

分析师: 顾敏豪
登记编码: S0730512100001
gumh00@ccnew.com 021-50586308

产品跌价压制 2023 年盈利, 制冷剂 景气上行提振未来业绩

——巨化股份(600160)年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

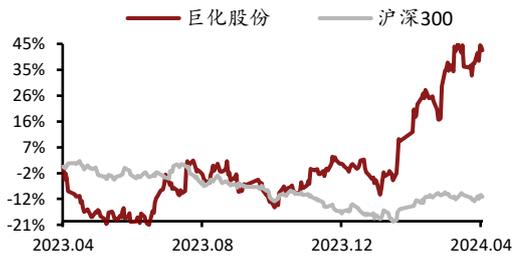
市场数据(2024-04-19)

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 23.28 |
| 一年内最高/最低(元) | 23.66/13.10 |
| 沪深 300 指数 | 3,541.66 |
| 市净率(倍) | 3.91 |
| 流通市值(亿元) | 628.50 |

基础数据(2023-12-31)

| | |
|--------------|-----------------------|
| 每股净资产(元) | 5.95 |
| 每股经营现金流(元) | 0.81 |
| 毛利率(%) | 13.22 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 5.87 |
| 资产负债率(%) | 29.97 |
| 总股本/流通股(万股) | 269,974.61/269,974.61 |
| B 股/H 股(万股) | 0.00/0.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《巨化股份(600160)中报点评: 产品价格下跌导致业绩承压, 未来制冷剂景气有望上行》2023-08-28

《巨化股份(600160)年报点评: 22 年业绩大幅增长, 未来有望受益制冷剂景气》2023-04-27

《巨化股份(600160)公司点评报告: 制冷剂景气有望触底, 收购浙石化股权将增厚公司业绩》2021-01-25

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 04 月 22 日

投资要点: 公司公布 2023 年年度报告, 2023 年公司实现营业收入 206.55 亿元, 同比下滑 3.88%, 实现归属于上市公司股东的净利润 9.44 亿元, 同比下滑 60.37%, 扣非后的净利润 8.26 亿元, 同比下滑 64.60%, 基本每股收益 0.35 元。公司同时公布了 23 年度利润分配预案, 拟全体股东每 10 股派发现金红利 1.1 元。

- 主营产品价格下跌拖累业绩, 公司销量总体保持增长态势。2023 年, 受市场需求疲软, 行业供给增加, 市场竞争激烈等因素影响, 公司制冷剂、含氟聚合物、氟化工原料等主营产品价格同比出现较大幅度下跌, 盈利能力亦普遍下降, 导致了业绩的下滑。根据公司年报, 2023 年公司氟化工原料销量 36.38 万吨, 同比增长 32.60%; 制冷剂销量 29.49 万吨, 同比下滑 10.87%; 含氟聚合物材料销量 4.42 万吨, 同比增长 23.48%; 食品包装材料销量 8.54 万吨, 同比下滑 15.75%; 石化材料销量 35.84 万吨, 同比增长 71.91%; 基础化工产品销量 159.36 万吨, 同比增长 7.45%; 产品价格方面, 制冷剂均价 2.03 万元/吨, 同比下滑 1.85%; 含氟聚合物材料均价 4.67 万元/吨, 同比下滑 29.77%; 氟化工原料销售均价 2886 元/吨, 同比下滑 40.03%; 食品包装材料均价 1.28 万元/吨, 同比下滑 12.41%; 石化材料 7712 元/吨, 同比下滑 4.59%; 基础化工品均价 1811 元/吨, 同比下滑 34.14%。总体上看, 在景气下滑的情况下, 公司氟化工产品仍保持销量的增长, 行业竞争地位继续提升。但受产品价格跌幅较大的影响, 公司收入略有下滑。

2023 公司主要原材料价格跌幅相对较小。其中萤石全年均价 2797 元/吨, 同比上涨 18.15%, 其他原材料如工业盐、电石、四氯化碳、VCM 等均价下跌幅度总体在 20% 左右。受此影响, 公司全年综合毛利率 13.22%, 同比下降 5.84 个百分点, 净利率 4.69%, 下降 6.46 个百分点。受收入下滑及盈利能力下降的影响, 公司全年业绩同比下滑。2023 年实现营业收入 206.55 亿元, 同比下滑 3.88%, 净利润 9.44 亿元, 同比下滑 60.37%。

- 制冷剂行业进入景气上行阶段, 公司龙头地位稳固。根据蒙特利尔协议, 三代制冷剂从 2024 年开始实行配额制并逐步削减产量, 2020-2022 年处于各大企业扩大市场份额以抢占配额的阶段, 这也是制冷剂行业近年来竞争加剧, 景气持续下滑的重要因素。2023 年制冷剂价格下滑幅度

较大，对公司经营带来较大压力。

今年以来，我国三代制冷剂生产已开始实行配额制管理，同时发达国家亦开始进一步削减三代制冷剂产能，行业供给进入收缩阶段。需求面，今年以来，我国空调、冰箱产量保持较快增长，1-3月空调、冰箱产量分别增长16.50%和12.80%。在以旧换新等消费刺激政策推动下，未来制冷剂下游需求有望实现较快增长，推动制冷剂供需向好与行业景气的上行。近期待三代制冷剂价格涨幅较大，其中主流的R32、R125和R134a分别自年初的1.78、2.78和2.78万元/吨上涨至3.、4.25和3.08万元/吨，涨幅74.65%、53.15%和10.79%。公司三代制冷剂产能国内领先，在景气下滑阶段逆势实现了市场份额的提升。今年1月完成飞源化工控制权的收购后，公司制冷剂配额处于业内领先地位，未来有望受益行业景气的上行。

- **稳固制冷剂龙头地位，持续发力高端氟化工材料。**公司通过阿联酋氟制冷剂工厂投运、淄博飞源化工有限公司股权收购，形成氟制冷剂以衢州本埠为核心的“1+3”全球运营布局和协同互补效应；取得总量绝对领先、主流品种绝对领先的HFCs生产配额，牢固确立公司氟制冷剂全球龙头地位和市场竞争地位。同时公司以打造氟氟高性能化工先进材料制造业基地为目标，围绕产业链的高端化延伸、新消费需求、生产装置技术进步、发展动能培育等，保持研发投入和项目建设投入力度和强度，布局和投建含氟聚合物、含氟精细化学品项目，持续向高附加值的氟化工新材料转型升级。

2024年公司计划投资33.93亿元，重点包括10kt/a FEP、10kt/a PFA、150kt/a特种聚酯切片新材料、500t/a全氟磺酸树脂等重点项目，有望为公司后续成长提供动力。

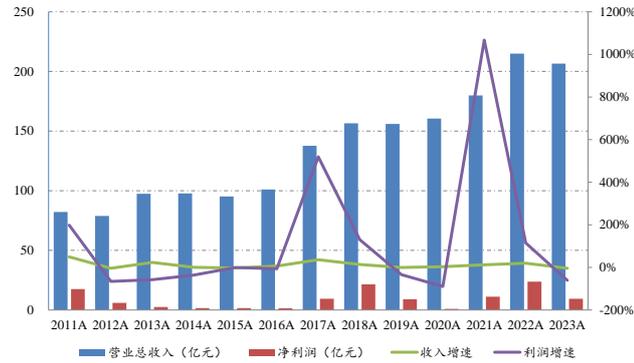
- **盈利预测与投资评级：**预计公司2024、2025年EPS为0.97元和1.20元，以4月19日收盘价23.28元计算，PE分别为24.12倍和19.34倍。考虑到行业前景与公司的行业地位，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示：行业竞争加剧、产品价格下跌、需求不及预期

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 21,489 | 20,655 | 24,001 | 26,697 | 28,795 |
| 增长比率(%) | 19.48 | -3.88 | 16.20 | 11.23 | 7.86 |
| 净利润(百万元) | 2,381 | 944 | 2,605 | 3,250 | 3,645 |
| 增长比率(%) | 114.66 | -60.37 | 176.14 | 24.75 | 12.16 |
| 每股收益(元) | 0.88 | 0.35 | 0.97 | 1.20 | 1.35 |
| 市盈率(倍) | 26.40 | 66.61 | 24.12 | 19.34 | 17.24 |

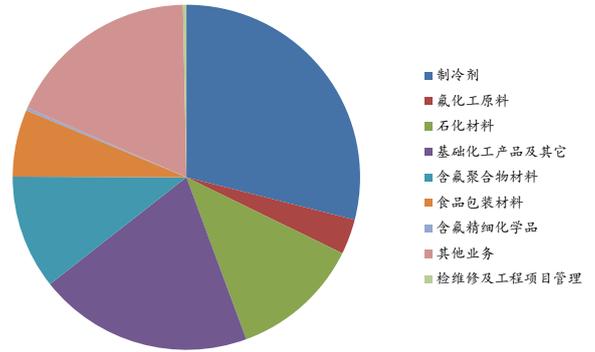
资料来源：中原证券、聚源数据

图 1: 公司历年业绩增长



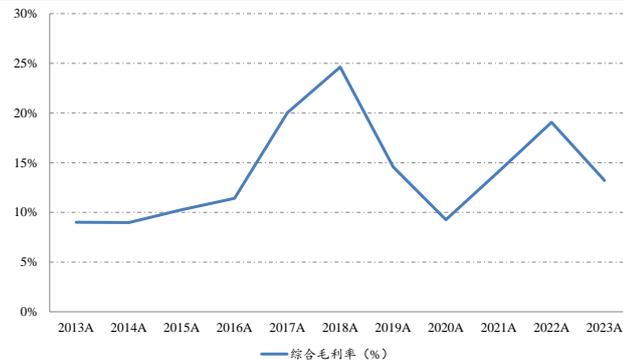
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



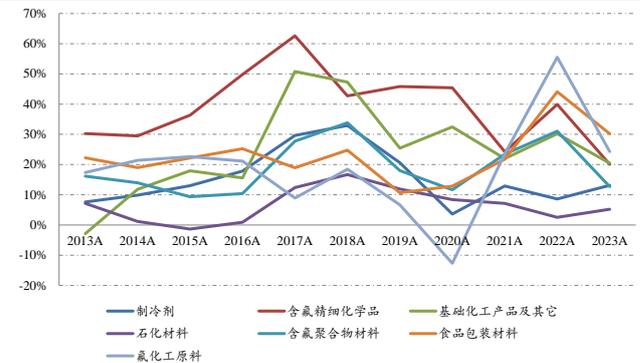
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



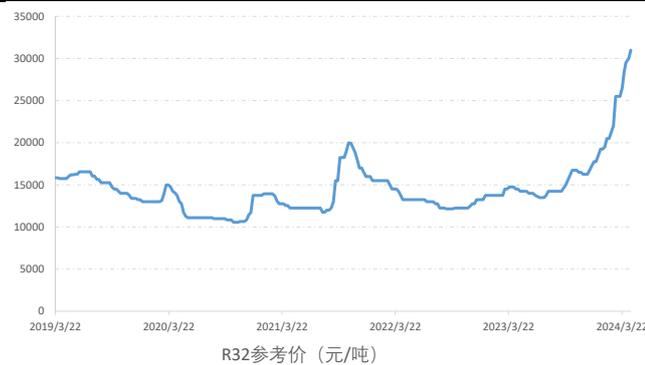
资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分产品毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 5: R32 价格走势



资料来源: 中原证券、卓创资讯

图 6: R125 价格走势



资料来源: 中原证券、卓创资讯

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表 (百万元) | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 7,830 | 6,421 | 8,460 | 10,105 | 12,164 |
| 现金 | 2,547 | 1,818 | 3,176 | 4,427 | 6,239 |
| 应收票据及应收账款 | 1,713 | 1,613 | 2,000 | 2,076 | 2,120 |
| 其他应收款 | 23 | 20 | 27 | 26 | 28 |
| 预付账款 | 77 | 113 | 136 | 148 | 159 |
| 存货 | 1,728 | 1,764 | 1,778 | 1,883 | 1,891 |
| 其他流动资产 | 1,742 | 1,093 | 1,344 | 1,545 | 1,728 |
| 非流动资产 | 14,797 | 16,963 | 19,209 | 20,586 | 21,530 |
| 长期投资 | 1,852 | 2,293 | 2,793 | 2,993 | 3,193 |
| 固定资产 | 6,517 | 9,506 | 11,317 | 12,770 | 13,728 |
| 无形资产 | 687 | 676 | 666 | 651 | 636 |
| 其他非流动资产 | 5,740 | 4,488 | 4,433 | 4,171 | 3,973 |
| 资产总计 | 22,627 | 23,384 | 27,670 | 30,691 | 33,694 |
| 流动负债 | 4,904 | 4,516 | 5,600 | 5,804 | 5,788 |
| 短期借款 | 182 | 605 | 705 | 805 | 905 |
| 应付票据及应付账款 | 3,666 | 2,903 | 3,719 | 3,824 | 3,655 |
| 其他流动负债 | 1,056 | 1,008 | 1,176 | 1,175 | 1,227 |
| 非流动负债 | 1,938 | 2,491 | 3,291 | 3,791 | 4,291 |
| 长期借款 | 1,327 | 1,743 | 2,543 | 3,043 | 3,543 |
| 其他非流动负债 | 611 | 748 | 748 | 748 | 748 |
| 负债合计 | 6,842 | 7,007 | 8,890 | 9,595 | 10,078 |
| 少数股东权益 | 316 | 302 | 355 | 421 | 496 |
| 股本 | 2,700 | 2,700 | 2,700 | 2,700 | 2,700 |
| 资本公积 | 4,290 | 4,666 | 4,666 | 4,666 | 4,666 |
| 留存收益 | 8,355 | 8,569 | 10,918 | 13,169 | 15,614 |
| 归属母公司股东权益 | 15,468 | 16,075 | 18,424 | 20,674 | 23,120 |
| 负债和股东权益 | 22,627 | 23,384 | 27,670 | 30,691 | 33,694 |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 3,317 | 2,196 | 3,679 | 3,803 | 4,164 |
| 净利润 | 2,396 | 969 | 2,659 | 3,317 | 3,720 |
| 折旧摊销 | 888 | 1,061 | 949 | 1,019 | 1,061 |
| 财务费用 | -92 | 9 | 100 | 127 | 148 |
| 投资损失 | -375 | -92 | -360 | -400 | -432 |
| 营运资金变动 | 347 | 230 | 302 | -289 | -363 |
| 其他经营现金流 | 152 | 20 | 30 | 30 | 30 |
| 投资活动现金流 | -3,562 | -2,719 | -2,865 | -2,025 | -1,603 |
| 资本支出 | -3,455 | -2,857 | -2,565 | -2,060 | -1,660 |
| 长期投资 | -153 | -90 | -665 | -370 | -380 |
| 其他投资现金流 | 47 | 228 | 365 | 405 | 437 |
| 筹资活动现金流 | 709 | 210 | 530 | -527 | -748 |
| 短期借款 | -87 | 423 | 100 | 100 | 100 |
| 长期借款 | 1,139 | 416 | 800 | 500 | 500 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 3 | 376 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -346 | -1,004 | -370 | -1,127 | -1,348 |
| 现金净增加额 | 584 | -298 | 1,358 | 1,251 | 1,812 |

资料来源：中原证券

| 利润表 (百万元) | | | | | |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 21,489 | 20,655 | 24,001 | 26,697 | 28,795 |
| 营业成本 | 17,393 | 17,924 | 19,401 | 21,181 | 22,689 |
| 营业税金及附加 | 87 | 91 | 96 | 107 | 115 |
| 营业费用 | 157 | 139 | 168 | 187 | 202 |
| 管理费用 | 723 | 684 | 792 | 881 | 950 |
| 研发费用 | 824 | 1,001 | 960 | 1,068 | 1,152 |
| 财务费用 | -108 | -22 | 80 | 92 | 100 |
| 资产减值损失 | -150 | -35 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 108 | 120 | 120 | 133 | 144 |
| 公允价值变动收益 | 4 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 374 | 91 | 360 | 400 | 432 |
| 资产处置收益 | 6 | 66 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 2,755 | 1,087 | 2,984 | 3,715 | 4,163 |
| 营业外收入 | 11 | 13 | 15 | 15 | 15 |
| 营业外支出 | 40 | 24 | 45 | 45 | 45 |
| 利润总额 | 2,725 | 1,077 | 2,954 | 3,685 | 4,133 |
| 所得税 | 329 | 108 | 295 | 369 | 413 |
| 净利润 | 2,396 | 969 | 2,659 | 3,317 | 3,720 |
| 少数股东损益 | 16 | 25 | 53 | 66 | 74 |
| 归属母公司净利润 | 2,381 | 944 | 2,605 | 3,250 | 3,645 |
| EBITDA | 3,170 | 1,968 | 3,983 | 4,796 | 5,294 |
| EPS (元) | 0.88 | 0.35 | 0.97 | 1.20 | 1.35 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 19.48 | -3.88 | 16.20 | 11.23 | 7.86 |
| 营业利润 (%) | 147.25 | -60.55 | 174.56 | 24.50 | 12.06 |
| 归属母公司净利润 (%) | 114.66 | -60.37 | 176.14 | 24.75 | 12.16 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 19.06 | 13.22 | 19.17 | 20.66 | 21.20 |
| 净利率 (%) | 11.08 | 4.57 | 10.86 | 12.17 | 12.66 |
| ROE (%) | 15.39 | 5.87 | 14.14 | 15.72 | 15.77 |
| ROIC (%) | 11.44 | 4.26 | 12.16 | 13.40 | 13.37 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 30.24 | 29.97 | 32.13 | 31.26 | 29.91 |
| 净负债比率 (%) | 43.35 | 42.79 | 47.34 | 45.48 | 42.68 |
| 流动比率 | 1.60 | 1.42 | 1.51 | 1.74 | 2.10 |
| 速动比率 | 1.13 | 0.89 | 1.06 | 1.26 | 1.60 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.06 | 0.90 | 0.94 | 0.91 | 0.89 |
| 应收账款周转率 | 20.50 | 21.73 | 22.64 | 21.70 | 22.67 |
| 应付账款周转率 | 9.05 | 9.26 | 9.68 | 9.28 | 9.82 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.88 | 0.35 | 0.97 | 1.20 | 1.35 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.23 | 0.81 | 1.36 | 1.41 | 1.54 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 5.73 | 5.95 | 6.82 | 7.66 | 8.56 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 26.40 | 66.61 | 24.12 | 19.34 | 17.24 |
| P/B | 4.06 | 3.91 | 3.41 | 3.04 | 2.72 |
| EV/EBITDA | 12.96 | 23.11 | 15.91 | 13.08 | 11.62 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。