

2023年9月26日
费倩然
H70507@capital.com.tw
目标价(元)
18.
公司基本资讯

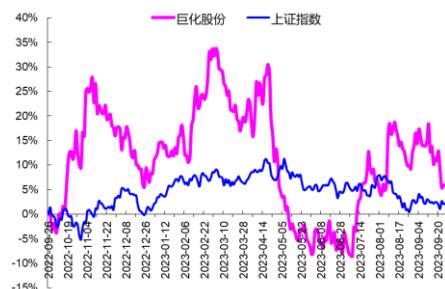
产业别	化工
A 股价(2023/9/25)	14.89
上证指数(2023/9/25)	3115.61
股价 12 个月高/低	19.11/12.76
总发行股数(百万)	2699.75
A 股数(百万)	2699.75
A 市值(亿元)	401.99
主要股东	巨化集团有限公司(52.70%)
每股净值(元)	5.65
股价/账面净值	2.64
股价涨跌(%)	一个月 -3.1 三个月 15.6 一年 5.9

近期评等
出刊日期 前日收盘 评等
产品组合

制冷剂	38.0%
基础化工产品及其它	20.9%
石化材料	15.7%
含氟聚合物材料	15.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.8%
一般法人	60.3%

股价相对大盘走势

巨化股份(600160.SH)
Buy 买进
HFCs 配额草案出台，制冷剂行业长期景气开启

事件：9月21日，生态环境部发布了《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配实施方案（征求意见稿）》，对2024年氢氟碳化物受控用途生产和使用总量进行规定。

结论与建议：制冷剂配额争夺期已过，行业将恢复合理行情，预计盈利有所修复。根据《基加利修正案》，全球含氟制冷剂配额将持续收紧，行业有望步入长期景气格局。公司作为国内制冷剂龙头企业，三代制冷剂产能领先，景气反转过程中将充分受益。看好公司业绩修复，首次覆盖，给予“买进”评级。

■ **制冷剂配额方案拟定，总量和品种均有限制：**征求意见稿确定了国内 HFCs 生产和使用的基线值，以 CO_2 为单位，2024 年国内 HFCs 生产基线值为 18.52 亿吨（生产基线值=2020-2022 年 HFCs 平均产量+65% HCFCs 基线值）；使用基线值为 9.04 亿吨（使用基线值=内用生产配额+进口配额）。HFCs 为三代制冷剂，HCFCs 为二代制冷剂。生产端，HFCs 配额将按品种发放，65%HCFCs 配额暂不全部分配；生产单位仅可在申请 2024 年配额时进行不同品种 HFCs 调整，且调整不得增加总二氧化碳当量，任一品种配额调增不超过其核定配额的 10%。征求意见稿的分配方式基本符合预期，但对于 HFCs 不同品种间调整更为谨慎。2020-2022 是三代制冷剂的配额基准期，企业为了争夺制冷剂配额扩大生产，制冷剂行业处于景气低谷，配额方案拟定后，制冷剂供给端格局基本固定，行业集中度高，氟化工产品价格将恢复性上涨。

■ **制冷剂价格上行，有望开启长牛行情：**制冷剂价格自 8 月开始上行，9 月二代制冷剂 R22 均价为 19750 元/吨 (MOM+3%, YOY+13%)，三代制冷剂 R32 均价为 14647 元/吨 (MOM+4%, YOY+17%)，R134a 均价为 24573 元/吨，(MOM+15%, YOY-1%)，R125 均价为 23294 元/吨，(MOM+8%, YOY-35%)。随着国内经济进一步复苏，看好下游空调、冰箱、汽车需求持续拉动制冷剂用量。根据《〈关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书〉基加利修正案》，二代和三代制冷剂配额将持续紧缩，2025 年受控用途的二代制冷剂累计削减 67.5%，2029 年起受控用途的三代制冷剂将削减 10%；看好氟化工行业长期景气行情。

■ **制冷剂产能领先，充分受益景气行情：**公司是国内氟化工龙头企业，主营产品包括制冷剂和氟化工原料、基础化工品等。公司是国内唯一具有一到四代制冷剂的企业，且产能占比全国领先，二代制冷剂 R22 产能 17 万吨，是国内第二位；三代氟制冷剂总产能 48.07 万吨，产能全国第一，其中 R32 产能 13 万吨，R134a 产能 9 万吨，R125 产能 5 万吨；四代制冷剂实现自有技术生产，目前拥有两套主流产品生产装置和四个品种，年产能 8000 吨。在制冷剂景气上行期间，预计公司将充分受益。

■ **扩链含氟聚合物，新建产能保障成长：**公司近年来持续延伸产业链，布局高附加值的含氟聚合物，目前 HFP、PTFE、FEP、FKM 产能规模均居行业领先地位。上半年公司 5000 吨/年巨芯冷却液（一期 1000t/a）、1 万吨 PVDF 项目二期 B 段、3.5 万吨/年碳氢制冷剂、年充装 34.208 万吨新型环保制冷剂及汽车养护产品项目（二期）、4 万吨/年异丙醇、新增 7.5 万吨/年环氧氯丙烷等项目建成投运。新增 3 万吨 PVDF 技改项目（一期）新增 2.35 万吨/年 PVDF 树脂、新增 4.8 万吨 VDF 技改扩建、合成氨原料路线、海外工厂等项目基本建成。公司新增 0.7 万吨氟橡胶技改项目 6 月底开工，后续还将新增 6 万吨 VDC 单体技改扩建项目、15 万吨/年特种聚酯切片新材料、PVDC 扩能等项目。公司持续强化技术创新，推进含氟聚合物产品高质化、高值化进程，在氟化工领域的产业链持续完善，保障公司长期成长。

■ **盈利预测:** 我们预计公司 2023/2024/2025 年分别实现净利润 11.8/21.9/32.2 亿元, yoy+50%/+85%/+47%, 折合 EPS 为 0.44/0.81/1.19 元, 目前 A 股股价对应的 PE 为 34/18/12 倍, 首次覆盖, 给予“买进”评级。

■ **风险提示:** 1、产品价格不及预期; 2、新建项目投产不及预期等

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,109	2,381	1,183	2,189	3,222
同比增减	%	1062.87%	114.66%	-50.30%	85.05%	47.17%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.41	0.88	0.44	0.81	1.19
同比增减	%	1062.87%	114.66%	-50.30%	85.05%	47.17%
A 股市盈率(P/E)	X	36.20	16.86	33.93	18.34	12.46
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.27	0.12	0.2	0.35
股息率 (Yield)	%	0.87%	1.82%	0.81%	1.34%	2.35%

【投资评级说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评级 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	17986	21489	20369	25163	29573
经营成本	15443	17393	17830	21123	24032
研发费用	654	824	781	965	1134
营业税金及附加	60	87	82	102	120
销售费用	131	157	149	184	217
管理费用	687	723	617	762	896
财务费用	29	-108	-102	-126	-148
资产减值损失	312	150	135	139	143
投资收益	388	374	386	397	409
营业利润	1114	2755	1384	2536	3719
营业外收入	19	11	11	12	12
营业外支出	57	40	41	42	43
利润总额	1076	2725	1354	2506	3689
所得税	-2	329	164	303	445
少数股东损益	-31	16	8	14	21
归属于母公司股东权益	1109	2381	1183	2189	3222

附二：合并资产负债表

会计年度 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1539	2547	3828	4649	4907
应收账款	1385	1713	2345	4047	7851
存货	1735	1728	1814	1905	2000
流动资产合计	6158	7830	9952	12693	16988
长期股权投资	1429	1852	1944	2042	2144
固定资产	6364	6517	6648	6781	6916
在建工程	2221	4553	4326	4109	3904
非流动资产合计	11737	14797	14825	14946	15098
资产总计	17894	22627	24777	27638	32086
流动负债合计	3553	4904	5669	5723	5796
非流动负债合计	709	1938	2132	2736	3867
负债合计	4262	6842	7801	8459	9663
少数股东权益	298	316	324	338	359
股东权益合计	13632	15784	16975	19179	22422
负债及股东权益合计	17894	22627	24777	27638	32086

附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	1247	3317	3317	3383	3417
投资活动产生的现金流量净额	-1092	-3562	-3562	-3419	-4103
筹资活动产生的现金流量净额	-410	709	709	858	944
现金及现金等价物净增加额	-285	584	584	822	258

¹

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实或审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证人持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证人。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。