

2024年01月30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(2024/1/29)	15.89
上证指数(2024/1/29)	2883.36
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)	428.99
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	2.77
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-3.6 6.6 -2.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.11.28	16.10	区间操作
2023.12.5	15.76	区间操作

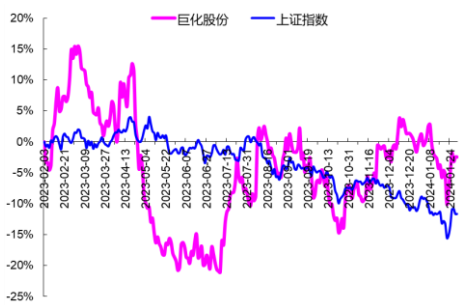
产品组合

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	5.1%
一般法人	54.8%

股价相对大盘走势



巨化股份(600160.SH)

Trading Buy 区间操作

制冷剂景气行情开启，龙头有望充分受益

事件：公司发布2023年业绩预告，全年预计实现归母净利润9至10.6亿元，yoy-55.0%至-62%，业绩符合预期。Q4单季预计实现归母净利润1.53至3.13亿元，yoy-77.53%至-54.06%，qoq-40.37%至+21.90%。

结论与建议：2023年受主营产品价格下滑影响，虽然公司以量补价，但盈利水平同比降幅明显。生态环境部发布2024年制冷剂配额，公司生产配额国内第一，加之收购飞源化工，三代制冷剂产能得到提高，氟化工产业链完备，行业龙头地位稳固。当前制冷剂价格上涨，价差拉大，行业长期景气行情开启。看好公司业绩修复，目前公司估值合理，维持“区间操作”评级。

■ **量增价减，业绩同比下滑：**2023年公司主营产品价格下滑较为明显，其中制冷剂和食品包装材料量价齐跌，虽然部分板块量增价减，但整体业绩同比下滑幅度较大。分板块看，2023年公司制冷剂板块产品均价2.02万元/吨(yoy-2%)，销量28.79万吨(yoy-13%)，板块营收58.07亿元(yoy-15%)。基础化工材料均价1811元/吨(yoy-34%)，销量159.36万吨(yoy+7%)，板块营收28.87亿元(yoy-29%)。石化材料板块产品均价7711元/吨(yoy-5%)，销量35.84万吨(yoy+72%)，板块营收27.64亿元(yoy+64%)。食品包装材料板块产品均价1.28万元/吨(yoy-12%)，销量达8.54万吨(yoy-16%)，板块营收10.96亿元(yoy-26%)。氟化工原料板块产品均价为2886元/吨(yoy-40%)，销量36.4万吨(yoy+33%)，板块营收10.50亿元(yoy-20%)。含氟聚合物和含氟精细化学品板块总营收22.04亿元(yoy-10%)。原料端涨跌互现，萤石、无烟煤等矿物资源价格同比涨幅较大，但工业盐、电石等价格下行。Q4来看，制冷剂、含氟精细化学品、石化材料、基础化工产品均价环比上涨，但原料吨萤石、工业盐等价格上涨，预计公司盈利水平维持稳定。

■ **制冷剂景气行情开启，价差扩大：**2024年三代制冷剂价格快速上涨，价差拉大。据百川盈孚，2024年1月R32均价1.95万元/吨，(较2023Q4+14%)，R125均价3.07万元/吨(较2023Q4+15%)，R134a均价2.91万元/吨(较2023Q4+8%)，R410a均价2.50万元/吨(较2023Q4+17%)。R32-二氯甲烷价差为5967元/吨(较2023Q4+115%)，R125-四氯乙烯价差为15163元/吨(较2023Q4+50%)，R134a-三氯乙烯价差为13012元/吨(较2023Q4+59%)，R410a-R125-R32价差194元/吨(较2023Q4扭亏)。制冷剂价差增大将增厚公司利润，当前公司制冷剂产能国内领先，有望充分受益于景气行情。

■ **配额确定，供需格局优化：**2024年1月11日，生态环境部正式发放国内二代制冷剂以及三代制冷剂2024年的配额。此次国内三代制冷剂生产配额74.6万吨，其中R32、R125、R134a、R143a的生产配额达66.6万吨，占比总计为89%。四大制冷剂品种CR3均在70%以上，后续随着配额的持续削减，落后产能退出，预计供需格局将持续优化，产能集中度进一步提高。公司2023年12月公告收购飞源化工51%的股权，进一步巩固行业龙头地位。加上飞源化工生产配额后，公司三代制冷剂生产配额达25.4万吨，市占率34%，国内第一，其中R32配额9.59万吨，占国内配额的40%，R125配额5.73万吨，占国内配额的35%，R134a配额2.07万吨，占国内配额的32%，R143a配额1.16万吨，占国内配额的45%。我们看好制冷剂步入长期景气行情，公司作为行业龙头，业绩确定性强。

■ **盈利预测：**我们维持盈利预测，预计公司2023/2024/2025年分别实现归母净利润10.24/22.8/33.8亿元，yoy-57%/+123%/+48%，目前A股股价对应的PE为42/19/13倍，24年估值合理，维持“区间操作”评级。

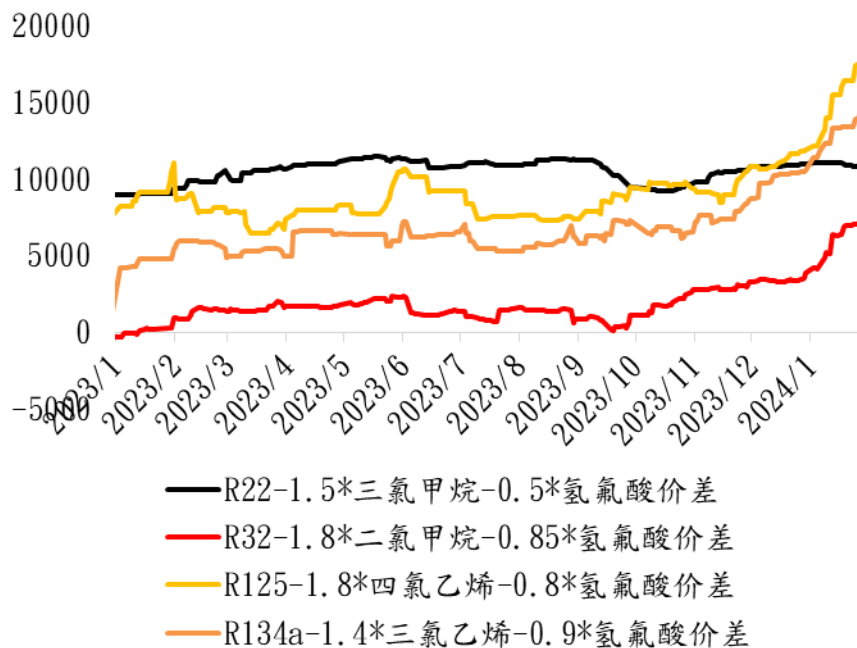
■ **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等

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	2,282	3,380
同比增减	%	1062.87%	114.66%	-56.98%	122.78%	48.12%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.41	0.88	0.38	0.85	1.25
同比增减	%	1062.87%	114.66%	-56.98%	122.78%	48.12%
A 股市盈率(P/E)	X	38.36	17.87	41.54	18.65	12.59
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.27	0.12	0.2	0.35
股息率 (Yield)	%	0.82%	1.71%	0.76%	1.27%	2.22%

【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	24759	32125
经营成本	15443	17393	16031	20549	26089
研发费用	654	824	772	1044	1355
营业税金及附加	60	87	74	100	130
销售费用	131	157	134	181	235
管理费用	687	723	554	750	973
财务费用	29	-108	-92	-124	-161
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	2642	3899
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	2612	3869
所得税	-2	329	142	315	467
少数股东损益	-31	16	7	15	22
归属于母公司股东权益	1109	2381	1024	2282	3380

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	1592	2572
负债合计	4262	6842	6773	7346	8399
少数股东权益	298	316	323	338	360
股东权益合计	13632	15784	16815	19112	22514
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。