

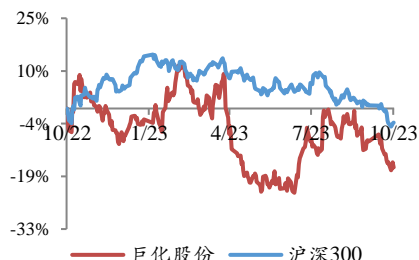
配额政策正式落地，看好三代制冷剂景气反转

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-26

收盘价（元）	14.03
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）	379
流通市值（亿元）	379

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

主要观点：

● 事件描述

10月26日晚间，巨化股份发布2023年三季度报告。2023年前三季度公司实现营业总收入160.13亿元，同比-2.22%；实现归母净利润7.47亿元，同比-56.04%；2023Q3实现营收59.17亿元，同比+0.75%，环比+7.20%，实现归母净利润2.57亿元，同比-65.54%，环比-23.81%。

● 主营产品量价齐跌，公司业绩承压下滑

2023年前三季度公司实现营业总收入160.13亿元，同比-2.22%；实现归母净利润7.47亿元，同比-56.04%，业绩承压下滑。主要原因是公司主营产品量价齐跌。价格端，2023年前三季度，公司制冷剂平均售价19755.39元/吨，同比-7.52%，其中HFCs平均售价18775.63元/吨，同比-14.57%；氟化工原料平均售价2955.57元/吨，同比-41.80%；含氟聚合物材料平均售价48380.19元/吨，同比-28.89%，其中氟聚合物平均售价46965.40元/吨，同比-31.71%；石化材料平均售价7640.31元/吨，同比-7.94%；基础化工产品平均售价1793.81元/吨，同比-36.97%；食品包装材料平均售价13058.23元/吨，同比-4.88%；含氟精细化学品平均售价96980.64元/吨，同比+97.86%。销量端：公司制冷剂外销量221170.29吨，同比-7.74%，其中HFCs外销量168606.68吨，同比-6.29%；

● 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

10月24日，生态环境部部长审议并原则通过《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，三代制冷剂配额政策正式落地，2024年起三代制冷剂供给端进入“定额+逐步削减”阶段，未来制冷剂市场供需缺口将会持续扩大，预期三代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。

● 持续完善氟化工产业链布局，公司远期成长空间广阔

公司持续完善氟化工产业链布局，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

相关报告

1.上半年业绩短期承压，看好三代制冷剂景气反转 2023-08-25

2.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

3.量价齐升全年业绩高增，三代制冷

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 13.61、26.09、34.16 亿元（原 2023-2024 年分别为 15.72、27.47、35.81 亿元），同比增速为-42.8%、+91.7%、+30.9%。对应 PE 分别为 28、15、11 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	1361	2609	3416
净利润同比 (%)	114.7%	-42.8%	91.7%	30.9%
毛利率 (%)	19.1%	12.7%	17.2%	18.2%
ROE (%)	15.4%	8.4%	13.8%	15.2%
每股收益 (元)	0.88	0.50	0.97	1.27
P/E	17.63	27.83	14.52	11.09
P/B	2.71	2.34	2.00	1.69
EV/EBITDA	12.96	23.27	11.09	8.52

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7830	7653	15133	17095	营业收入	21489	20659	25032	28204
现金	2547	3554	8892	12304	营业成本	17393	18029	20735	23079
应收账款	980	999	1421	1293	营业税金及附加	87	76	97	107
其他应收款	23	19	32	26	销售费用	157	151	183	206
预付账款	77	118	114	139	管理费用	723	742	871	997
存货	1728	1699	2335	2103	财务费用	-108	-69	-102	-265
其他流动资产	2474	1264	2339	1230	资产减值损失	-150	0	0	0
非流动资产	14797	14408	13988	13584	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	1852	1852	1852	1852	投资净收益	374	403	462	535
固定资产	6517	5928	5338	4748	营业利润	2755	1465	2892	3699
无形资产	687	687	687	687	营业外收入	11	15	13	14
其他非流动资产	5740	5942	6111	6297	营业外支出	40	49	44	47
资产总计	22627	22062	29122	30679	利润总额	2725	1431	2861	3667
流动负债	4904	2879	6283	3500	所得税	329	85	258	274
短期借款	182	132	63	4	净利润	2396	1346	2603	3393
应付账款	2073	1542	2827	1918	少数股东损益	16	-15	-6	-23
其他流动负债	2649	1205	3393	1578	归属母公司净利润	2381	1361	2609	3416
非流动负债	1938	2690	3637	4486	EBITDA	3170	1580	2913	3484
长期借款	1327	1988	2889	3669	EPS (元)	0.88	0.50	0.97	1.27
其他非流动负债	611	702	748	817					
负债合计	6842	5569	9920	7986					
少数股东权益	316	301	295	272					
股本	2700	2700	2700	2700					
资本公积	4290	4290	4290	4290					
留存收益	8479	9202	11917	15431					
归属母公司股东权益	15468	16192	18907	22421					
负债和股东权益	22627	22062	29122	30679					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3317	453	3881	1935	成长能力				
净利润	2396	1346	2603	3393	营业收入	19.5%	-3.9%	21.2%	12.7%
折旧摊销	888	590	590	590	营业利润	147.3%	-46.8%	97.5%	27.9%
财务费用	-92	7	5	2	归属于母公司净利	114.7%	-42.8%	91.7%	30.9%
投资损失	-375	-403	-462	-535	获利能力				
营运资金变动	347	-1119	1119	-1542	毛利率 (%)	19.1%	12.7%	17.2%	18.2%
其他经营现金流	2202	2496	1511	4964	净利率 (%)	11.1%	6.6%	10.4%	12.1%
投资活动现金流	-3562	498	478	591	ROE (%)	15.4%	8.4%	13.8%	15.2%
资本支出	-3455	-31	-27	-28	ROIC (%)	11.4%	4.9%	9.4%	10.0%
长期投资	-153	121	35	78	偿债能力				
其他投资现金流	47	408	469	541	资产负债率 (%)	30.2%	25.2%	34.1%	26.0%
筹资活动现金流	709	-35	873	788	净负债比率 (%)	43.3%	33.8%	51.7%	35.2%
短期借款	-87	-50	-69	-59	流动比率	1.60	2.66	2.41	4.88
长期借款	1139	661	900	781	速动比率	1.13	1.87	1.94	4.09
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	3	0	0	0	总资产周转率	1.06	0.92	0.98	0.94
其他筹资现金流	-346	-646	42	67	应收账款周转率	20.50	20.87	20.69	20.78
现金净增加额	584	1007	5338	3412	应付账款周转率	9.05	9.98	9.49	9.73

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
每股收益	0.88	0.50	0.97	1.27	P/E	17.63	27.83	14.52	11.09
每股经营现金流薄)	1.23	0.17	1.44	0.72	P/B	2.71	2.34	2.00	1.69
每股净资产	5.73	6.00	7.00	8.30	EV/EBITDA	12.96	23.27	11.09	8.52

资料来源:公司公告, 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。