均售价50294.03元/吨，同比-30.93%；石化材料平均售价7639.22元/吨，同比-13.62%；基础化工产品平均售价1842.46元/吨，同比-36.72%；食品包装材料平均售价13303.67元/吨，同比-4.71元/吨；含氟精细化学品平均售价101030.44元/吨，同比+74.35%。

● 配额落地推动供需格局修复，三代制冷剂即将进入景气上行期

三代制冷剂配额政策落地在即，2024年起三代制冷剂供给端进入“定额+持续削减”阶段。同时由于二代制冷剂加速削减，以及四代制冷剂因为专利问题价格居高不下难以形成替代，制冷剂供给端持续缩减。同时随着热泵、冷链市场发展以及空调存量市场持续扩张，叠加东南亚国家制冷剂需求扩张等因素，需求端保持稳定增长。未来制冷剂市场供需缺口将会持续扩大，制冷剂价格稳定上涨，拥有较高配额占比的公司将充分受益。公司三代制冷剂产能48.07万吨，处于全球龙头地位，近三年三代制冷剂产销量位于行业首位，据我们测算，未来巨化股份主流三代制冷剂产品配额占比均在30%以上，整体配额量位于行业首位，未来有望充分受益三代制冷剂价格上涨带来的业绩增量。

● 高附加值含氟产品陆续落地，公司远期成长空间广阔

巨化持续拓展氟化工产品结构，布局高端含氟产品。100kt/a聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目（二期A段）、合成氨原料路线及节能减排技术改造项目、新增48kt/aVDF技改扩建项目、新增30kt/aPVDF技改扩建项目（一期23.5kt/aPVDF）、12万吨/年有机醇扩能项目、7000t/aFKM、100kt/a环氧氯丙烷、30kt/a制冷剂海外工厂、5000t/a浸没式冷却液（一期1000t/a）等项目建成，100kt/a聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目（二期B段）、60kt/aVDC单体技改扩建等项目开工建设。

加快氟聚厂 10kt/aFEP 扩建项目（二期）、宁波巨化公司 150kt/aPTT 等项目建设步伐。未来随着公司各项目产能释放，有望为公司长期发展提供支撑。

● 投资建议

我们坚定看好三代制冷剂价格回暖带来的业绩增量以及巨化氟氯联动带来的成本优势。同时公司布局含氟新材料，高附加值拉升公司毛利率中枢。预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 15.72、27.47、35.81 亿元(原 2023-2024 年分别为 31.5、35.6、40.5 亿元)，同比增速为-34%、+74.8%、+30.4%。对应 PE 分别为 26.5、15.2、11.7 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 三代制冷剂配额分配方案不理想；
- (2) 下游需求不及预期；
- (3) 新产能投产进度不及预期；
- (4) 四代制冷剂替代速度加快；
- (5) 宏观政策风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	21489	20659	25032	28204
收入同比 (%)	19.5%	-3.9%	21.2%	12.7%
归属母公司净利润	2381	1572	2747	3581
净利润同比 (%)	114.7%	-34.0%	74.8%	30.4%
毛利率 (%)	19.1%	13.8%	17.7%	18.8%
ROE (%)	15.4%	9.6%	14.3%	15.6%
每股收益 (元)	0.88	0.58	1.02	1.33
P/E	17.63	26.54	15.18	11.65
P/B	2.71	2.54	2.17	1.82
EV/EBITDA	12.96	22.44	11.70	9.05

资料来源: wind, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。