

巨化股份 (600160.SH)

2023年12月06日

拟通过收购和增资扩股方式取得飞源化工 51% 股权，HFCs 制冷剂行业集中度有望进一步大幅提升
——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
金益腾（分析师）
毕挥（分析师）
李思佳（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

bihui@kysec.cn

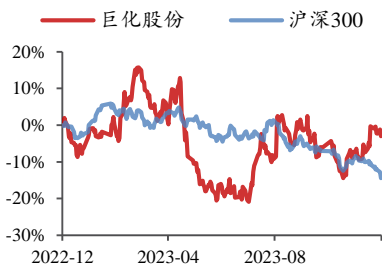
lisijia@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790523080001

证书编号：S0790123070026

日期	2023/12/5
当前股价(元)	15.76
一年最高最低(元)	19.47/13.00
总市值(亿元)	425.48
流通市值(亿元)	425.48
总股本(亿股)	27.00
流通股本(亿股)	27.00
近3个月换手率(%)	25.94

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 或为未来长期底部，行业拐点已悄然而至，建议积极关注公司长线布局机遇——公司信息更新报告》-2023.11.3

《公司季度业绩见底回升，配额政策落地临近，后市行情可期——公司信息更新报告》-2023.8.25

《HFCs 制冷剂产销保持较好水平，继续看好制冷剂行情长期趋势性上行——公司信息更新报告》-2023.4.28

● 拟通过收购和增资扩股方式取得飞源化工 51% 股权，维持“买入”评级

据公司 12 月 5 日公告，拟以现金出资方式，收购淄博飞源化工有限公司（以下简称“飞源化工”或“标的公司”）部分老股东持有标的公司约 5,469.6033 万股（占标的公司全部股权的 30.146%），同时单方面增加标的公司注册资本 7,721.8322 万，合计取得标的公司 51% 股权。本次交易金额 139,448.6 万元。其中：收购标的公司股权金额 57,819.98 万元；单方面对标的公司增资金额 81,628.62 万元（具体以公司签订的交易协议为准）。我们维持公司盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 11.89、24.90、34.46 亿元，EPS 分别为 0.44、0.92、1.28 元，当前股价对应 PE 为 35.8、17.1、12.3 倍，维持“买入”评级。

● 公司 HFCs 制冷剂可控配额有望大幅增长，风险提示凸显公司收购决心

据公司公告披露的经营数据，2020-2022 年公司 HFCs 平均外销量约为 22.6 万吨，据我们测算，飞源化工 R32、R125、R134a 三个品种 2020-2022 年平均产销量约为 5.4 万吨，三大品种合计位于行业第五。此次收购落地后公司可控配额量有望大幅增长，进一步提升行业集中度和议价能力。公司也同时披露了收购风险：（1）若飞源化工实控人邢汉银受制于协议约定不能顺利转让标的资产股权进而导致公司收购标的的股权未达到预定比例，则不排除公司提高对标的公司增资比例，直至公司取得标的公司 51% 股权；（2）标的公司盈利不及预期，出现商誉减值风险（预计将形成 5 亿元商誉）；（3）经营管理整合及协同效应不达预期的风险。

● Q4（截至 12 月 5 日）HFCs 行业拐点趋势延续，密切关注拐点的布局机会
据百川盈孚数据，2023Q4（截至 12 月 5 日）：R32 均价同比+28%、环比+18%，达自 2019Q1 以来次高点；平均价差同比大幅转正、环比+106%，为近 4 余年来新高。R134a 均价同比+12%、环比+19%，达自 2019Q2 以来次高点；平均价差同比+3,826%、环比+38%，达自 2019Q4 以来次高点。R125 均价同比-22%、环比+19%；平均价差同比-4%、环比+26%，已企稳回升。HFCs 行业拐点趋势延续。

● 风险提示：安全生产风险，政策变化风险，终端消费不振等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,986	21,489	16,856	18,710	20,641
YOY(%)	12.0	19.5	-21.6	11.0	10.3
归母净利润(百万元)	1,109	2,381	1,189	2,490	3,446
YOY(%)	1062.9	114.7	-50.1	109.5	38.4
毛利率(%)	14.1	19.1	12.4	20.0	22.9
净利率(%)	6.0	11.2	7.2	13.5	16.7
ROE(%)	7.9	15.2	7.4	13.8	16.1
EPS(摊薄/元)	0.41	0.88	0.44	0.92	1.28
P/E(倍)	38.4	17.9	35.8	17.1	12.3
P/B(倍)	3.2	2.8	2.7	2.4	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6158	7830	6228	7366	9115
现金	1539	2547	3176	3734	5851
应收票据及应收账款	1385	1713	0	0	0
其他应收款	21	23	11	27	15
预付账款	134	77	88	95	107
存货	1735	1728	1212	1768	1400
其他流动资产	1345	1742	1741	1743	1742
非流动资产	11737	14797	12876	13810	14646
长期投资	1429	1852	2661	3471	4281
固定资产	6364	6517	5058	5682	6110
无形资产	711	687	690	668	637
其他非流动资产	3232	5740	4466	3990	3618
资产总计	17894	22627	19104	21177	23761
流动负债	3553	4904	1237	1455	1266
短期借款	269	182	182	182	182
应付票据及应付账款	2505	3666	0	0	0
其他流动负债	779	1056	1055	1274	1084
非流动负债	709	1938	1601	1338	1073
长期借款	188	1327	989	727	462
其他非流动负债	521	611	611	611	611
负债合计	4262	6842	2838	2794	2339
少数股东权益	298	316	338	380	391
股本	2700	2700	2700	2700	2700
资本公积	4286	4290	4290	4290	4290
留存收益	6325	8355	8409	8151	9292
归属母公司股东权益	13334	15468	15928	18003	21031
负债和股东权益	17894	22627	19104	21177	23761

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1247	3317	-206	2415	3976
净利润	1078	2396	1211	2532	3457
折旧摊销	858	874	701	771	908
财务费用	29	-108	-64	-135	-169
投资损失	-388	-374	-406	-390	-398
营运资金变动	-688	328	-1648	-363	179
其他经营现金流	358	201	0	0	0
投资活动现金流	-1092	-3562	1626	-1315	-1345
资本支出	1702	3488	-2029	895	934
长期投资	-218	-153	-810	-810	-810
其他投资现金流	828	80	406	390	398
筹资活动现金流	-410	709	-792	-542	-514
短期借款	-348	-87	0	0	0
长期借款	184	1139	-338	-262	-265
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	14	3	0	0	0
其他筹资现金流	-260	-346	-454	-280	-248
现金净增加额	-285	584	628	558	2117

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17986	21489	16856	18710	20641
营业成本	15443	17393	14766	14968	15914
营业税金及附加	60	87	68	76	84
营业费用	131	157	84	94	103
管理费用	687	723	506	596	636
研发费用	654	824	578	680	729
财务费用	29	-108	-64	-135	-169
资产减值损失	-312	-150	0	0	0
其他收益	88	108	98	103	100
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资净收益	388	374	406	390	398
资产处置收益	-1	6	0	0	0
营业利润	1114	2755	1422	2926	3843
营业外收入	19	11	11	11	11
营业外支出	57	40	44	45	44
利润总额	1076	2725	1389	2892	3810
所得税	-2	329	178	360	353
净利润	1078	2396	1211	2532	3457
少数股东损益	-31	16	22	41	11
归属母公司净利润	1109	2381	1189	2490	3446
EBITDA	1916	3621	2055	3601	4607
EPS(元)	0.41	0.88	0.44	0.92	1.28

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	12.0	19.5	-21.6	11.0	10.3
营业利润(%)	625.7	147.3	-48.4	105.8	31.4
归属于母公司净利润(%)	1062.9	114.7	-50.1	109.5	38.4
获利能力					
毛利率(%)	14.1	19.1	12.4	20.0	22.9
净利率(%)	6.0	11.2	7.2	13.5	16.7
ROE(%)	7.9	15.2	7.4	13.8	16.1
ROIC(%)	10.0	19.3	10.4	20.9	28.7
偿债能力					
资产负债率(%)	23.8	30.2	14.9	13.2	9.8
净负债比率(%)	-5.3	-3.6	-8.2	-11.7	-21.2
流动比率	1.7	1.6	5.0	5.1	7.2
速动比率	1.1	1.1	3.6	3.5	5.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	21.3	20.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	11.1	9.1	14.2	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.88	0.44	0.92	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	1.23	-0.08	0.89	1.47
每股净资产(最新摊薄)	4.94	5.73	5.90	6.67	7.79
估值比率					
P/E	38.4	17.9	35.8	17.1	12.3
P/B	3.2	2.8	2.7	2.4	2.0
EV/EBITDA	21.7	11.6	20.0	11.2	8.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn