

巨化股份 (600160.SH)

公司快报

2023年业绩承压，2024年迎接制冷剂景气反转

投资要点

- ◆ **事件：** 巨化股份发布 2023 年业绩预告，预计 2023 年归母净利润 9.00-10.60 亿元，同比增长-55%~-62%；扣非归母净利润 7.78-9.38 亿元，同比增长-60%~-67%。2023 年 4Q 单季度预计归母净利润 1.53~3.13 亿元，同比增长-78%~-54%，环比增长-40%~22%。
- ◆ **产品价格下行，业绩承压。** 2023 年公司主要产品市场供给冲击加大需求疲弱，供大于求矛盾突出，产品价格同比跌幅较大，导致产品毛利率下降、净利润大幅下降。制冷剂 2023 年收入 58.07 亿元同比增长-15.05%，外销 28.79 万吨同比增长-13.00%，均价 20170 元/吨同比增长-2.36%季度环比增长 10.88%；含氟聚合物 2023 年收入 20.64 亿元同比增长-13.28%，外销 4.42 万吨同比增长 23.48%，均价 46721 元/吨同比增长-29.77%季度环比增长-1.13%；含氟精细化工品 2023 年收入 1.39 亿元同比增长 136.99%，外销 1424 吨同比增长 13.94%，因高附加值产品投放推升平均价格大幅上涨 2023 年均价 97940 元/吨同比增长 108.00%季度环比增长 12.61%；氟化工原料 2023 年收入 10.50 亿元同比增长-20.47%，外销 36.38 万吨同比增长 32.60%，均价 2886 元/吨同比增长-40.03%季度环比增长-0.32%；基础化工产品 2023 年收入 28.87 亿元同比增长-29.24%，外销 159.36 万吨同比增长 7.45%，均价 1811 元/吨同比增长-34.14%季度环比增长 9.48%；石化材料 2023 年收入 27.64 亿元同比增长 64.03%，外销 35.84 万吨同比增长 71.91%，均价 7712 元/吨同比增长-4.59%季度环比增长 3.24%；食品包装材料 2023 年收入 10.96 亿元同比增长-26.20%，外销 8.54 万吨同比增长-15.75%，均价 12835 元/吨同比增长-12.41%季度环比增长-2.48%。
- ◆ **三代制冷剂配额确定，开启景气反转价格上行。** 三代制冷剂 2024 年开启配额管理，根据环境部配额公示，总量上看三代制冷剂（不含 R23）生产配额 74.6 万吨内用生产配额 34.0 万吨内用占比 46%，巨化股份（含淄博飞源）/三美股份/昊华科技（中化蓝天）/东岳集团/永和股份/东阳光生产配额分别为 28.1/11.7/10.2/7.6/5.5/4.8 万吨，各企业配额占比分别为 38%/16%/14%/10%/7%/6%，CR3 为 68%。其中，主要品种 R32/R125/R134a/R143a/R152a/R227ea 的生产配额分别为 24.0/16.6/21.6/4.6/3.3/3.1 万吨，对应品种 CR3 分别为 77%/75%/87%/91%/82%/74%，各品种集中度较高。巨化股份为三代制冷剂龙头企业，合并淄博飞源以全口径数据计算，公司三代制冷剂总配额 28.1 万吨，行业占比 38%居行业首位；分品种看，R32/R125/R134a/R143a/R227ea 生产配额分别为 10.8/6.4/7.7/2.1/1.2 万吨，行业占比分别为 45%/39%/35%/45%/37%，均居行业首位。百川盈孚显示 1 月 25 日 R32 均价 20000 元/吨较上周持平，较上月上涨

基础化工 | 氟化工 III

投资评级

增持-B(维持)

股价(2024-01-31)

15.95 元

交易数据

总市值(百万元)	43,060.95
流通市值(百万元)	43,060.95
总股本(百万股)	2,699.75
流通股本(百万股)	2,699.75
12个月价格区间	18.79/13.21

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.01	15.28	20.74
绝对收益	-3.27	5.28	-1.91

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号：S0910523100001
 luohongyong@huajinsec.com

相关报告

- 巨化股份：拟收购飞源化工股权，提升三代制冷剂竞争力-华金证券-化工-公司快报-巨化股份 2023.12.6
- 巨化股份：产品价格下行业绩承压，静待制冷剂景气反转-公司快报-巨化股份半年报点评 2023.8.30



19.4%，较年初上涨 15.94%；R125 均价 33000 元/吨，较上周上涨 3.13%，较上月上涨 20%，较年初上涨 18.92%；R134a 均价 30000 元/吨，较上周上涨 1.69%，较上月上涨 9.09%，较年初上涨 7.14%。三代制冷剂行业景气反转，巨化股份受益显著。

◆ **投资建议：**2024 年三代制冷剂正式进入配额期，供给约束景气反转，产品价格价差底部反弹明显，巨化股份作为制冷剂龙头业绩弹性可期，高附加值产品不断拓展也将提高公司盈利能力带来持续成长。由于产品价格变动较大，我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年收入分别为 194.75/233.48/254.59 亿元（前次 204.63/233.48/254.59 亿元），同比增长-9.4%/19.9%/9.0%，归母净利润分别为 9.98/ 26.51/35.02 亿元（前次 11.74/26.43/35.14 亿元），同比增长-58.1%/165.7%/32.1%，对应 PE 分别为 43.2x /16.2x /12.3x；维持“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**价格上涨不及预期；四代制冷剂替代速度超预期；下游需求不及预期；原材料大幅波动；项目建设不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,986	21,489	19,475	23,348	25,459
YoY(%)	12.0	19.5	-9.4	19.9	9.0
净利润(百万元)	1,109	2,381	998	2,651	3,502
YoY(%)	1062.9	114.7	-58.1	165.7	32.1
毛利率(%)	14.1	19.1	13.7	21.7	23.5
EPS(摊薄/元)	0.41	0.88	0.37	0.98	1.30
ROE(%)	7.9	15.2	6.3	14.7	16.4
P/E(倍)	38.8	18.1	43.2	16.2	12.3
P/B(倍)	3.2	2.8	2.7	2.4	2.0
净利率(%)	6.2	11.1	5.1	11.4	13.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6158	7830	6528	9345	8475	营业收入	17986	21489	19475	23348	25459
现金	1539	2547	1942	3164	3324	营业成本	15443	17393	16811	18292	19477
应收票据及应收账款	1385	1713	1095	2271	1399	营业税金及附加	60	87	72	84	92
预付账款	134	77	114	115	135	营业费用	131	157	357	370	310
存货	1735	1728	1619	2022	1854	管理费用	687	723	683	852	878
其他流动资产	1366	1765	1759	1773	1763	研发费用	654	824	658	800	909
非流动资产	11737	14797	15998	19052	20583	财务费用	29	-108	-21	-28	-35
长期投资	1429	1852	2661	3384	4106	资产减值损失	-342	-150	-162	-210	-275
固定资产	6364	6517	7475	9060	9818	公允价值变动收益	0	4	3	4	4
无形资产	711	687	697	675	645	投资净收益	388	374	430	331	328
其他非流动资产	3232	5740	5165	5933	6014	营业利润	1114	2755	1185	3103	3885
资产总计	17894	22627	22526	28397	29058	营业外收入	19	11	19	20	25
流动负债	3553	4904	4468	7847	5404	营业外支出	57	40	40	45	40
短期借款	269	182	182	182	182	利润总额	1076	2725	1164	3078	3870
应付票据及应付账款	2505	3666	3058	6088	3651	所得税	-2	329	148	383	358
其他流动负债	779	1056	1228	1577	1571	税后利润	1078	2396	1016	2695	3512
非流动负债	709	1938	1986	2202	2236	少数股东损益	-31	16	18	44	10
长期借款	188	1327	1375	1591	1625	归属母公司净利润	1109	2381	998	2651	3502
其他非流动负债	521	611	611	611	611	EBITDA	1916	3621	1941	4070	5078
负债合计	4262	6842	6455	10049	7640	主要财务比率					
少数股东权益	298	316	334	378	388	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	2700	2700	2700	2700	2700	成长能力					
资本公积	4286	4290	4290	4290	4290	营业收入(%)	12.0	19.5	-9.4	19.9	9.0
留存收益	6325	8355	8400	8125	9284	营业利润(%)	625.7	147.3	-57.0	161.7	25.2
归属母公司股东权益	13334	15468	15737	17970	21030	归属于母公司净利润(%)	1062.9	114.7	-58.1	165.7	32.1
负债和股东权益	17894	22627	22526	28397	29058	获利能力					
						毛利率(%)	14.1	19.1	13.7	21.7	23.5
						净利率(%)	6.2	11.1	5.1	11.4	13.8
						ROE(%)	7.9	15.2	6.3	14.7	16.4
						ROIC(%)	7.4	13.7	5.5	12.9	14.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	23.8	30.2	28.7	35.4	26.3
						流动比率	1.7	1.6	1.5	1.2	1.6
						速动比率	1.0	1.0	0.8	0.7	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	1.1	1.1	0.9	0.9	0.9
						应收账款周转率	16.6	13.9	13.9	13.9	13.9
						应付账款周转率	8.1	5.6	5.0	4.0	4.0
						估值比率					
						P/E	38.8	18.1	43.2	16.2	12.3
						P/B	3.2	2.8	2.7	2.4	2.0
						EV/EBITDA	22.1	11.8	22.4	10.5	8.4

现金流量表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1247	3317	1322	4984	2844
净利润	1078	2396	1016	2695	3512
折旧摊销	858	874	789	1009	1241
财务费用	29	-108	-21	-28	-35
投资损失	-388	-374	-430	-331	-328
营运资金变动	-688	328	-28	1643	-1542
其他经营现金流	358	201	-3	-4	-4
投资活动现金流	-1092	-3562	-1557	-3727	-2441
筹资活动现金流	-410	709	-370	-35	-243
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.88	0.37	0.98	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	1.23	0.49	1.85	1.05
每股净资产(最新摊薄)	4.94	5.73	5.83	6.66	7.79

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn