

2023年11月28日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元) 18.00

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/11/27)	16.10
上证指数(2023/11/27)	3031.70
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)	434.66
主要股东	巨化集团有限公司(52.70%)
每股净值(元)	5.75
股价/账面净值	2.80
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.3 0.5 -3.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.09.26	14.89	买进

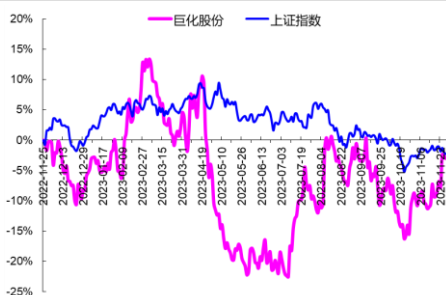
产品组合

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)

Trading Buy 区间操作

制冷剂价差增大，行业长期景气开启

事件：年末临近，受明年行业供应缩减预期较强影响，行业备货提前，多品种制冷剂价格上行。

结论与建议：2024 三代制冷剂配额申报期已经结束，制冷剂行业配额确定，在供给收缩的预期下，部分品种价格上涨，价差拉大，行业长期景气行情开启。公司作为国内制冷剂龙头企业，三代制冷剂产能领先，景气行情中将充分受益。看好公司业绩修复，目前公司估值合理，维持“区间操作”评级。

■ **制冷剂价格上行，价差拉大：**11 月下旬，制冷剂价格上行趋势开启，价差拉大。据百川盈孚，当前二代制冷剂 R22-三氯甲烷价差为 10612 元/吨 (MOM+10%, YOY+32%)，三代制冷剂 R32-二氯甲烷价差为 3012 元/吨 (MOM+21%, YOY 扭亏为盈)，R134a-三氯乙烯价差为 8407 元/吨，(MOM+30%, YOY+655%)，R125-四氯乙烯价差为 10521 元/吨，(MOM+6%, YOY-8%)。临近年末，行业看好 24 年景气行情，开启预先囤货模式。预计随着行业景气度的修复，公司业绩将走出低谷，实现持续修复。目前四代制冷剂价格昂贵且产能不足，对三代制冷剂的替代极为有限。随着冰箱、冷柜、汽车空调的保有量和维修需求的增长，我们看好二代三代制冷剂的长期景气行情。

■ **制冷剂配额方案确定，行业集中度有望进一步提升：**目前三代制冷剂的配额申报期已经结束，2024 年将正式步入配额生产时代，产业链供给格局基本稳定，行业集中度有望进一步提高。二代制冷剂自 2013 年实施配额以来，行业集中度持续提高，2023 年二代制冷剂主要品种 R22 的 CR3 达 59.93%。目前三代制冷剂主要品种 R32 的 CR3 位 46.4%，R125 的 CR3 为 38.6%，R134a 的 CR3 为 43.79%，预计后续配额持续削减，落后产能出清，行业产能和配额将向龙头持续集中。公司制冷剂产能国内领先，目前拥有二代制冷剂 R22 产能 17 万吨，产能全国第二；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。

■ **产业链配备完善，含氟聚合物保障成长：**公司具备配套的基础化工和氯碱化工产业链，一体化优势明显。且近年来，公司向下游拓展精细氟化工，提高产品价值，目前 HFP、PTFE、FEP、FKM 产能规模均居行业领先地位。含氟聚合物材料产能达 13.99 万吨，目前还有多个在建项目，包括 10 万吨聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目（二期 B 段）、6 万吨 VDC 单体技改扩建项目 1 万吨 FEP 扩建项目（二期）、15 万吨 PTT 项目等。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：**前三季度受化工品和制冷剂价格同比下降影响，公司业绩承压，因此我们维持盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年分别实现净利润 10.24/18.76/27.1 亿元，yoy-57%/+83%/+45%，折合 EPS 为 0.38/0.69/1.00 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 42/23/16 倍，估值合理，维持“区间操作”评级。

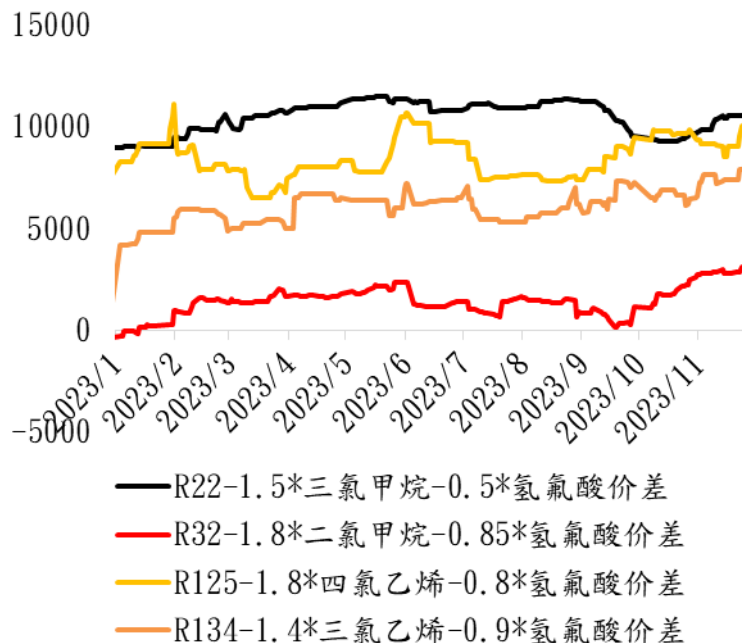
■ **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等

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	1,024	1,876	2,711
同比增减	%	1062.87%	114.66%	-56.98%	83.14%	44.53%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.41	0.88	0.38	0.69	1.00
同比增减	%	1062.87%	114.66%	-56.98%	83.14%	44.53%
A 股市盈率(P/E)	X	39.19	18.26	42.44	23.17	16.03
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.27	0.12	0.2	0.35
股息率 (Yield)	%	0.81%	1.68%	0.75%	1.24%	2.17%

【投资评等说明】

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等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

图：各品种制冷剂-原料价差（元/吨）



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	18303	22271	25771
经营成本	15443	17393	16031	18722	21002
研发费用	654	824	772	939	1087
营业税金及附加	60	87	74	90	104
销售费用	131	157	134	163	189
管理费用	687	723	554	675	781
财务费用	29	-108	-92	-111	-129
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	1202	2177	3133
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	1172	2147	3103
所得税	-2	329	142	259	375
少数股东损益	-31	16	7	12	18
归属于母公司股东权益	1109	2381	1024	1876	2711

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	2268	3090	3347
应收账款	1385	1713	2718	4427	8239
存货	1735	1728	1814	1905	2000
流动资产合计	6158	7830	8764	11513	15816
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	14824	14945	15097
资产总计	17894	22627	23589	26458	30912
流动负债合计	3553	4904	5700	5753	5827
非流动负债合计	709	1938	1073	2001	3653
负债合计	4262	6842	6773	7754	9480
少数股东权益	298	316	323	335	353
股东权益合计	13632	15784	16815	18703	21432
负债及股东权益合计	17894	22627	23589	26458	30912

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

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j@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j@。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。