

2024年03月15日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

25

公司基本资讯

产业别	化工		
A 股价(2024/3/14)	19.21		
上证指数(2024/3/14)	3038.23		
股价 12 个月高/低	21.35/12.76		
总发行股数(百万)	2699.75		
A 股数(百万)	2699.75		
A 市值(亿元)	518.62		
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	3.34		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	6.8	14.8	10.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.12.5	15.76	区间操作
2024.1.30	15.89	区间操作

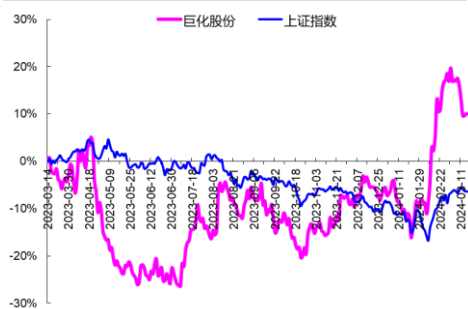
产品组合

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)

Buy 买进

供需改善，制冷剂价差拉大

事件: 1. 传统旺季将近，空调排产同比大增，制冷剂价格上行，价差进一步增大。

2. 2024年3月至8月，国家矿山安全监察局将在全国范围内开展萤石矿山安全生产专项整治。要在多个省市对萤石矿山进行强化源头治理，强力推动萤石矿山安全生产秩序稳定向好。

结论与建议: 2024年制冷剂价格迈入涨价周期，配额削减背景下，供给端将持续趋紧，行业长期景气行情开启。公司是国内氟化工龙头企业，制冷剂生产配额国内第一，氟化工产业链完备，行业龙头地位稳固。看好公司业绩修复，目前公司估值合理，给予“买进”评级。

■ **制冷剂产能配额持续削减，行业景气格局开启:** 为保护臭氧层，降低温室效应影响，全球根据《蒙特利尔议定书》和《基加利修正案》逐步削减含氟制冷剂的产量和使用量。其中二代制冷剂在发达国家已近完全淘汰，发展中国家也已经步入加速削减期，到2020年已削减35%的产量，到2025年需削减67.5%的产量，2030年后将仅保持2.5%的产量。当前主流使用的三代含氟制冷剂也已步入削减时间，主要发达国家2024年计划削减40%的产量，到2029年累计削减70%，以我国为代表的发展中国家(第一组)在2024年对三代制冷剂进行生产和使用总量的冻结(不超基线年2020-2022年的均值)，到2029年累计削减10%，到2035年累计削减30%。目前四代制冷剂的生产和使用均未成熟，对三代和二代制冷剂的替代性不够，因此我们认为全球含氟制冷剂配额将长期且持续收紧，制冷剂行业有望步入长期景气格局。

■ **公司三代制冷剂配额领先，业绩增长有保障:** 国内制冷剂生产由生态环境部按品种发放配额给各企业，因此在2020至2022年，制冷剂厂家为了争夺配额，不惜亏本扩产，制冷剂行业盈利水平处于底部。当前配额已经冻结，2024年1月11日，生态环境部正式发放国内制冷剂2024年的配额。2024年国内三代制冷剂生产配额共74.6万吨，其中四大制冷剂品种R32、R125、R134a、R143a的生产配额达66.6万吨，占比达89%。每个品种的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。公司三代制冷剂总生产配额达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，业绩增长确定性强，且随着行业集中度的提升，预计几个主要生产企业的定价权将进一步提高。

■ **旺季将近，涨价行情开启:** 下游空调排产大增，拉动制冷剂需求，据奥维云网数据，国内3月家用空调总排产2032万台，yoy+21.6%。下游需求拉动，叠加传统旺季临近，制冷剂价格提高，主要原料价格基本维持，公司产品与原料之间的价格差持续扩大，利润快速增厚。三月中旬二代主流制冷剂R22均价2.2万元/吨(YOY+10%, MOM+10%)，三代主流制冷剂R32均价2.5万元/吨(YOY+72%, MOM+22%)，R125均价4.35万元/吨(YOY+71%, MOM+21%)，R134a均价3.2万元/吨(YOY+32%, MOM+3%)。各品种制冷剂与主要原料的价格差实现翻倍增长，其中三代主流制冷剂R32与原料(三氯甲烷和氢氟酸)之间的价格差目前已经从去年同期的1400元/吨上涨至8075元/吨，同比增长783%，利润实现大幅增厚。公司作为国内三代制冷剂生产配额的龙头企业，将充分受益于这一景气行情。

■ **原料支撑，看好氟化工产业链景气行情:** 据氟务在线，2024年3月至8月，国家矿山安全监察局决定在全国范围内开展萤石矿山安全生产专项

整治活动。安监趋严预期下，制冷剂原料萤石供给趋紧，氟化工全产业链供需格局有望持续优化。当前萤石 97 湿粉均价为 3330 元/吨（YOY+16%, MOM+2%），预计将长期维持中高位水平。我们预计主要原料的价格高位有望支撑全产业链价格上行，看好氟化工全产业链的景气行情。

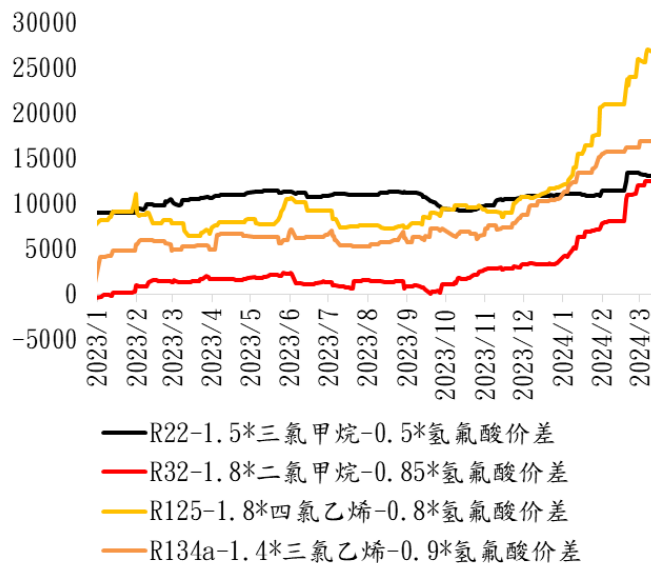
- **盈利预测：**考虑到产品价格上涨幅度较大，我们上修盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年分别实现归母净利润 10.24/27.01/36.6 亿元，yoy-57%/+164%/+35%，目前 A 股股价对应的 PE 为 51/19/14 倍，24 年估值合理，给予“买进”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等

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	2,701	3,657
同比增减	%	1062.87%	114.66%	-57.00%	163.83%	35.40%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.41	0.88	0.38	1.00	1.35
同比增减	%	1062.87%	114.66%	-57.00%	163.83%	35.40%
A 股市盈率 (P/E)	X	46.76	21.78	50.67	19.20	14.18
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.27	0.12	0.3	0.35
股息率 (Yield)	%	0.68%	1.41%	0.62%	1.56%	1.82%

【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-主要原料成本差（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	19349	27339	32232
经营成本	15443	17393	17029	22481	25907
研发费用	654	824	816	1153	1359
营业税金及附加	60	87	78	111	131
销售费用	131	157	142	200	236
管理费用	687	723	586	828	976
财务费用	29	-108	-97	-137	-161
资产减值损失	312	150	101	104	107
投资收益	388	374	386	397	409
营业利润	1114	2755	1201	3121	4216
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	3092	4186
所得税	-2	329	141	373	505
少数股东损益	-31	16	7	18	24
归属于母公司股东权益	1109	2381	1024	2701	3657

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	3015	3998
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	11438	16466
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	26383	31563
流动负债合计	3553	4904	5700	5753	5827
非流动负债合计	709	1938	1074	1097	2522
负债合计	4262	6842	6774	6850	8350
少数股东权益	298	316	323	340	364
股东权益合计	13632	15784	16815	19533	23214
负债及股东权益合计	17894	22627	23589	26383	31563

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	5025	6030
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	747	983

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①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②。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。