

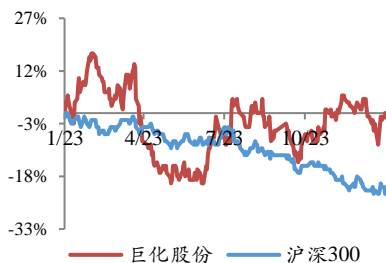
短期价格下行业绩承压，长期制冷剂景气有望反转

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-01-30

收盘价(元)	16.07
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)	434
流通市值(亿元)	434

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

相关报告

1. 配额政策正式落地，看好三代制冷剂景气反转 2023-10-27

2. 上半年业绩短期承压，看好三代制冷剂景气反转 2023-08-25

3. 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

主要观点：

● 事件描述

1月29日晚间，巨化股份发布2023年度业绩预告。2023年公司预计实现归母净利润9.0-10.6亿元，同比-62%到-55%；2023Q4预计实现归母净利润1.53-3.13亿元，同比-78%到-54%，环比-40%到+22%。

● 主营产品价格下行，公司业绩承压下滑

2023年公司预计实现归母净利润9.0-10.6亿元，同比-62%到-55%，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年公司制冷剂平均售价2.02万元/吨，同比-2.4%，其中HFCs平均售价1.92万元/吨，同比-9.5%；氟化工原料平均售价0.29万元/吨，同比-40.0%；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4.67万元/吨，同比-29.8%；石化材料平均售价0.77万元/吨，同比-4.6%；基础化工产品平均售价0.18万元/吨，同比-34.1%；食品包装材料平均售价1.28万元/吨，同比-12.4%。销量端：公司制冷剂外销量28.8万吨，同比-13.0%，其中HFCs外销量22.6万吨，同比-11.8%。

● 2024年HFCs配额落地，制冷剂进入价格上行周期

1月11日，生态环境部印发《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》，2024年HFCs配额正式落地，制冷剂价格进入上行周期。据百川盈孚数据，截至2024年1月29日，主流三代制冷剂R32、R125、R134a市场均价较2023年年底分别提升17.6%、20.0%、12.7%至2.0、3.3、3.1万元/吨，价差较2023年年底分别提升76.5%、47.5%、40.3%至0.77、1.79、1.56万元/吨，随着制冷剂销售旺季的到来，预计三代制冷剂价格价差有望进一步增长。

● HFCs配额位居行业首位，有望充分受益制冷剂景气周期

根据生态环境部2024年HFCs配额核发数量公示情况来看，公司HFCs生产配额总量为22.44万吨，行业占比30.1%。分品种来看，R32、R134a、R125、R143a生产配额分别为8.35、6.06、5.01、2.07万吨，占比分别为34.8%、28.1%、30.2%、45.4%，均位居行业首位。2024年1月22日，公司公告，以13.94亿元价格收购飞源化工51%股权并完成股权变更登记。飞源化工HFCs配额总量为5.44万吨，行业占比7.3%，其中R32、R134a、R125生产配额数量分别为2.43、1.59、1.41万吨，占比分别为10.2%、7.4%、8.5%。现公司HFCs生产配额合计达到27.88万吨，行业占比37.4%，R32、R134a、R125、R143a生产配额占比将合计达到45%、35.5%、38.7%、45.4%，HFCs配额位居行业首位，有望成为制冷剂行业价格风向标，未来将充分受益制冷

剂景气周期。

● **持续完善氟化工产业链布局，推进公司产业高端化**

为了推进公司产业高端化，促进产品结构向高性能氟化工新材料优化升级，公司拟投资 21.9 亿元建设四大项目。其中，10000t/a 高品质可熔氟树脂及配套项目总投资 9.11 亿元，计划 2025 年四季度前全部建成投产，项目预计新增年均净利润为 1.78 亿元/年；44kt/a 高端含氟聚合物项目 A 段 40kt/a TFE 项目总投资 5.85 亿元，计划 2025 年二季度建成投产，项目预计新增年均净利润为 0.51 亿元/年；500 吨/年全氟磺酸树脂项目一期 250 吨/年项目总投资 3.27 亿元，计划 2025 年 6 月完成项目试车，项目预计新增年均净利润为 0.54 亿元/年；20kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目总投资 3.67 亿元，计划 2025 年二季度投产试车，项目预计新增年均净利润为 0.88 亿元/年。

● **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氟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 2023-2025 年归母净利润分别为 10.25、26.15、32.00 亿元（原 2023-2025 年分别为 13.61、26.09、34.16 亿元），同比增速为 -57.0%、+155.3%、+22.3%。对应 PE 分别为 42、17、14 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 宏观政策风险；
- (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；

● **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	1025	2615	3200
净利润同比 (%)	114.7%	-57.0%	155.3%	22.3%
毛利率 (%)	19.1%	11.6%	17.7%	18.8%
ROE (%)	15.4%	6.5%	14.2%	14.8%
每股收益 (元)	0.88	0.38	0.97	1.19
P/E	17.63	42.35	16.59	13.56
P/B	2.71	2.74	2.35	2.00
EV/EBITDA	12.96	23.85	11.94	9.70

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	5835	7294	9119	营业收入	21489	20659	25032	28204
现金	2547	758	1343	2564	营业成本	17393	18269	20589	22912
应收账款	980	1022	1259	1389	营业税金及附加	87	75	93	105
其他应收款	23	23	27	31	销售费用	157	151	183	206
预付账款	77	122	129	140	管理费用	723	731	883	989
存货	1728	1808	2086	2295	财务费用	-108	-29	26	10
其他流动资产	2474	2102	2451	2700	资产减值损失	-150	-49	-48	-38
非流动资产	14797	16849	18875	20907	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	1852	2171	2520	2872	投资净收益	374	351	448	494
固定资产	6517	6831	7094	7419	营业利润	2755	1146	2876	3562
无形资产	687	665	643	620	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	5740	7182	8618	9996	营业外支出	40	0	0	0
资产总计	22627	22684	26169	30025	利润总额	2725	1146	2876	3562
流动负债	4904	4507	5333	5946	所得税	329	117	261	354
短期借款	182	202	222	242	净利润	2396	1030	2615	3208
应付账款	2073	1992	2334	2586	少数股东损益	16	5	0	9
其他流动负债	2649	2313	2778	3118	归属母公司净利润	2381	1025	2615	3200
非流动负债	1938	2048	2071	2086	EBITDA	3170	1869	3690	4416
长期借款	1327	1347	1367	1387	EPS (元)	0.88	0.38	0.97	1.19
其他非流动负债	611	701	704	699					
负债合计	6842	6555	7404	8032					
少数股东权益	316	321	321	330					
股本	2700	2700	2700	2700					
资本公积	4290	4290	4290	4290					
留存收益	8479	8819	11454	14673					
归属母公司股东权益	15468	15808	18444	21663					
负债和股东权益	22627	22684	26169	30025					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3317	1150	2989	3641
净利润	2396	1030	2615	3208
折旧摊销	888	751	788	843
财务费用	-92	48	49	51
投资损失	-375	-351	-448	-494
营运资金变动	347	-364	-58	0
其他经营现金流	2202	1429	2718	3241
投资活动现金流	-3562	-2498	-2419	-2423
资本支出	-3455	-2374	-2508	-2556
长期投资	-153	-329	-359	-361
其他投资现金流	47	206	448	494
筹资活动现金流	709	-459	-6	-16
短期借款	-87	20	20	20
长期借款	1139	20	20	20
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他筹资现金流	-346	-499	-46	-56
现金净增加额	584	-1789	584	1222

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	19.5%	-3.9%	21.2%	12.7%
营业利润	147.3%	-58.4%	150.9%	23.9%
归属于母公司净利	114.7%	-57.0%	155.3%	22.3%
获利能力				
毛利率 (%)	19.1%	11.6%	17.7%	18.8%
净利率 (%)	11.1%	5.0%	10.4%	11.3%
ROE (%)	15.4%	6.5%	14.2%	14.8%
ROIC (%)	11.4%	5.6%	12.7%	13.4%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.2%	28.9%	28.3%	26.8%
净负债比率 (%)	43.3%	40.6%	39.5%	36.5%
流动比率	1.60	1.29	1.37	1.53
速动比率	1.13	0.76	0.86	1.04
营运能力				
总资产周转率	1.06	0.91	1.02	1.00
应收账款周转率	20.50	20.63	21.95	21.31
应付账款周转率	9.05	8.99	9.52	9.31
每股指标 (元)				
每股收益	0.88	0.38	0.97	1.19
每股经营现金流薄)	1.23	0.43	1.11	1.35
每股净资产	5.73	5.86	6.83	8.02
估值比率				
P/E	17.63	42.35	16.59	13.56
P/B	2.71	2.74	2.35	2.00
EV/EBITDA	12.96	23.85	11.94	9.70

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。