

# 巨化股份 (600160.SH)

## 引领制冷剂景气复苏，一季度归母净利润增长 103%

买入

### 核心观点

**制冷剂量价齐升、氟精细以量补价，一季度归母净利润同比增长 103%。**公司公布《2024 年第一季度报告》：受益于制冷剂产品量价齐升及毛利率修复、含氟精细化学品业务以量补价，2024Q1，公司实现营业收入 54.7 亿元（同比+19.52%）；归母净利润 3.1 亿元（同比+103.35%）。**制冷剂方面**，受益于飞源化工并表，公司制冷剂产销总量增长：2024Q1，公司实现制冷剂产量/销量分别 13.10、6.70 万吨，分别同比+10.97%/+4.56%，均价为 23724.97 元/吨，同比+17.98%、环比+10.12%。**含氟精细化学品方面**，2024Q1 均价分别 63352.21 元/吨，同比-35.10%；外销量+275.73%。此外，氟聚合物、食品包装材料、基础化工产品业务对公司业绩形成了拖累。2024Q1，公司毛利率/净利率分别 14.8%/6.0%，历史平均水平。

**制冷剂下游需求仍然广阔，“以旧换新”助力家电汽车业焕发新活力。**2023Q4，受制冷剂传统备货旺季、前期企业及市场低库存、配额方案落地预期等多重因素提振，制冷剂价格进入上行通道。2024 年 2 月起，全国各地多措并举推动汽车、家电“以旧换新”，激发消费活力，空调排产数据表现靓丽、汽车销售数据，制冷剂延续景气上行趋势。2024Q1，我国空调累计产量 6878.0 万台，同比+16.5%；汽车产销分别完成 660.6/672 万辆，同比+6.4%/+10.6%。在当前时点上，制冷剂行业已处于景气上行通道中。我们看好制冷剂行业景气度将在较长一段时间内维持较高水平，巨化股份作为全国三代制冷剂市场份额最高的生产商，将有望充分受益于行业机遇。长期来看，全球空调市场持续增长，冷链/热泵/新能源车等行业将持续打开制冷剂需求空间。

**氟化工高附加值产品将为公司长期成长注入活力。**多年来，公司持续加大氟氟先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。**四代制冷剂方面**，公司未来除积极将第三代氟制冷剂规模优势转化为经营优势外，将持续研发第四代氟制冷剂等高 GWP 新型制冷剂品种和混配品种；**聚合物材料方面**，公司注重强链延链补链，完成氟制冷剂事业部、聚合物事业部内部产权、资产和业务整合，提升集约经营水平和效率。公司持续创新发展、强化核心竞争力，未来还将全力拓展第四代氟制冷剂、氟聚合物、PVDC-MA 树脂、氟化液等高价值产品市场。我们看好未来公司将进一步高质量发展，筑牢氟化工龙头优势。

**风险提示：**氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

**投资建议：**我们维持公司盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.07/25.68/31.38 亿元，同比增速分别为 112.7%/28.0%/22.2%；摊薄 EPS 为 0.74/0.95/1.16 元，对应当前股价对应 PE 为 29.0/22.7/18.5X。维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,489	20,655	25,045	31,174	39,209
(+/-%)	19.5%	-3.9%	21.3%	24.5%	25.8%
净利润(百万元)	2381	944	2007	2568	3138
(+/-%)	114.7%	-60.4%	112.7%	28.0%	22.2%
每股收益(元)	0.88	0.35	0.74	0.95	1.16
EBIT Margin	14.6%	8.8%	10.0%	10.2%	9.8%
净资产收益率 (ROE)	15.4%	5.9%	11.4%	13.0%	14.1%
市盈率 (PE)	24.4	61.7	29.0	22.7	18.5
EV/EBITDA	16.3	22.9	18.4	15.0	13.6
市净率 (PB)	3.76	3.62	3.29	2.95	2.62

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

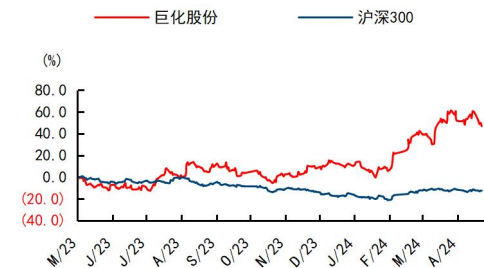
zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	21.56 元
总市值/流通市值	58207/58207 百万元
52 周最高价/最低价	24.24/13.00 元
近 3 个月日均成交额	804.44 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《巨化股份 (600160.SH) - 巩固氟化工巨头地位，引领制冷剂行业景气复苏》——2024-04-18
- 《巨化股份 (600160.SH) - 拟以 14 亿元收购飞源化工 51% 股权，筑牢三代制冷剂巨头地位》——2023-12-06
- 《巨化股份 (600160.SH) - 传统淡季仍稳健经营，三代制冷剂景气复苏中》——2023-10-27
- 《巨化股份 (600160.SH) - 制冷剂价格开始回暖，氟精细化学品量价齐升》——2023-08-25
- 《巨化股份 (600160.SH) - 业绩增长 115% 再创新高，看好制冷剂景气度及氟化液市场前景》——2023-04-21

**制冷剂量价齐升、含氟精细化学品以量补价，公司一季度归母净利润同比增长 103%**

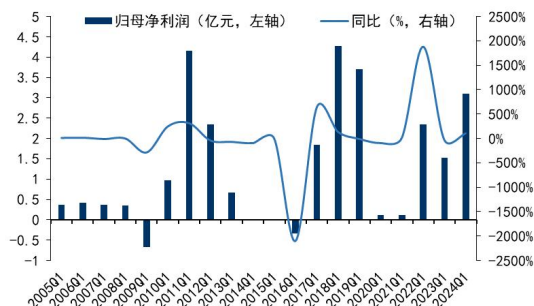
2024 年 4 月 25 日晚，巨化股份公司公布《2024 年第一季度报告》：受益于制冷剂产品量价齐升及毛利率修复、含氟精细化学品业务以量补价，2024Q1，公司实现营业收入 54.70 亿元（同比+19.52%）；归母净利润 3.10 亿元（同比+103.35%）；归母扣非净利润 2.88 亿元（同比+118.26%）；基本每股收益 0.115 元。2024Q1，公司毛利率/净利率分别为 14.75%/6.04%（近十年来历史平均毛利率/净利率分别为：14.3%/4%）。负债率 33.94%，投资收益 2849.96 万元，财务费用-1343.11 万元，毛利率 14.75%。

图1：巨化股份：营业收入变化情况



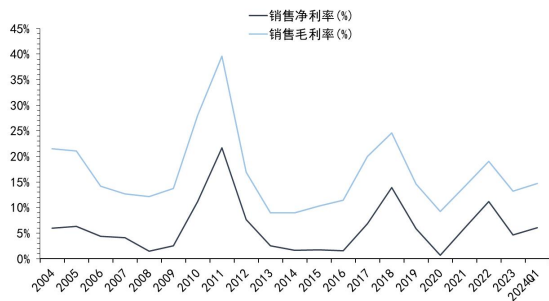
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：巨化股份：归母净利润变化情况



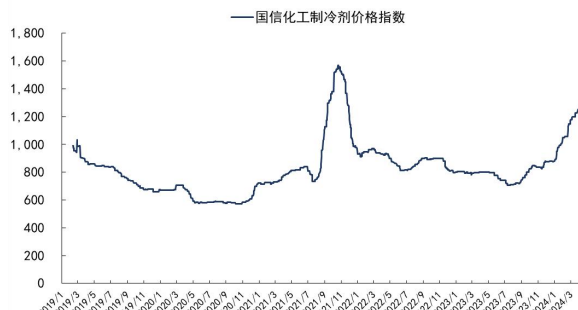
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：巨化股份：净利率与毛利率变化趋势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：国信化工制冷剂价格指数（国内市场价）



资料来源：百川盈孚、生态环境部、国信证券经济研究所编制

编制说明：以 2019 年 1 月 1 日价格为 1000 点指数；含二三代制冷剂价格指数，以产能（或配额）权重加权平均

**（1）制冷剂业务量价齐升、含氟精细化学品以量补价，助力公司实现历史一季度最高营收。**在 2020-2022 年三年间，公司在逆势中已积极扩大市占率以获取 HFCs 配额，筑牢行业龙头地位；同时，公司持续完善营销网络、良好的市场品牌和服务以及主导产品领先的市场地位。**2024 年 1 月**，生态环境部第三代制冷剂配额政策及分配细则方案已落地，巨化股份也已顺利完成了对淄博飞源化工的 51% 股权收购（2024 年 1 月完成股权变更，纳入公司合并报表）。

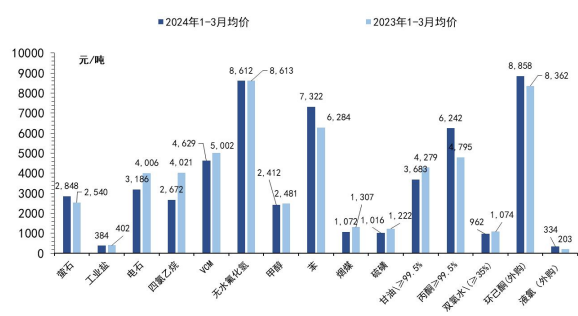
2023 年，随着配额窗口期结束，公司战略性调整了三代制冷剂及整体制冷剂的产销量水平，制冷剂产销量均有所减少。然而在 2024Q1，受益于飞源化工并表，公司制冷剂产销量总体仍明显增长：2024Q1，公司实现制冷剂产量/销量分别 13.10、6.70 万吨，分别同比+10.97%/+4.56%，均价为 23724.97 元/吨，同比+17.98%、

环比+10.12%。据我们编制的市场价格指数，截至3月31日，国信化工制冷剂市场价格指数的季度涨幅（相较于1月1日）能达到39.9%（国内市场价）。公司制冷剂销售均价在2023Q4起充分也延续了明显的回暖趋势：2023Q4/2024Q1制冷剂均价环比+10.88%、+10.12%。考虑到一季度是传统制冷剂需求淡季、海内外市场价格有所差异、部分头部客户前期签约季度订单、前期订单按前期定价标准发货等因素，我们分析公司制冷剂执行价格仍是逐步做实的过程。

除制冷剂业务以外，值得一提的是，含氟精细化学品业务通过以量补价，实现了营收+143.84%的高速增长。2023年/2024Q1公司含氟精细化学品均价分别为97939.80/63352.21元/吨，价格分别同比+108%/-35.10%；外销量分别+13.94%/+275.73%。

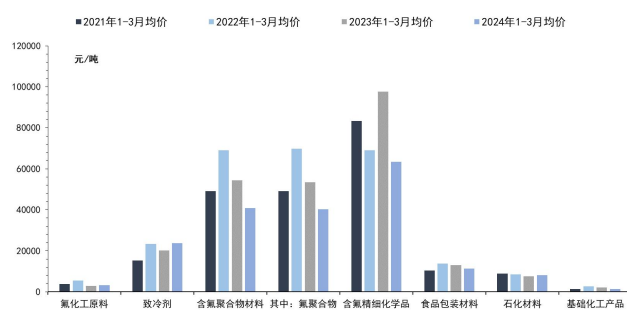
**(2) 部分业务仍对公司业绩形成拖累。**然而，氟聚合物、食品包装材料、基础化工产品等产品的价格下跌，仍然对公司业绩形成了拖累。2024Q1，含氟精细化学品/基础化工产品/氟聚合物/含氟聚合物材料/食品包装材料均价分别为63352.21/1351.22/40213.3/40871.39/11401.12元/吨；分别同比-35.1%/-34.24%/-24.9%/-24.87%/-13.09%、分别环比2023Q4变动了-37.38%/-27.43%/+0.51%/-1.42%/-7.36%；销量分别同比+275.73%、+39.83%、+4.62%、+2.09%、-6.16%；后四项业务各自营收分别同比变动了-8.04%/-21.42%/-23.31%/-18.45%，对公司整体业绩形成一定拖累。

图5：2023年公司主要原料的价格同比变化情况



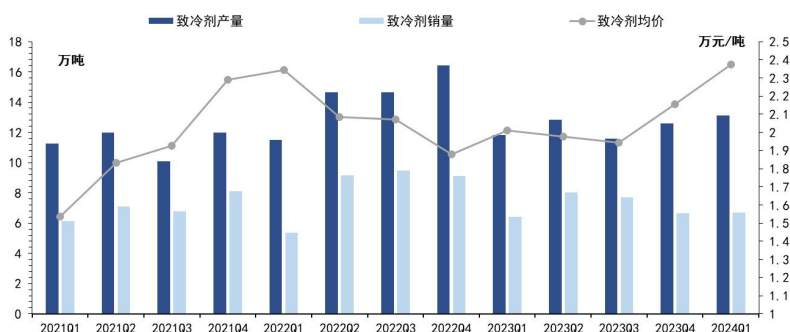
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司主要产品价格变化情况：部分产品价格下滑



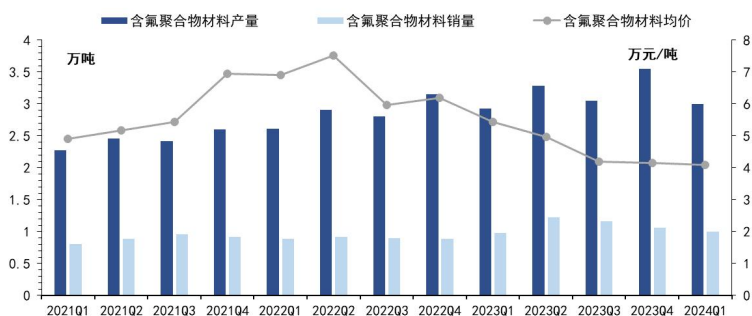
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司重点产品：制冷剂的产销量及均价变化趋势



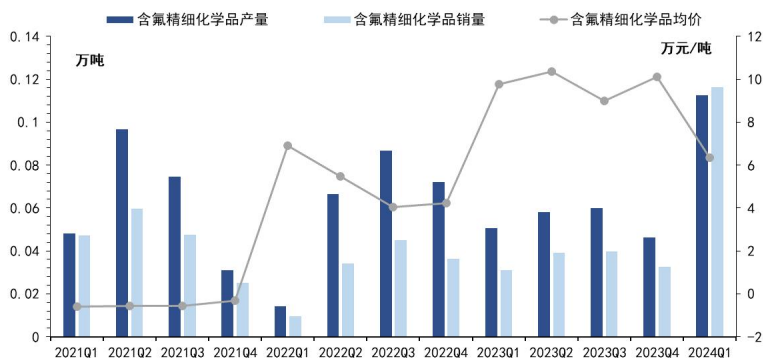
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司重点产品：含氟聚合物产销量及均价变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司重点产品：含氟精细化学品产销量及均价变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

从公司角度来说，目前，巨化股份公司已具备完善的氟化物生产配套体系，拥有产业链一体化优势、能有效控制成本，并逐步形成了氟制冷剂以衢州本埠为核心的“1+3”全球运营布局；此外，近年来公司也在积极拓展第四代氟制冷剂、氟聚合物、PVDCMA树脂、氟化液（全氟聚醚、氢氟醚等）等高价产品市场的储备及应用，积极打造国内领先的氟化工新材料产业集群。未来公司将持续保持经营稳健、提升高质量发展水平。在当前时点上，制冷剂行业已处于景气上行通道中。我们看好制冷剂行业景气度将在较长一段时间内维持较高水平，巨化股份作为全国三代制冷剂市场份额最高的生产商，将有望充分受益于行业机遇。此外，氟化工高附加值产品将为公司长期成长注入活力。

### 制冷剂：自 2023Q4 起，制冷剂行业步入景气上行通道

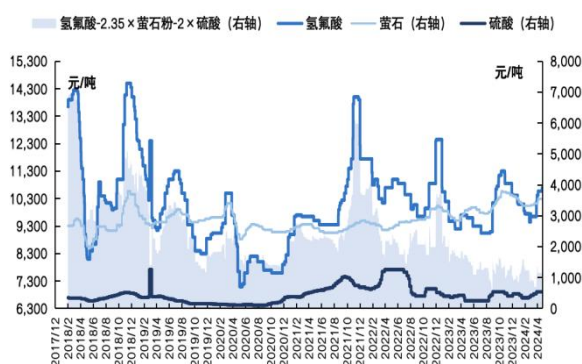
#### 复盘近三年，三代制冷剂价格走势：

2020年，受新冠肺炎冲击、基加利修正案引起的配额争抢等因素影响，三代制冷剂市场延续2019年末的疲软态势，各产品价格均有下滑。原料氢氟酸在疫情期间连连走低，于2020年5月份到达全年最低点后反弹回稳。R32产能过剩的状况仍在延续，价格上行受限；R134a价格达到了近年来历史新低点。下游空调、汽车

行业 2020 年产销量双双下滑。2021 年上半年，除 R32 价格仍在成本线下徘徊外，其余制冷剂价格均有所回暖，截至 2021 年 6 月 30 日，R22 较年初涨幅约为 14.3%，R134a 较年初涨幅约为 13.9%，R125 较年初涨幅约为 11.5%，R32 较年初跌幅约为 4.0%，R410a 较年初涨幅约为 17.6%。2021 年 8 月，随原材料氢氟酸、甲烷氯化物、乙烷氯化物等价格持续上涨，并且在能耗双控及限电导致制冷剂开工率不足，而需求端制冷剂进入传统备货旺季的背景下，制冷剂产品价格均出现明显反弹，涨价态势持续至 2021 年 11 月初。随后，自 2021 年 11 月起，在原料端供给逐步释放的背景下，制冷剂价格均开始普遍回调。2022 年，制冷剂价格逐步进入下行通道。2023 年前三季度，制冷剂产品价格变化有所分化：R125 价格跟随成本四氯乙烯持续下跌，近期有所反弹、R32 价格在中低位震荡，近期开始上涨、R134 价格先抑后扬。2023 年四季度，在进入制冷剂传统备货旺季、前期企业及市场低库存、配额方案落地预期细则阶段，以 R143a 及其相关混配制冷剂为首的整体制冷剂价格快速反弹。

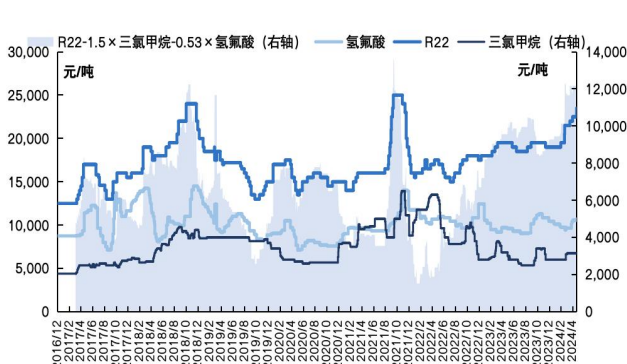
进入 2024 年，随配额细则方案的落地，叠加开年空调排产数据表现靓丽，部分企业停产检修，制冷剂延续景气上行趋势。1-2 月制冷剂价格较往年更早/提前性地出现了稳步上涨。3 月份涨价最明显的制冷剂品种是 R32 和 R410a，月度环比上涨 14%和 9%；4 月份价格上涨的制冷剂品种主要是 R22。据氟务在线数据，截至 4 月 25 日，R22 市场国内主要核心工厂出货报盘 25000-26000 元/吨，实际成交有待售后需求提升消化。近期，北方气温回升明显，空调维修市场需求增加，R22 维修市场的需求逐渐带动，行业库存有所降低。R32 产品出口量较去年同期有所下滑，国内市场转暖，企业提价为主。R134a 市场价格保持 31000-32000 元/吨区间平稳运行，出口需求有待提升，前期回调势头在 4 月已有显著改善；R125 市场落实 42000-45000 元/吨，前期涨幅较大，价格稳步做实；R32 市场因空调企业生产需求旺盛，企业供货能力有限，零散订单市场 30000-31000 元/吨，出口市场继续转暖。R410a 因原料 R32、R125 市场坚挺，落实 35000-37000 元/吨。4 月企业配额生产消化顺畅，正逐步需求消化渠道库存，市场依旧呈现向好趋势。预计 5 月-6 月排产需求旺盛下，市场紧缺状态仍难以缓解。

图 10: 萤石-氢氟酸价格与价差走势



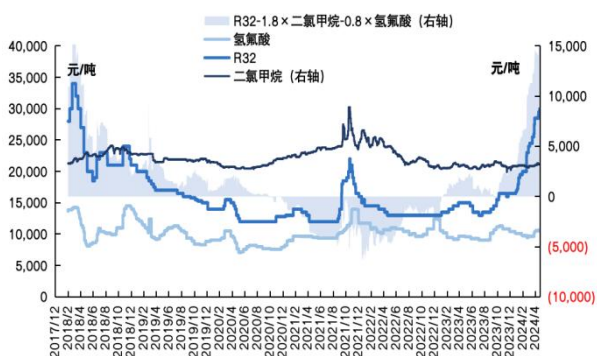
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 11: 二代制冷剂 R22 价格与价差走势



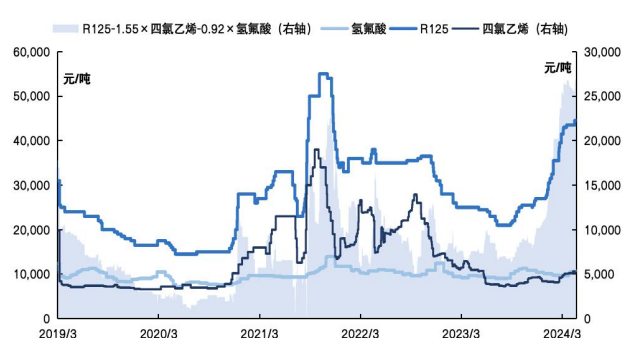
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 12: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势



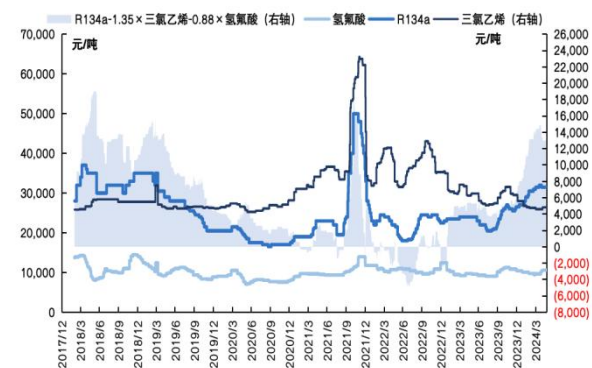
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 13: 三代制冷剂 R125 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 14: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势



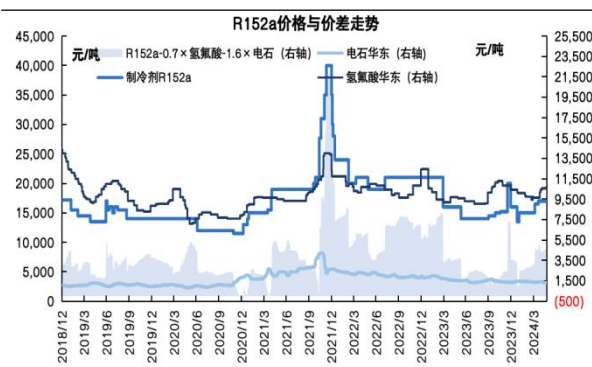
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 15: 三代制冷剂 R143a 价格与价差走势



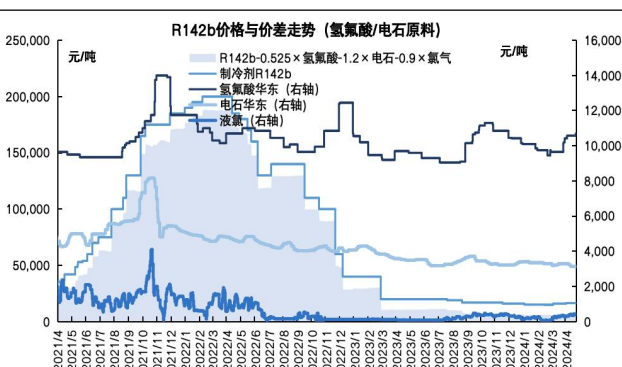
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 16: 三代制冷剂 R152a 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 17: 二代制冷剂 R142b 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

**图 18: 氟化工产业链主要品种: 市场均价及涨跌幅跟踪**

产品	4月25日价格	月涨跌幅	较24年年初	较23年同期	价格单位
二氯甲烷	2511	1.54%	0.88%	-10.85%	元/吨
三氯甲烷	2797	-0.11%	23.08%	1.93%	元/吨
三氯乙烯	4638	4.31%	-10.41%	-22.99%	元/吨
四氯乙烯	5093	0.00%	20.24%	-6.06%	元/吨
萤石97干粉	3560	5.10%	2.63%	12.73%	元/吨
萤石97湿粉	3360	5.41%	2.78%	13.56%	元/吨
氢氟酸	10067	10.36%	5.14%	8.38%	元/吨
制冷剂R22	24500	8.89%	30.67%	19.51%	元/吨
原料级R22	11750	4.44%	4.44%	-6.00%	元/吨
出口级R22	15500	0.00%	-16.22%	/	元/吨
制冷剂R32	29500	0.00%	68.57%	90.32%	元/吨
制冷剂R125	43500	0.00%	55.36%	70.59%	元/吨
制冷剂R134a	31000	0.00%	12.73%	29.17%	元/吨
制冷剂R410a	36000	0.00%	61.80%	75.61%	元/吨
制冷剂R152a	16750	0.00%	17.54%	1.52%	元/吨
制冷剂R142b	15750	0.00%	0.00%	-12.50%	元/吨
制冷剂R143a	55000	0.00%	83.33%	175.00%	元/吨
制冷剂R507	45500	0.00%	54.24%	102.22%	元/吨
制冷剂R404	45500	0.00%	54.24%	/	元/吨
HFC-227ea	38500	-4.94%	1.32%	/	元/吨
PTFE分散树脂	45500	0.00%	0.00%	-5.21%	元/吨
PTFE分散乳液	30000	0.00%	0.00%	-6.25%	元/吨
PTFE悬浮中粒	42500	0.00%	0.00%	-5.56%	元/吨
PVDF粒料	75000	0.00%	-9.09%	-44.44%	元/吨
PVDF粉料	59000	0.00%	-15.71%	-34.44%	元/吨
PVDF电池级	60000	0.00%	-22.58%	-42.86%	元/吨
六氟丙烯	36500	0.00%	-1.35%	-11.41%	元/吨

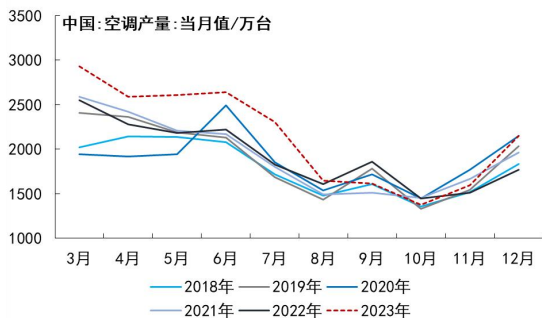
资料来源: 氟务在线、卓创资讯、百川盈孚、国信证券经济研究所整理

## 制冷剂下游需求仍然广阔, “以旧换新”助力家电汽车业焕发新活力

### (1) 空调: 2024年上半年空调排产数据仍然靓丽, 家用空调产业进入新周期

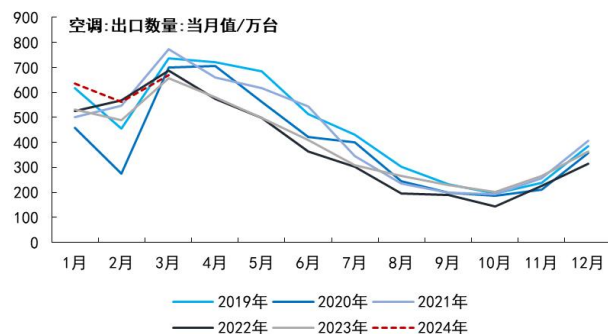
2009年国家积极推进“以旧换新”、“家电下乡”政策, 2015年工信部等四部门的生产者责任延伸试点, 2021年发改委等三部门的家电生产者回收目标责任行动, 我国家电行业的绿色转型和可持续发展已取得显著进展。近年来, 随着我国空调市场进入存量阶段, 结构升级成为行业的主基调, 而结构升级背后的涵义是行业由过去的规模驱动向品质驱动转变, 企业利润与创新形成相互促进的闭环。2023年, 受疫情放开后需求集中恢复、高温天气预期、健康舒适及家庭场景价值的再挖掘等提振, 2023国内空调市场表现靓丽。进入2024年, 虽然房地产市场景气度依然低迷, 且竣工端空调终端零售市场消费并未完全提振; 但国家政策层面提出一系列促进经济增长的措施(家电回收、以旧换新、消费补贴和放松限购)等政策, 发布为家电业(如白电空调等)带来重磅利好。3月份是家用空调的备货旺季, 据产业在线最新产销月报显示, 2024年3月家用空调生产2180.8万台, 同比增长23.4%; 销售2242.9万台, 同比增长21.6%。其中内销1235.2万台, 同比增长17.8%; 出口1007.7万台, 同比增长26.6%。截至3月末库存同比下降9%。

图19：我国空调产量数据季节图-月度



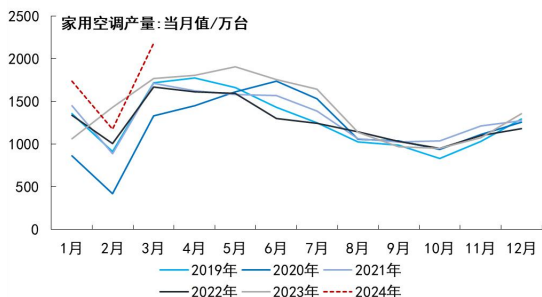
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图20：我国空调出口数据季节图-月度



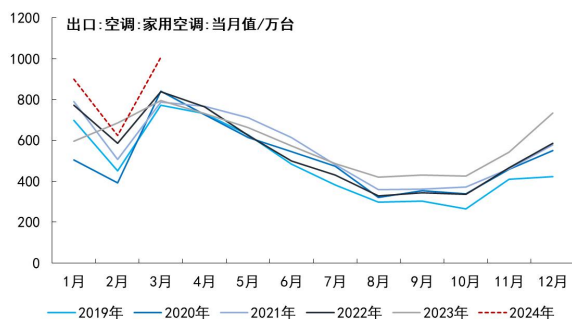
资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图21：我国家用空调产量数据季节图-月度



资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

图22：我国家用空调出口数据季节图-月度

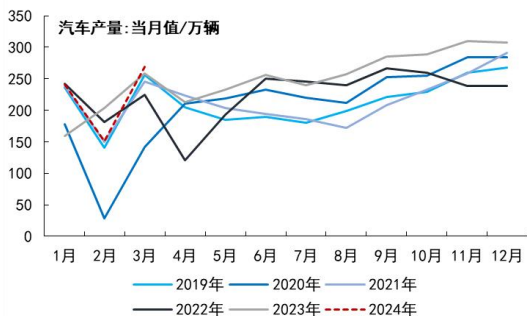


资料来源：产业在线，国信证券经济研究所整理

## (2) 汽车：2024年我国汽车出口增长的势头仍在延续

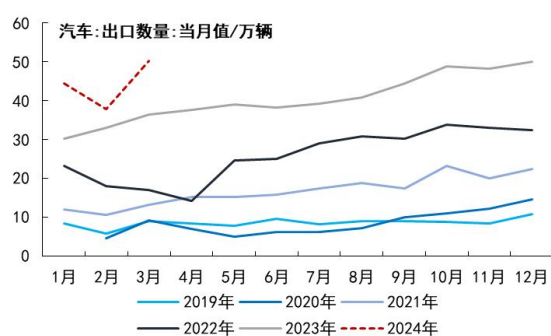
据中汽协数据，2024年3月，汽车产销分别完成268.万辆和269.4万辆，环比分别增长了78.4%和70.2%，同比则分别增长4%和9.9%。1-3月，汽车产销分别完成660.6万辆和672万辆，同比分别增长了6.4%和10.6%。1-3月，乘用车累计完成产销560.9万辆和568.7万辆，同比分别增长6.6%和10.7%。1-3月，汽车出口132.4万辆，同比增长33.2%。其中乘用车出口111万辆，同比增长34.3%；商用车出口21.4万辆，同比增长27.5%。

图23：我国汽车产量数据季节图-月度



资料来源：中国汽车工业协会、国信证券经济研究所整理

图24：我国汽车出口数据季节图-月度



资料来源：中国汽车工业协会、国信证券经济研究所整理



预计 2024 年乘用车市场消费增量将有 40%来自“以旧换新”。2024 年 4 月 12 日，商务部等 14 部门印发《推动消费品以旧换新行动方案》，聚焦汽车、家电与家装厨卫三大领域，在开展汽车以旧换新、推动家电以旧换新、推动家装厨卫“焕新”等方面提出 22 条举措。《行动方案》设定了以下目标：通过加大政策引导支持力度，力争到 2025 年，实现国三及以下排放标准乘用车加快淘汰，报废汽车回收量较 2023 年增长 50%；到 2027 年，报废汽车回收量较 2023 年增加一倍，二手车交易量较 2023 年增长 45%。我国汽车市场正在加速转型，由“增量时代”进入了“存量和增量并存的时代”，因此“以旧换新”的潜能巨大。

据公安部统计，截至 2023 年末，我国汽车保有量已经达到了 3.36 亿辆，目前国四及以下车型保有量约为 1.16 亿辆，按照 20 年报废即 5%的国际平均报废率估算，对应潜在报废汽车量约 1680 万辆。目前传统燃油车的普遍换车周期在 6 年至 8 年，新能源换车周期 3 年至 5 年，中国汽车流通协会预测今年乘用车市场消费增量将有 40%来自以旧换新。近期，各地方因地制宜优化汽车限购措施，“以旧换新”政策密集出台、新一轮新能源汽车下乡将启动。

值得一提的是，新能源车对车辆热管理行业也从“节能”与“环保”两个方面提出了更高级、更精准的要求。由于电动汽车冬季无法依靠发动机余热取暖、只能使用电取暖，故新能源汽车热管理系统的复杂性显著增加、单车价值提升。常规 R134a 及 R407C 系统中通常需要增加压缩机转速或配备更大容量的压缩机来保证低环境温度下充足的制热量。目前 R410A 等制冷剂因制热特性优异，有助于应对新能源汽车的冬季制热问题。2020~2022 年，我国新车制造和维修环节年均使用氢氟碳化物制冷剂 3.8 万吨，潜在排放约 5500 万吨当量的二氧化碳。全球汽车空调制冷剂也正在从第三代向第四代方向过渡。

### 半导体氟化液清洗剂国产化进程空间广阔，算力液冷服务器进入起步阶段

**氟化液液冷方面**，目前液冷技术主要应用于高性能计算，广泛使用在数据中心、边缘计算、人工智能技术等方面。伴随着云计算，大数据，特别是人工智能技术的创新发展，承担大量数据计算和存储的数据中心，需要更高效来满足业务发展的需要。从性能上看，氟化液冷却液是目前较适用于数据中心液冷系统的冷却液。浸没式液冷数据中心的加速扩张有望同步带动冷却液（尤其是氟化液）的需求。

**半导体清洗剂方面**，氟化液可作为半导体、LCD 等显示器、光学零件等各种精密零部件的颗粒杂质的清洗剂，可以有效清除掉氟素残留堆积物。作为半导体蚀刻工艺中晶圆表面控温的关键供应链原料，电子氟化液中长期国产替代空间广阔。

整体来说，长期来看，氟化液液体冷却等“绿色计算”技术的需求增速与渗透率有望逐步提升；作为半导体蚀刻工艺中晶圆表面控温的关键供应链原料，电子氟化液中长期国产替代空间广阔；叠加受益于 3M 计划于 2025 年全面退出 PFAS 业务，我国氟化液企业将迎来广阔市场机会。伴随未来几年在高性能、高附加值氟产品等应用领域的不断深入，我国氟化工产业快速发展的势头有望延续。

公司巨芯冷却液项目的整体规划产能为 5000 吨/年。2023 年，公司已于前期建成的项目一期 1000 吨/年项目运行状况良好。公司氟化液项目产品主要有 JHT 电子流体系列、JHL0 润滑油系列以及 JX 浸没式冷却液等产品。我们看好未来公司将持续通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化等，进一步扩张氟聚合物、氟精细化学品、氟冷却液等高附加值氟化工产品产量，实现高质量发展。

## 发展氟聚合物及其他氟化学品，高端化延伸产业链

公司在“延链、补链、补短板、强项”等方面继续发力，产业层次和竞争力明显提升。近 3 年来，公司含氟聚合物取得技术创新突破，实现量质齐升，且产品结构进一步丰富、品质大幅提高。2023 年，公司进一步完善了 100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目（二期 A 段）、合成氨原料路线及节能减排技术改造项目、12 万吨/年有机醇扩能项目、7000t/aFKM、30kt/a 制冷剂海外工厂等项目建成。决策实施新增 10000t/a 高品质可熔氟树脂及配套项目、44kt/a 高端含氟聚合物项目 A 段 40kt/a TFE 项目、500 吨/年全氟磺酸树脂项目一期 250 吨/年项目 20kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目等一批高性能氟氯新材料项目推进及建设。

## 投资建议

**投资建议：维持“买入”评级。**公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。**从氟制冷剂行业格局来看**，公司持续逆势扩张，目前在三代制冷剂行业的市占率达到约 35%，并已作为行业领军者，正引领周期景气反转。**从氟精细化学品及氟材料行业来看**，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。**从公司自身内生效益来看**，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。

我们维持公司盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.07/25.68/31.38 亿元，同比增速分别为 112.7%/28.0%/22.2%；摊薄 EPS 为 0.74/0.95/1.16 元，对应当前股价对应 PE 为 29.0/22.7/18.5X。**维持“买入”评级。**

表1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(2024/4/25) (元)	EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
603379	三美股份	买入	37.99	0.80	0.53	0.79	47.49	71.68	48.09	3.96
605020	永和股份	买入	24.14	1.11	0.86	1.28	21.75	28.07	18.86	3.79
600378	昊华科技	买入	31.66	1.28	1.53	1.78	24.73	20.69	17.79	3.46
<b>平均值</b>				<b>1.06</b>	<b>0.97</b>	<b>1.28</b>	<b>31.32</b>	<b>40.15</b>	<b>28.24</b>	<b>3.74</b>
600160	巨化股份	买入	21.56	0.88	0.35	0.74	24.45	61.69	29.00	3.62

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理并预测

备注：上述公司盈利预测均为国信证券经济研究所预测

**风险提示：**氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2547	1818	2000	2709	8515	<b>营业收入</b>	<b>21489</b>	<b>20655</b>	<b>25045</b>	<b>31174</b>	<b>39209</b>
应收款项	23	20	23	31	37	营业成本	17393	17924	20205	25087	31798
存货净额	1728	1764	2079	2501	3205	营业税金及附加	87	91	98	125	157
其他流动资产	3126	2817	3453	4361	5412	销售费用	157	139	178	219	274
<b>流动资产合计</b>	<b>7830</b>	<b>6421</b>	<b>7558</b>	<b>9605</b>	<b>17172</b>	管理费用	723	684	2071	2573	3154
固定资产	11071	12317	15148	17666	17977	财务费用	(108)	(22)	130	127	94
无形资产及其他	687	676	659	642	625	投资收益	374	91	90	90	90
投资性房地产	1187	1677	1677	1677	1677	资产减值及公允价值变动	154	36	0	0	0
长期股权投资	1852	2293	2293	2293	2293	其他收入	(1010)	(879)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>22627</b>	<b>23384</b>	<b>27336</b>	<b>31884</b>	<b>39745</b>	营业利润	2755	1087	2454	3132	3823
短期借款及交易性金融负债	236	862	1982	400	300	营业外净收支	(29)	(10)	(26)	(26)	(26)
应付款项	3666	2903	3586	4575	5556	利润总额	2725	1077	2428	3106	3797
其他流动负债	1001	751	1050	4078	8476	<b>所得税费用</b>	<b>329</b>	<b>108</b>	<b>364</b>	<b>466</b>	<b>569</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4904</b>	<b>4516</b>	<b>6618</b>	<b>9053</b>	<b>14332</b>	少数股东损益	16	25	57	73	89
长期借款及应付债券	1327	1743	1943	1943	1943	归属于母公司净利润	2381	944	2007	2568	3138
其他长期负债	611	748	748	748	748						
<b>长期负债合计</b>	<b>1938</b>	<b>2491</b>	<b>2691</b>	<b>2691</b>	<b>2691</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>6842</b>	<b>7007</b>	<b>9308</b>	<b>11744</b>	<b>17023</b>	<b>净利润</b>	2381	944	2007	2568	3138
少数股东权益	316	302	347	405	476	资产减值准备	(162)	(115)	18	9	3
股东权益	15468	16075	17680	19734	22245	折旧摊销	865	1031	1168	1491	1703
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22627</b>	<b>23384</b>	<b>27336</b>	<b>31884</b>	<b>39745</b>	公允价值变动损失	(154)	(36)	0	0	0
						财务费用	(108)	(22)	130	127	94
关键财务与估值指标						营运资本变动	417	(1205)	44	2688	3621
每股收益	0.88	0.35	0.74	0.95	1.16	其它	175	119	28	50	68
每股红利	0.14	0.29	0.15	0.19	0.23	<b>经营活动现金流</b>	<b>3521</b>	<b>738</b>	<b>3264</b>	<b>6805</b>	<b>8533</b>
每股净资产	5.73	5.95	6.55	7.31	8.24	资本开支	0	(2172)	(4000)	(4000)	(2000)
ROIC	20%	10%	12%	14%	18%	其它投资现金流	94	404	0	0	0
ROE	15%	6%	11%	13%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(329)</b>	<b>(2210)</b>	<b>(4000)</b>	<b>(4000)</b>	<b>(2000)</b>
毛利率	19%	13%	19%	20%	19%	权益性融资	121	13	0	0	0
EBIT Margin	15%	9%	10%	10%	10%	负债净变化	1139	416	200	0	0
EBITDA Margin	19%	14%	15%	15%	14%	支付股利、利息	(390)	(788)	(401)	(514)	(628)
收入增长	19%	-4%	21%	24%	26%	其它融资现金流	(3801)	1475	1120	(1582)	(100)
净利润增长率	115%	-60%	113%	28%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2184)</b>	<b>742</b>	<b>918</b>	<b>(2095)</b>	<b>(728)</b>
资产负债率	32%	31%	35%	38%	44%	<b>现金净变动</b>	<b>1008</b>	<b>(730)</b>	<b>182</b>	<b>709</b>	<b>5805</b>
息率	0.7%	1.4%	0.7%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	1539	2547	1818	2000	2709
P/E	24.4	61.7	29.0	22.7	18.5	货币资金的期末余额	2547	1818	2000	2709	8515
P/B	3.8	3.6	3.3	2.9	2.6	企业自由现金流	0	(711)	(669)	2873	6576
EV/EBITDA	16.3	22.9	18.4	15.0	13.6	权益自由现金流	0	1180	541	1183	6396

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032