



2023年08月28日

巨化股份（600160.SH）

产品价格下行业绩承压，静待制冷剂景气反转

投资要点

- ◆ **事件：**巨化股份发布半年报，上半年实现收入 100.96 亿元，同比-3.89%；归母净利润 4.90 亿元，同比-48.61%；扣非归母净利润 4.56 亿元，同比-49.21%；毛利率 14.19%同比-4.37pct；净利率 4.87%同比-4.32pct。单季度看，Q2 实现收入 55.20 亿元，同比-6.39%环比 20.63%；归母净利润 3.37 亿元，同比-53.09%环比 120.26%；扣非归母净利润 3.24 亿元，同比-52.05%环比 145.15%；毛利率 14.70%同比-2.42pct 环比 1.11pct；净利率 6.31%同比-6.04pct 环比 3.18pct。
- ◆ **产销增长价格下行，业绩短期承压。**公司积极克服产品市场需求偏弱、竞争激烈等困难，保持生产经营稳定运行，实现主要产品产销同比增长，但由于产品价格同比下降幅度较大，主要产品收入同比下降。制冷剂 23H1 收入 28.73 亿元同比-9.0%，外销 14.42 万吨同比-0.5%，23H1 均价 19928 元/吨同比-8.6%季度环比变动-1.6%；含氟聚合物 23H1 收入 11.38 亿元同比-12.5%，外销 2.20 万吨同比 22.0%，23H1 均价 51792 元/吨同比-28.3%季度环比-8.7%；含氟精细化工品 23H1 收入 0.71 亿元同比 179.2%，外销 0.07 万吨同比 60.1%，因高附加值产品投放推升平均价格大幅上涨 23H1 均价 101030 元/吨同比 74.4%季度环比 6.3%；氟化工原料 23H1 收入 5.3 亿元同比-26.3%，外销 17.22 万吨同比 26.9%，23H1 均价 3086 元/吨同比-41.9%季度环比 6.9%；基础化工产品 23H1 收入 14.30 亿元同比-29.7%，外销 77.61 万吨同比 11.1%，23H1 均价 1842 元/吨同比-36.7%季度环比-18.8%；石化材料 23H1 收入 12.13 亿元同比 35.4%，外销 15.87 万吨同比 56.7%，23H1 均价 7639 元/吨同比-13.6%季度环比 0.8%；食品包装材料 23H1 收入 5.12 亿元同比-17.7%，外销 3.85 万吨同比-13.7%，23H1 均价 13304 元/吨同比-4.7%季度环比 2.9%。
- ◆ **优化产品结构，拓展高附加值产品。**公司聚焦核心产品市场布局，巩固和提升第三代氟制冷剂市场占有率，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。完成研发投入 4.98 亿元加强先进氟氯化工新材料、新型绿色氟制冷剂与发泡剂、含氟精细化学品等新产品新应用研发，完成固定资产投资 11.96 亿元，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/a VDF 技改扩建项目、新增 30kt/a PVDF 技改扩建项目（一期 23.5kt/a PVDF）、12 万吨/年有机醇扩能项目、7000t/a FKM、100kt/a 环氧氯丙烷、30kt/a 制冷剂海外工厂等项目建成，100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目（二期 B 段）、60kt/a VDC 单体技改扩建等项目开工建设。巨塑化工 100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目（二期 B 段）、60kt/a VDC 单体技改扩建项目、氟聚厂 10kt/a FEP 扩建项目（二期）、宁波巨化 150kt/a PTT 等项目建设加快推进。
- ◆ **配额管理在即，三代制冷剂有望景气反转。**当前第二代 HCFCs 制冷剂配额正处于削减进程中，第三代 HFCs 制冷剂也即将进入配额管理期。根据《蒙特利尔议定书》基加利修正案，包括我国在内的发展中国家应在其 2020 年至 2022 年 HFCs 使用量平均值的基础上，2024 年冻结 HFCs 的消费和生产于基准，自 2029 年开始削减

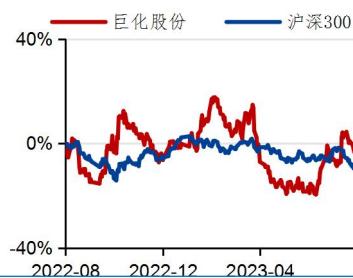
公司快报

基础化工 | 氟化工III
投资评级 增持-B(首次)
股价(2023-08-28) 15.36 元

交易数据

总市值（百万元）	41,468.10
流通市值（百万元）	41,468.10
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	18.79/13.21

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.31	17.56	5.38
绝对收益	2.47	15.01	-3.26

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsc.cn

相关报告



到 2045 年后将 HFCs 使用量削减至其基准值 20% 以内。配额方案落地在即，有望改善行业供需格局，推动三代制冷剂景气反转。公司从全球第二大 R22 的竞争地位，跃升为全球第一大 HFCs 企业，正积极做好第三代氟制冷剂配额管控下的经营工作，持续研发第四代氟制冷剂等低 GWP 新型制冷剂单工质和混配品种研发，将享受制冷剂带来的业绩弹性。

◆ **投资建议：**巨化股份为国内氟化工一体化龙头，形成了包括基础配套原料、氟致冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、含氟精细化学品等在内的完整的氟化工产业链。制冷剂配额方案落地在即，公司作为行业龙头业绩弹性可期，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。预测公司 2023-2025 年收入分别为 206.85 /233.48 /254.59 亿元，同比增长 -3.7% /12.9% /9.0%，归母净利润分别为 14.15 /26.48 /35.21 亿元，同比增长 -40.5% /87.1% /32.9%，对应 PE 分别为 29.3x /15.7x /11.8x；首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**配额方案不及预期；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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,986	21,489	20,685	23,348	25,459
YoY(%)	12.0	19.5	-3.7	12.9	9.0
净利润(百万元)	1,109	2,381	1,415	2,648	3,521
YoY(%)	1062.9	114.7	-40.5	87.1	32.9
毛利率(%)	14.1	19.1	16.8	21.7	23.5
EPS(摊薄/元)	0.41	0.88	0.52	0.98	1.30
ROE(%)	7.9	15.2	8.7	14.3	16.2
P/E(倍)	37.4	17.4	29.3	15.7	11.8
P/B(倍)	3.1	2.7	2.6	2.3	1.9
净利率(%)	6.2	11.1	6.8	11.3	13.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、 盈利预测及业务分拆

制冷剂: 预计随着配额方案出台制冷剂有望景气反转价格回升盈利改善，同时公司销量受配额制约有所下降。预计 2023-2025 年收入增速分别为 -2.9%、3.5%、-7.6%，毛利率分别为 10.0%、21.7%、26.0%。

其他氟业务: 价格有所下滑，随着产品品类扩充和产能建设销量逐步扩大，结构优化高附加值产品占比提升。预计 2023-2025 年收入增速分别为 11.9%、14.9%、10.8%，毛利率分别为 29.7%、34.4%、36.4%。

石化基础化工和包材: 价格有所下滑，石化材料和基础化工产品产销量保持增长。预计 2023-2025 年收入增速分别为 -17.0%、22.7%、21.8%，毛利率分别为 23.7%、24.0%、24.8%。

表 1：公司业务分拆和预测

巨化股份	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计					
收入 (百万元)	17986	21489	20685	23348	25459
YoY(%)	12.0%	19.5%	-3.7%	12.9%	9.0%
毛利(百万元)	2542	4096	3467	5056	5983
YoY(%)	71.0%	61.1%	-15.4%	45.8%	18.3%
毛利率(%)	14.1%	19.1%	16.8%	21.7%	23.5%
制冷剂					
收入 (百万元)	5226	6815	6618	6850	6328
YoY(%)	43.5%	30.4%	-2.9%	3.5%	-7.6%
毛利(百万元)	674	587	662	1489	1645
毛利率(%)	12.9%	8.6%	10.0%	21.7%	26.0%
其他氟业务(聚合物、精细化学品、原料)					
收入 (百万元)	2997	3413	3820	4388	4860
YoY(%)	26.9%	13.9%	11.9%	14.9%	10.8%
毛利 (百万元)	704	1274	1135	1510	1769
毛利率(%)	23.5%	37.3%	29.7%	34.4%	36.4%
石化、基础化工和包材					
收入 (百万元)	5972	7927	6580	8076	9833
YoY(%)	29.9%	32.7%	-17.0%	22.7%	21.8%
毛利 (百万元)	1061	2115	1560	1936	2435
毛利率(%)	17.8%	26.7%	23.7%	24.0%	24.8%
其他					
收入 (百万元)	3791	3334	3667	4034	4438
YoY(%)	-30.5%	-12.1%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利 (百万元)	102	120	110	121	133
毛利率(%)	2.7%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%

资料来源: wind, 华金证券研究所

二、 估值对比

我们选择氟化工行业三美股份、永和股份、中欣氟材、昊华科技、金石资源作为可比公司，2023-2025 平均 PE 分别为 27.6x/17.5x/14.4x，巨化股份对应 PE 分别为 29.3x /15.7x /11.8x。公司为国内氟化工龙头，拥有

氟化工原料-制冷剂-含氟聚合物和含氟精细化学品一体化优势，三代制冷剂 2024 年起将迎来配额管理，方案落地在即，公司作为制冷剂龙头将受益于行业景气反转，不断拓展高附加值产品推动持续成长。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603379.SH	三美股份	28.40	173	0.87	1.44	1.79	32.7	19.7	15.9
605020.SH	永和股份	27.91	106	1.17	1.96	2.60	23.8	14.3	10.7
002915.SZ	中欣氟材	13.29	44	0.59	1.25	1.36	22.7	10.6	9.8
600378.SH	昊华科技	31.98	291	1.36	1.59	1.93	23.5	20.1	16.5
603505.SH	金石资源	24.70	150	0.70	1.07	1.29	35.4	23.1	19.1
平均值							27.6	17.5	14.4
600160.SH	巨化股份	15.36	415	0.52	0.98	1.30	29.3	15.7	11.8

资料来源：数据截止日期 2023 年 8 月 28 日，wind（可比公司采用 wind 一致预期），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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6158	7830	7557	10239	11071	营业收入	17986	21489	20685	23348	25459
现金	1539	2547	2701	4328	5649	营业成本	15443	17393	17219	18292	19477
应收票据及应收账款	1385	1713	1269	2096	1574	营业税金及附加	60	87	77	81	93
预付账款	134	77	126	103	146	营业费用	131	157	379	370	310
存货	1735	1728	1700	1941	1936	管理费用	687	723	726	829	907
其他流动资产	1366	1765	1761	1771	1765	研发费用	654	824	699	800	909
非流动资产	11737	14797	14387	15488	16210	财务费用	29	-108	-14	-54	-108
长期投资	1429	1852	2473	3141	3856	资产减值损失	-342	-150	-172	-210	-275
固定资产	6364	6517	6446	7368	7829	公允价值变动收益	0	4	3	4	3
无形资产	711	687	697	675	645	投资净收益	388	374	241	277	320
其他非流动资产	3232	5740	4772	4303	3880	营业利润	1114	2755	1672	3101	3920
资产总计	17894	22627	21944	25727	27281	营业外收入	19	11	19	15	16
流动负债	3553	4904	3800	5565	4297	营业外支出	57	40	40	42	45
短期借款	269	182	182	182	182	利润总额	1076	2725	1651	3074	3891
应付票据及应付账款	2505	3666	2443	4047	2864	所得税	-2	329	210	382	360
其他流动负债	779	1056	1175	1336	1251	税后利润	1078	2396	1441	2692	3531
非流动负债	709	1938	1647	1392	1125	少数股东损益	-31	16	26	44	10
长期借款	188	1327	1036	781	513	归属母公司净利润	1109	2381	1415	2648	3521
其他非流动负债	521	611	611	611	611	EBITDA	1916	3621	2356	3865	4793
负债合计	4262	6842	5448	6957	5421						
少数股东权益	298	316	342	385	396						
股本	2700	2700	2700	2700	2700						
资本公积	4286	4290	4290	4290	4290						
留存收益	6325	8355	8419	8144	9309						
归属母公司股东权益	13334	15468	16155	18385	21463						
负债和股东权益	17894	22627	21944	25727	27281						
现金流量表(百万元)											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率					
经营活动现金流	1247	3317	1028	3919	3341	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1078	2396	1441	2692	3531	成长能力					
折旧摊销	858	874	733	855	1019	营业收入(%)	12.0	19.5	-3.7	12.9	9.0
财务费用	29	-108	-14	-54	-108	营业利润(%)	625.7	147.3	-39.3	85.4	26.4
投资损失	-388	-374	-241	-277	-320	归属于母公司净利润(%)	1062.9	114.7	-40.5	87.1	32.9
营运资金变动	-688	328	-888	707	-778	盈利能力					
其他经营现金流	358	201	-3	-4	-3	毛利率(%)	14.1	19.1	16.8	21.7	23.5
投资活动现金流	-1092	-3562	-79	-1675	-1419	净利率(%)	6.2	11.1	6.8	11.3	13.8
筹资活动现金流	-410	709	-795	-618	-601	ROE(%)	7.9	15.2	8.7	14.3	16.2
每股指标(元)						ROIC(%)	7.5	14.0	7.9	13.3	15.1
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.88	0.52	0.98	1.30	偿债能力					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	1.23	0.38	1.45	1.24	资产负债率(%)	23.8	30.2	24.8	27.0	19.9
每股净资产(最新摊薄)	4.94	5.73	5.98	6.81	7.95	流动比率	1.7	1.6	2.0	1.8	2.6
						速动比率	1.0	1.0	1.2	1.2	1.8
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.1	0.9	1.0	1.0
						应收账款周转率	16.6	13.9	13.9	13.9	13.9
						应付账款周转率	8.1	5.6	5.6	5.6	5.6
						估值比率					
						P/E	37.4	17.4	29.3	15.7	11.8
						P/B	3.1	2.7	2.6	2.3	1.9
						EV/EBITDA	21.1	11.2	17.2	10.0	7.7

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

张仲杰声明，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