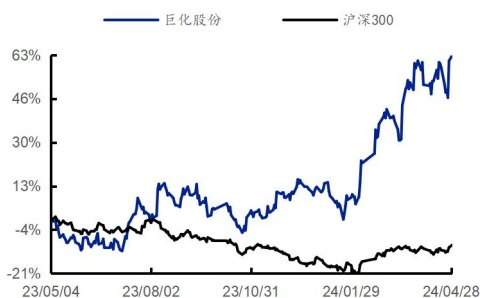


研究所：  
 证券分析师：李永磊 S0350521080004  
 liyl03@ghzq.com.cn  
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009  
 dongbj@ghzq.com.cn  
 联系人：李振方 S0350124030010  
 lizf@ghzq.com.cn

## 2024 年一季度业绩大幅改善，制冷剂龙头地位 进一步凸显

### ——巨化股份（600160）2024 年一季度报告点评报告

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/04/29		
表现	1M	3M	12M	
巨化股份	1.4%	50.9%	61.3%	
沪深 300	2.4%	9.7%	-10.1%	

市场数据		2024/04/29
当前价格（元）		23.98
52 周价格区间（元）		13.00-24.24
总市值（百万）		64,739.91
流通市值（百万）		64,739.91
总股本（万股）		269,974.61
流通股本（万股）		269,974.61
日均成交额（百万）		1,017.99
近一月换手（%）		1.47

#### 事件：

2024 年 4 月 26 日，公司发布 2024 年一季度报告：2024Q1 单季度，公司实现营业收入 54.70 亿元，同比+19.52%，环比+17.82%；实现归母净利润 3.10 亿元，同比+103.35%，环比+57.74%；扣非归母净利润 2.88 亿元，同比+118.26%，环比+115.62%；销售毛利率为 14.75%，同比+1.16 个 pct，环比+0.32 个 pct；销售净利率为 6.04%，同比+2.91 个 pct，环比+1.50 个 pct；经营活动现金流净额为 4.65 亿元。

#### 投资要点：

##### ■ 2024 年一季度制冷剂产品价格回升，公司业绩大幅改善

2024 年一季度，制冷剂产品价格回升，公司实现营业收入 54.70 亿元，同比+19.52%，环比+17.82%。分产品来看，氟化工原料实现收入 2.57 亿元，同比+9.97%，环比-4.64%，产量 25.86 万吨，同比+7.80%，环比+1.65%，外销量 7.82 万吨，同比-0.37%，环比-21.47%，均价 0.33 万元/吨，同比+10.38%，环比+21.43%；制冷剂实现收入 15.90 亿元，同比+23.36%，环比+10.64%，产量 13.10 万吨，同比+10.97%，环比+4.14%，外销量 6.70 万吨，同比+4.56%，环比+0.47%，均价 2.37 万元/吨，同比+17.98%，环比+10.12%；含氟聚合物材料实现收入 4.08 亿元，同比-23.31%，环比-7.15%，产量 3.00 万吨，同比+2.36%，环比-15.54%，外销量 1.00 万吨，同比+2.09%，环比-5.81%，均价 4.09 万元/吨，同比-24.87%，环比-1.42%；含氟精细化学品实现收入 0.74 亿元，同比+143.84%，环比+123.46%，产量 0.11 万吨，同比+123.03%，环比+143.34%，外销量 0.12 万吨，同比+275.73%，环比+256.87%，均价 6.34 万元/吨，同比-35.10%，环比-37.38%；食品包装材料实现收入 2.13 亿元，同比-18.45%，环比-32.05%，产量 3.85 万吨，同比+0.73%，环比-30.11%，外销量 1.86 万吨，同比-6.16%，环比-26.65%，均价 1.14 万元/吨，同比-13.09%，环比-7.36%；石化材料实现收入 8.94 亿元，同比+67.28%，环比+10.55%，产量 13.72 万吨，同比+44.90%，环比+13.19%，外销量 11.04 万吨，同比+57.16%，环比+7.71%，均价 0.81 万元/吨，同比+6.44%，环比+2.63%；基础化工及其他实现收入 6.61 亿元，同比-8.04%，环比-13.79%，产量 78.86 万吨，同比+29.17%，环比

+19.08%，外销量 48.90 万吨，同比+39.83%，环比+18.81%，均价 0.14 万元/吨，同比-34.24%，环比-27.43%。

2024 年一季度，公司实现归母净利润 3.10 亿元，同比+103.35%，环比+57.74%；销售毛利率为 14.75%，同比+1.16 个 pct，环比+0.32 个 pct；销售净利率为 6.04%，同比+2.91 个 pct，环比+1.50 个 pct；销售费用率为 0.96%，同比-0.05 个 pct，环比+1.21 个 pct；管理费用率为 3.56%，同比-0.28 个 pct，环比+0.23 个 pct；研发费用率为 3.93%，同比-1.47 个 pct，环比-1.71 个 pct；财务费用率为-0.25%，同比-0.38 个 pct，环比-0.02 个 pct。

### ■ 公司 HFCs 生产配额优势明显，制冷剂龙头地位进一步显现

2024 年，第三代氟制冷剂（HFCs）进入配额生产期，HFCs 企业将按国家核定的生产配额组织生产经营，行业供需格局将大幅优化。叠加国家启动“设备更新周期”、鼓励汽车家电更新消费，产品市场理性竞争，产品价格有望正常回升，为公司业绩提供有效支撑。2024 年 1 月，公司取得对淄博飞源化工有限公司控制权并纳入公司并表范围，牢固确立 HFCs 全球龙头地位。2024 年 1 月 29 日，生态环境部办公厅发布《关于核发 2024 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额的通知》，其中，公司 HFC-32 生产配额 10.78 万吨，占全国 44.99%；HFC-125 生产配额 6.42 万吨，占全国 38.74%；HFC-134a 生产配额 7.65 万吨，占全国 35.48%，HFC-143a 生产配额 2.07 万吨，占全国 45.40%；HFC-227ea 生产配额 0.94 万吨，占全国 30.04%；HFC-245fa 生产配额 189 吨，占全国 1.33%。

### ■ 强化产业布局，积蓄发展动能

公司坚持稳中求进，积极面对市场激烈竞争，保持经营稳健。公司核心业务氟化工处国内龙头地位，氟制冷剂及氯化物原料、第三代氟制冷剂（HFCs）主流品种的产能和生产配额（国家核准的生产量）、含氟聚合物材料、特色氟碱新材料（VDC 和 PVDC 产业链）等业务均处于行业优势地位。

2023 年，公司保持高强度的研发与项目建设投入力度，公司实现研发投入 10.01 亿元、固定资产投入 23.08 亿元。研发方面，公司围绕新基建、提质增效、绿色低碳，继续加强现金氟氯化物新材料、新型绿色氟制冷剂与发泡剂、含氟精细化学品等新产品新应用研发，产业关键技术二次创新、“三废”和副产物资源化利用、现金节能环保技术和信息化智能化技术应用等研发。项目建设方面，公司 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陆续建成。同时，公司计划实施新增 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，为公司发展积蓄动能。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 240.02、270.65、297.87 亿元，归母净利润分别为 30.51、39.82、49.75 亿元，当前股价对应 PE 分别为 21.22、16.26、13.01 倍，公司是全球氟制冷剂龙头企业，第三代氟制冷剂生产配额较大，处于优势地位，随着 2024 年正式进入配额生产期，公司有望充分受益，快速发展。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示** 安全生产风险；环保政策变动风险；原材料价格波动风险；制冷剂产品升级换代风险；项目建设不及预期风险；宏观经济波动风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20655	24002	27065	29787
增长率(%)	-4	16	13	10
归母净利润（百万元）	944	3051	3982	4975
增长率(%)	-60	223	31	25
摊薄每股收益（元）	0.35	1.13	1.48	1.84
ROE(%)	6	16	17	18
P/E	47.11	21.22	16.26	13.01
P/B	2.77	3.38	2.80	2.30
P/S	2.16	2.70	2.39	2.17
EV/EBITDA	23.11	14.63	11.02	8.92

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 1、分产品经营数据

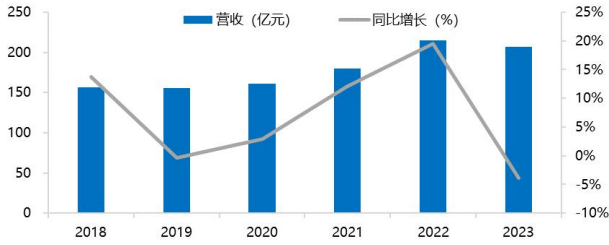
表 1：巨化股份分板块经营数据

业务板块		2019	2020	2021	2022	2023	2023同比
制冷剂	营收(亿元)	40.14	36.41	52.26	68.15	59.83	-12.21%
	毛利(亿元)	8.28	1.32	6.74	5.87	7.86	33.96%
	毛利率(%)	20.63%	3.62%	12.90%	8.61%	13.14%	+4.53个pct
基础化工产品及其他	营收(亿元)	25.62	25.55	32.91	48.71	41.25	-15.33%
	毛利(亿元)	6.51	8.30	7.24	14.70	8.43	-42.65%
	毛利率(%)	25.41%	32.48%	22.00%	30.18%	20.44%	-9.74个pct
石化材料	营收(亿元)	12.88	12.47	16.88	16.90	25.08	48.35%
	毛利(亿元)	1.54	1.05	1.21	0.43	1.30	202.18%
	毛利率(%)	11.92%	8.40%	7.16%	2.55%	5.19%	+2.64个pct
含氟聚合物材料	营收(亿元)	15.34	13.80	19.95	24.95	22.07	-11.54%
	毛利(亿元)	2.76	1.61	4.67	7.74	2.81	-63.72%
	毛利率(%)	18.00%	11.66%	23.42%	31.02%	12.72%	-18.30个pct
食品包装材料	营收(亿元)	7.44	7.96	9.92	13.65	13.00	-4.72%
	毛利(亿元)	0.79	1.02	2.16	6.02	3.92	-34.75%
	毛利率(%)	10.66%	12.85%	21.75%	44.07%	30.18%	-13.89个pct
氟化工原料	营收(亿元)	15.82	7.82	8.66	8.59	6.80	-20.83%
	毛利(亿元)	1.05	-0.99	2.04	4.77	1.65	-65.35%
	毛利率(%)	6.66%	-12.65%	23.59%	55.50%	24.29%	-31.21个pct
检维修及工程项目管理	营收(亿元)	0.60	0.44	0.75	0.60	0.64	6.66%
	毛利(亿元)	0.05	0.35	0.34	0.45	0.05	-88.75%
	毛利率(%)	8.50%	78.59%	45.50%	75.93%	8.01%	-67.92个pct
含氟精细化学品	营收(亿元)	0.99	1.99	1.36	0.59	0.49	-17.31%
	毛利(亿元)	0.45	0.90	0.33	0.23	0.10	-58.39%
	毛利率(%)	45.84%	45.38%	24.24%	39.92%	20.09%	-19.83个pct
其他业务	营收(亿元)	37.13	54.09	37.16	32.74	37.39	14.20%
	毛利(亿元)	35.81	52.78	36.48	32.00	36.21	13.17%
	毛利率(%)	3.54%	2.42%	1.84%	2.28%	3.17%	+0.89个pct
营业收入(亿元)		155.95	160.54	179.86	214.89	206.55	-3.88%
毛利润(亿元)		22.75	14.87	25.42	40.96	27.31	-33.32%
毛利率(%)		14.59%	9.26%	14.13%	19.06%	13.22%	-5.84个pct
归母净利润(亿元)		8.95	0.95	11.09	23.81	9.44	-60.37%

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所（以上数据来自年报，因部分产品作为内部下游产品原料使用，与公司经营数据口径有所差异）

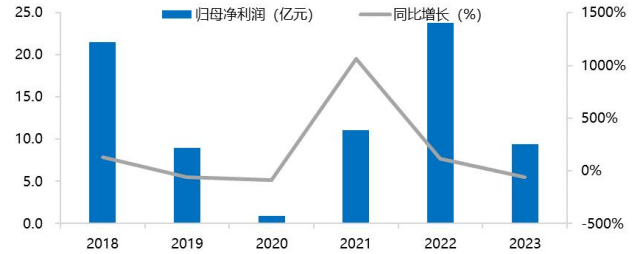
## 2、公司财务数据

图 1：2023 年营收同比-3.88%



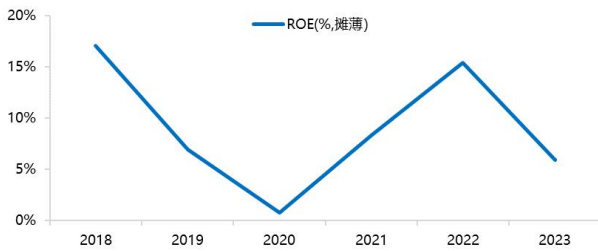
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：2023 年归母净利润同比-60.37%



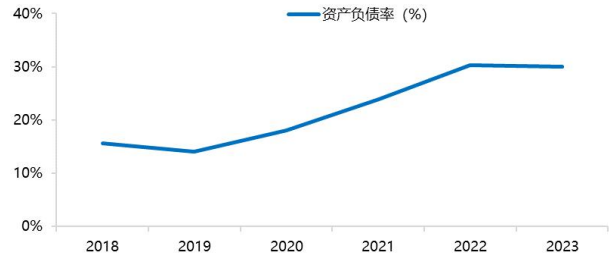
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：2023 年净资产收益率下降



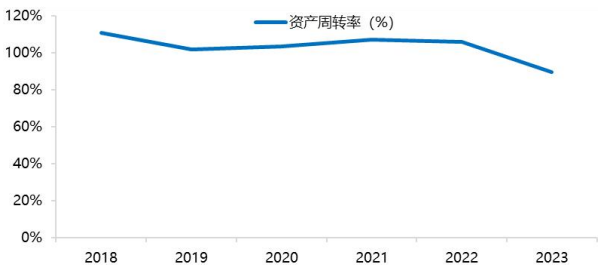
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4：2023 年资产负债率为 29.97%



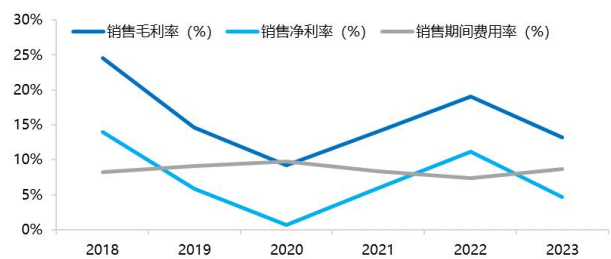
资料来源：wind，国海证券研究所

图 5：2023 年资产周转率为 89.78%



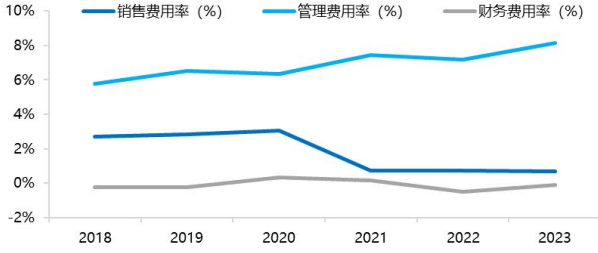
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年毛利率为 13.22%



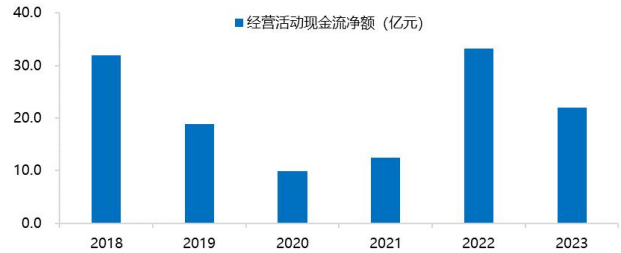
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年期间费用率基本平稳



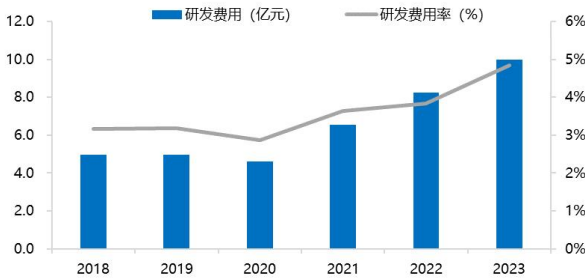
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年经营活动现金流净额 21.96 亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年研发费用达 10.01 亿元



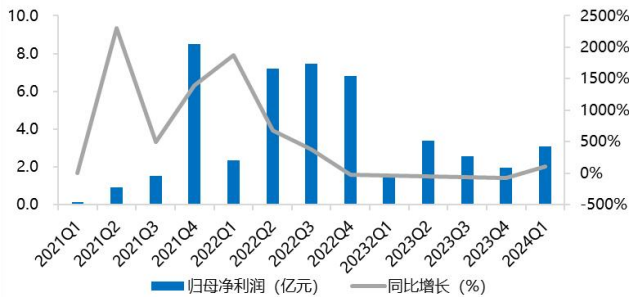
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2024 年 Q1 营收环比+17.82%



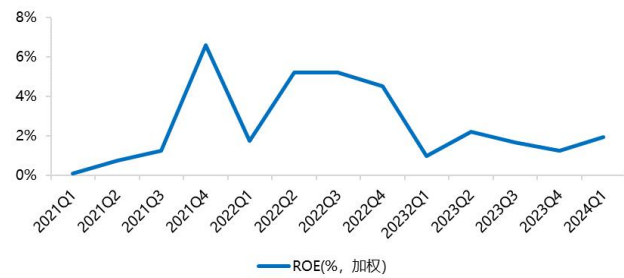
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11：2024 年 Q1 归母净利润环比+57.74%



资料来源：wind，国海证券研究所

图 12：季度净资产收益率



资料来源：wind，国海证券研究所

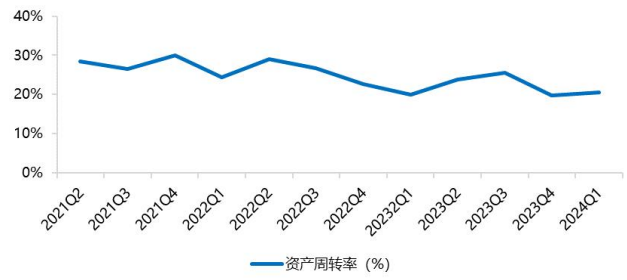


图 13: 季度资产负债率



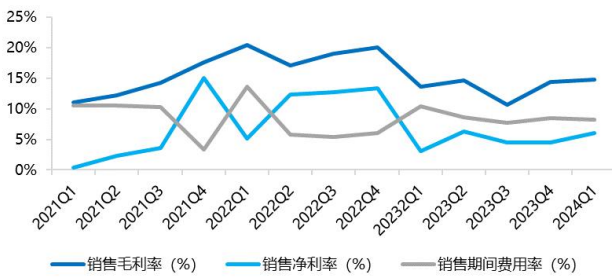
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 季度资产周转率



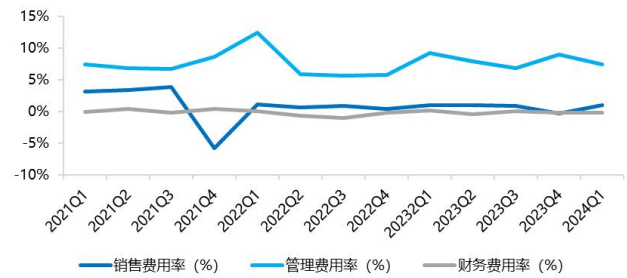
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 季度毛利率及净利率



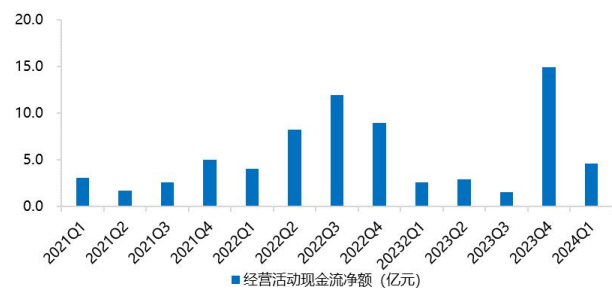
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度期间费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2024 年 Q1 经营活动现金流净额 4.65 亿元



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度研发费用情况

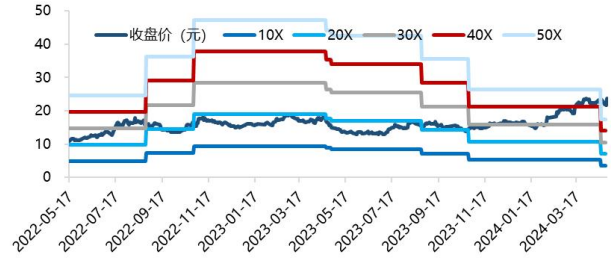


资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 收盘价及 PE (TTM)



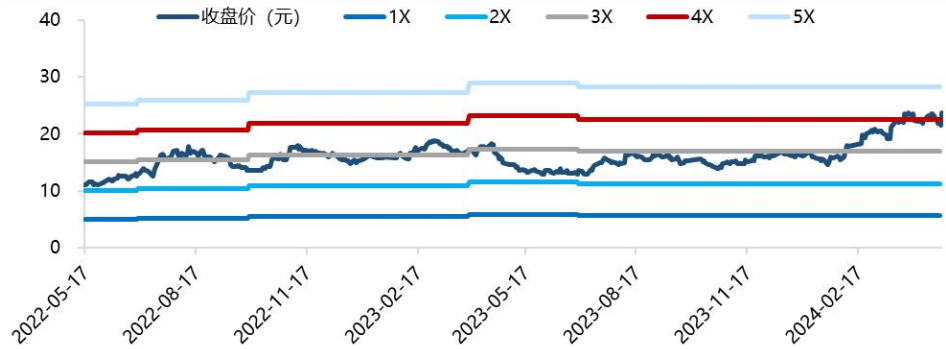
图 22: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/29)

资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/29)

图 23: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所 (截至 2024/4/29)

### 3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 240.02、270.65、297.87 亿元, 归母净利润分别为 30.51、39.82、49.75 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 21.22、16.26、13.01 倍, 公司是全球氟制冷剂龙头企业, 第三代氟制冷剂生产配额较大, 处于优势地位, 随着 2024 年正式进入配额生产期, 公司有望充分受益, 快速发展。首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 4、风险提示

安全生产风险; 环保政策变动风险; 原材料价格波动风险; 制冷剂产品升级换代风险; 项目建设不及预期风险; 宏观经济波动风险。



附表：巨化股份盈利预测表

证券代码：	600160				股价：	23.98				投资评级：	买入				日期：	2024/04/29			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	6%	16%	17%	18%	EPS	0.35	1.13	1.48	1.84										
毛利率	13%	20%	23%	25%	BVPS	5.95	7.10	8.57	10.41										
期间费率	4%	4%	4%	4%	<b>估值</b>														
销售净利率	5%	13%	15%	17%	P/E	47.11	21.22	16.26	13.01										
<b>成长能力</b>					P/B	2.77	3.38	2.80	2.30										
收入增长率	-4%	16%	13%	10%	P/S	2.16	2.70	2.39	2.17										
利润增长率	-60%	223%	31%	25%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.90	0.95	0.92	0.86	营业收入	20655	24002	27065	29787										
应收账款周转率	21.73	22.45	21.74	22.19	营业成本	17924	19082	20788	22197										
存货周转率	10.27	10.21	10.24	10.27	营业税金及附加	91	94	112	124										
<b>偿债能力</b>					销售费用	139	171	191	208										
资产负债率	30%	28%	26%	23%	管理费用	684	840	918	1013										
流动比	1.42	1.55	1.55	1.63	财务费用	-22	57	39	33										
速动比	0.89	1.05	1.09	1.16	其他费用/（-收入）	1001	985	1153	1312										
<b>资产负债表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业利润	1087	3295	4465	5540										
现金及现金等价物	1819	2800	3288	3764	营业外净收支	-10	0	0	0										
应收款项	1613	1878	2129	2334	利润总额	1077	3295	4465	5540										
存货净额	1764	1972	2086	2236	所得税费用	108	240	437	500										
其他流动资产	1225	1434	1566	1613	净利润	969	3055	4028	5039										
<b>流动资产合计</b>	<b>6421</b>	<b>8085</b>	<b>9070</b>	<b>9947</b>	少数股东损益	25	4	45	65										
固定资产	9506	11494	14785	18823	归属于母公司净利润	944	3051	3982	4975										
在建工程	2811	2811	2811	2811	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	2353	2088	2060	2034	经营活动现金流	2196	3831	5027	5956										
长期股权投资	2293	2679	3096	3510	净利润	944	3051	3982	4975										
<b>资产总计</b>	<b>23384</b>	<b>27157</b>	<b>31820</b>	<b>37125</b>	少数股东损益	25	4	45	65										
短期借款	605	601	712	888	折旧摊销	1061	1070	1332	1605										
应付款项	2903	3403	3819	3877	公允价值变动	-1	0	0	0										
合同负债	246	328	338	378	营运资金变动	230	22	29	-312										
其他流动负债	762	870	970	961	投资活动现金流	-2719	-2770	-4555	-5558										
<b>流动负债合计</b>	<b>4516</b>	<b>5202</b>	<b>5838</b>	<b>6104</b>	资本支出	-2857	-2979	-4466	-5451										
长期借款及应付债券	1743	1743	1743	1743	长期投资	-90	-386	-417	-415										
其他长期负债	748	751	751	751	其他	228	595	328	308										
<b>长期负债合计</b>	<b>2491</b>	<b>2494</b>	<b>2494</b>	<b>2494</b>	筹资活动现金流	210	-82	16	78										
<b>负债合计</b>	<b>7007</b>	<b>7696</b>	<b>8332</b>	<b>8598</b>	债务融资	1037	-19	111	177										
股本	2700	2700	2700	2700	权益融资	13	0	0	0										
股东权益	16377	19461	23488	28527	其它	-839	-64	-95	-99										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>23384</b>	<b>27157</b>	<b>31820</b>	<b>37125</b>	现金净增加额	-298	981	488	476										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

## 【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。