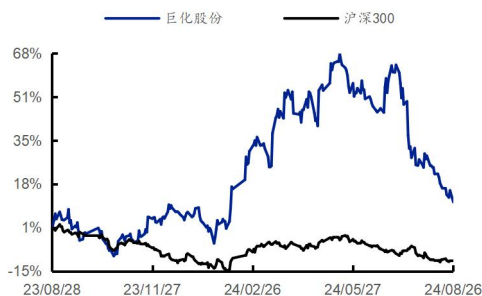


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：李振方 S0350124030010
 lizf@ghzq.com.cn

2024Q2 业绩同环比增加，制冷剂生产配额优势明显

——巨化股份（600160）公司点评

最近一年走势



	2024/08/26		
表现	1M	3M	12M
巨化股份	-12.8%	-27.4%	10.5%
沪深 300	-2.5%	-7.7%	-10.4%

	2024/08/26
当前价格(元)	17.00
52周价格区间(元)	13.80-26.10
总市值(百万)	45,895.68
流通市值(百万)	45,895.68
总股本(万股)	269,974.61
流通股本(万股)	269,974.61
日均成交额(百万)	519.88
近一月换手(%)	0.67

相关报告

《巨化股份（600160）2024年一季度报告点评报告：2024年一季度业绩大幅改善，制冷剂龙头地位进一步凸显（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》
 ——2024-04-29

事件：

2024年8月22日，巨化股份发布2024年中报：2024年上半年，公司实现营业收入120.80亿元，同比+19.65%；实现归母净利润8.34亿元，同比+70.31%；实现扣非归母净利润7.94亿元，同比+73.97%；销售毛利率16.73%，同比+2.5个pct，销售净利率7.65%，同比+2.8个pct；经营活动产生的现金流净额为6.05亿元，同比+10%。

2024Q2单季度，公司实现营业收入66.1亿元，同比+19.77%，环比+20.86%；实现归母净利润5.24亿元，同比+55.35%，环比+68.83%；扣非后归母净利润为5.06亿元，同比+55.95%，环比+75.67%；销售毛利率为18.38%，同比+3.68个pct，环比+3.63个pct；销售净利率为8.98%，同比+2.67个pct，环比+2.94个pct；经营活动现金净额为1.4亿元。

投资要点：

■ 制冷剂产品量价齐升，公司2024Q2业绩同环比增加

受到第三代制冷剂2024年起实行生产配额制，第二代制冷剂2025年削减影响，制冷剂产品价格大幅上涨。2024年二季度公司实现营业收入66.1亿元，同比+19.77%，环比+20.86%。分产品来看，氟化工原料实现收入2.96亿元，同比-0.67%，环比+15.23%，产量28.18万吨，同比-3.71%，环比+8.96%，外销量8.96万吨，同比-4.30%，环比+14.59%，均价0.33万元/吨，同比+3.79%，环比+0.55%；制冷剂实现收入23.34亿元，同比+47.35%，环比+46.80%，产量16.94万吨，同比+31.89%，环比+29.27%，外销量9.43万吨，同比+17.80%，环比+40.73%，均价2.47万元/吨，同比+25.09%，环比+4.31%；含氟聚合物材料实现收入4.33亿元，同比-28.58%，环比+6.23%，产量3.37万吨，同比+2.70%，环比+12.52%，外销量1.13万吨，同比-7.20%，环比+13.51%，均价3.82万元/吨，同比-23.04%，环比-6.42%；含氟精细化学品实现收入0.74亿元，同比+81.19%，环比-0.08%，产量0.17万吨，同比+201.16%，环比+55.31%，外销量0.17万吨，同比+323.81%，环比+42.74%，均价4.43万元/吨，同比-57.25%，环比-30%；食品包装材料实现收入2.23亿元，同比-11.15%，环比+4.98%，产量3.93万吨，同比-8.12%，环比+2.25%，外销量1.99万吨，同比+7.04%，环比+6.81%，均价1.12万

元/吨，同比-17%，环比-1.71%；石化材料实现收入 10.96 亿元，同比+61.58%，环比+22.65%，产量 16.1 万吨，同比+51.16%，环比+17.42%，外销量 14.42 万吨，同比+62.97%，环比+30.69%，均价 0.76 万元/吨，同比-0.85%，环比-6.15%；基础化工及其它实现收入 6.5 亿元，同比-8.64%，环比-1.65%，产量 74 万吨，同比+2.91%，环比-6.17%，外销量 40.76 万吨，同比-4.40%，环比-16.65%，均价万 0.16 元/吨，同比-4.43%，环比+18.00%。

2024 年二季度，公司实现归母净利润 5.24 亿元，同比+55.35%，环比+68.83%；销售毛利率为 18.38%，同比+3.68 个 pct，环比+3.63 个 pct；销售净利率为 8.98%，同比+2.67 个 pct，环比+2.94 个 pct；销售费用率为 0.6%，同比-0.4 个 pct，环比-0.36 个 pct，主要由于出口产品包装费、租赁费等下降；管理费用率为 3.22%，同比-0.21 个 pct，环比-0.34 个 pct；研发费用率为 4.92%，同比+0.38 个 pct，环比+0.99 个 pct，主要因为研发活动直接物料、设备等投入增加；财务费用率为 0.57%，同比+0.97 个 pct，环比+0.82 个 pct，主要因为贷款增加。

■ **公司第二、三代氟制冷剂生产配额优势明显，制冷剂龙头地位有望进一步显现**

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。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%。公司（含控股子公司）现拥有第二代氟制冷剂 HCHC-22 生产配额 4.75 万吨，占全国 26.3%，其内用配额占全国 31.55%，为国内第一。

■ **氟化工材料产业链一体化经营，发展空间良好**

公司核心业务氟化工处国内龙头地位，是国内唯一拥有第一至四代含氟制冷剂系列产品，同时拥有新型含氟冷媒、碳氢制冷剂产品以及系列混配制冷剂的生产企业。公司为国内第四代氟制冷剂（HFOs）有效规模和品种领先的生产企业，现运营两套主流 HFOs 生产装置，产能约 8000 吨/年，正在实施新一套年产 9000 吨的 HFOs 生产装置，同时拥有电子氟化液氢氟醚 D 系列产品和全氟聚醚 JHT 系列产品，以及 3.5 万吨/年碳氢制冷剂产能。公司含氟聚合物呈良好成长态势，10000t/a 高品质可熔氟树脂及配套项目、500 吨/年全氟磺酸树脂项目一期 250 吨/年项目、1 万吨/年 FEP 扩建项目等氟聚合物项目建成后，有望进一步提升公司氟聚合物市场地位。随着公司 4000 吨/年氢氟醚 D 系列产品、1000 吨/年全氟聚醚 JHT 系列产品投产达产及飞源化工的收购，公司含氟精细化学品

产能规模、品种数量快速提升。另外，公司 VDC、PVDC 产业产能规模位居全球首位，产品逐步向多元化、高端化、终端化拓展，国内市场占有率位居第一，综合竞争力稳居全国前列。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 240.61、272.47、293.32 亿元，归母净利润分别为 24.01、28.56、33.62 亿元，对应当前股价 PE 分别为 19.12、16.07、13.65 倍，公司是全球氟制冷剂龙头企业，制冷剂生产配额绝对领先，随着制冷剂正式进入配额生产期，公司有望充分受益，快速发展。维持“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	24061	27247	29332
增长率(%)	-4	16	13	8
归母净利润（百万元）	944	2401	2856	3362
增长率(%)	-60	154	19	18
摊薄每股收益（元）	0.35	0.89	1.06	1.25
ROE(%)	6	14	14	15
P/E	47.11	19.12	16.07	13.65
P/B	2.77	2.58	2.32	2.08
P/S	2.16	1.91	1.68	1.56
EV/EBITDA	23.11	12.77	10.83	9.41

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

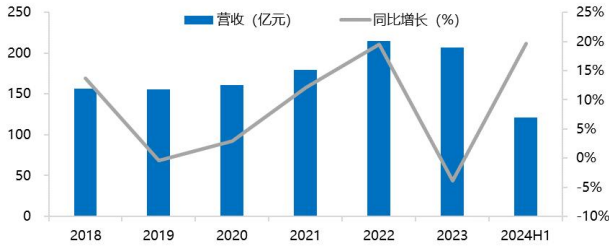
表 1：巨化股份分板块经营数据

业务板块		2019	2020	2021	2022	2023	2024H1	2024H1 同比
制冷剂	营收 (亿元)	40.14	36.41	52.26	68.15	59.83	43.19	46.76%
	毛利 (亿元)	8.28	1.32	6.74	5.87	7.86	12.01	
	毛利率 (%)	20.63%	3.62%	12.90%	8.61%	13.14%	27.81	
基础化工产品及其他	营收 (亿元)	25.62	25.55	32.91	48.71	41.25	17.82	10.40%
	毛利 (亿元)	6.51	8.30	7.24	14.70	8.43	3.08	
	毛利率 (%)	25.41%	32.48%	22.00%	30.18%	20.44%	17.30	
石化材料	营收 (亿元)	12.88	12.47	16.88	16.90	25.08	20.16	66.27%
	毛利 (亿元)	1.54	1.05	1.21	0.43	1.30	1.83	
	毛利率 (%)	11.92%	8.40%	7.16%	2.55%	5.19%	9.07	
含氟聚合物材料	营收 (亿元)	15.34	13.80	19.95	24.95	22.07	11.44	-3.23%
	毛利 (亿元)	2.76	1.61	4.67	7.74	2.81	0.70	
	毛利率 (%)	18.00%	11.66%	23.42%	31.02%	12.72%	6.14	
食品包装材料	营收 (亿元)	7.44	7.96	9.92	13.65	13.00	5.11	-0.15%
	毛利 (亿元)	0.79	1.02	2.16	6.02	3.92	1.32	
	毛利率 (%)	10.66%	12.85%	21.75%	44.07%	30.18%	25.87	
氟化工原料	营收 (亿元)	15.82	7.82	8.66	8.59	6.80	17.70	124.89%
	毛利 (亿元)	1.05	-0.99	2.04	4.77	1.65	-0.11	
	毛利率 (%)	6.66%	-12.65%	23.59%	55.50%	24.29%	-0.60	
检维修及工程项目管理	营收 (亿元)	0.60	0.44	0.75	0.60	0.64	0.21	-49.69%
	毛利 (亿元)	0.05	0.35	0.34	0.45	0.05	0.03	
	毛利率 (%)	8.50%	78.59%	45.50%	75.93%	8.01%	15.85	
含氟精细化学品	营收 (亿元)	0.99	1.99	1.36	0.59	0.49	1.18	350.28%
	毛利 (亿元)	0.45	0.90	0.33	0.23	0.10	0.06	
	毛利率 (%)	45.84%	45.38%	24.24%	39.92%	20.09%	4.96	
其他业务	营收 (亿元)	37.13	54.09	37.16	32.74	37.39	3.99	-77.57%
	毛利 (亿元)	35.81	52.78	36.48	32.00	36.21	1.28	
	毛利率 (%)	3.54%	2.42%	1.84%	2.28%	3.17%	32.07%	
营业收入 (亿元)		155.95	160.54	179.86	214.89	206.55	120.80	19.65%
毛利润 (亿元)		22.75	14.87	25.42	40.96	27.31	20.22	41.07%
毛利率 (%)		14.59%	9.26%	14.13%	19.06%	13.22%	16.73%	+2.54个pct
归母净利润 (亿元)		8.95	0.95	11.09	23.81	9.44	8.34	70.31%

资料来源：Wind，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）

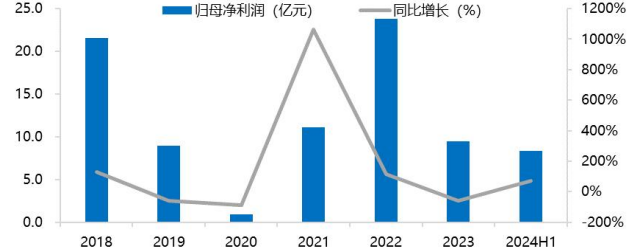
2、公司财务数据

图 1：2024H1 营收同比+19.65%



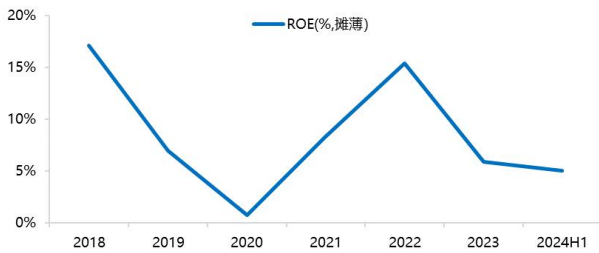
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：2024H1 归母净利润同比+70.31%



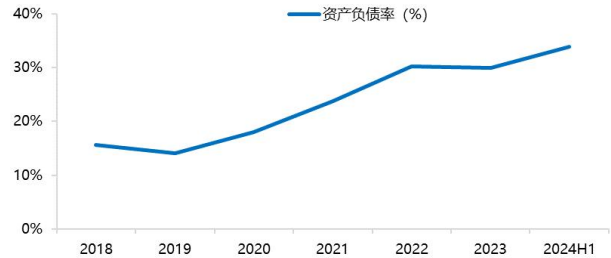
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：2024H1 净资产收益率下降



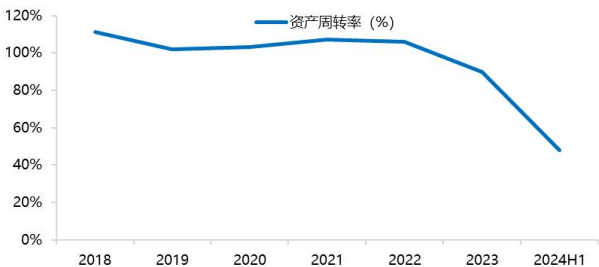
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：2024H1 资产负债率为 33.93%



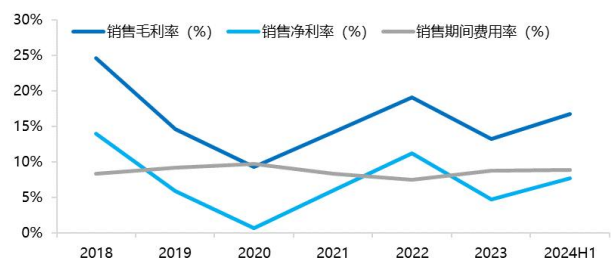
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 5：2024H1 资产周转率为 47.89%



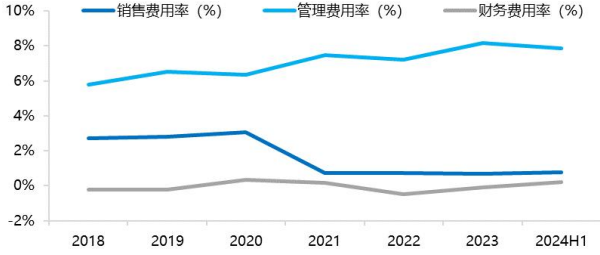
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 6：2024H1 毛利率为 16.73%



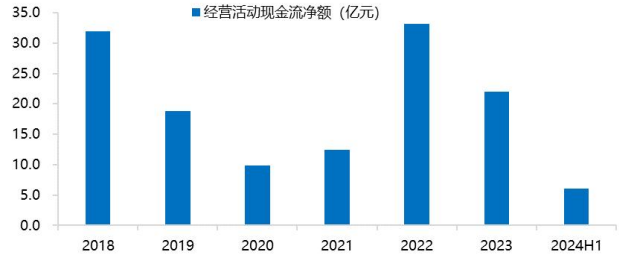
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：2024H1 期间费用率



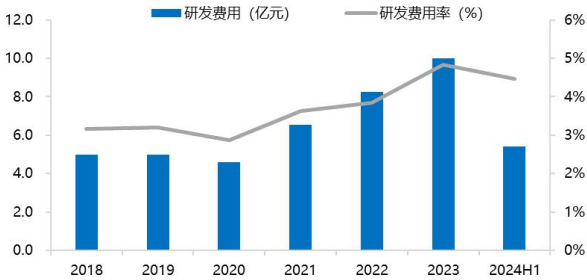
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 8：2024H1 经营活动现金流净额 6.05 亿元



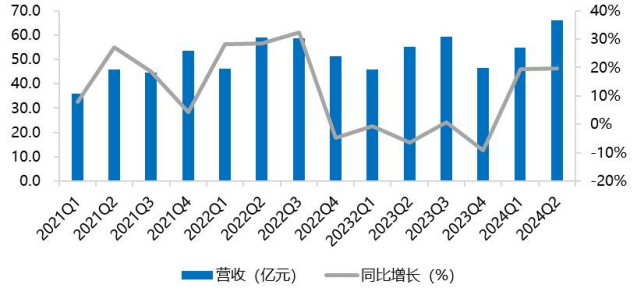
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 9：2024H1 研发费用达 5.41 亿元



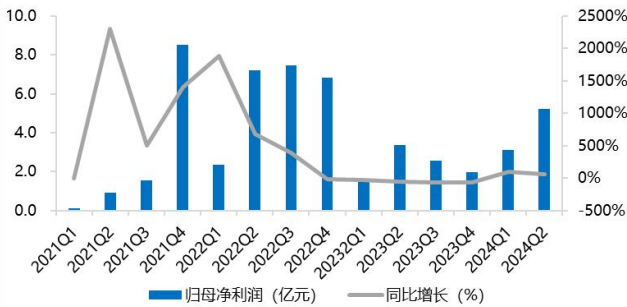
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 10：2024 年 Q2 营收环比+20.86%



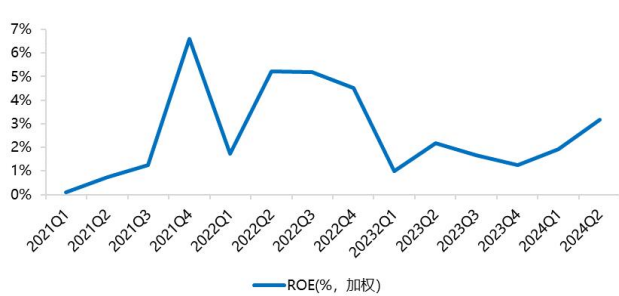
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 11：2024 年 Q2 归母净利润环比+68.83%



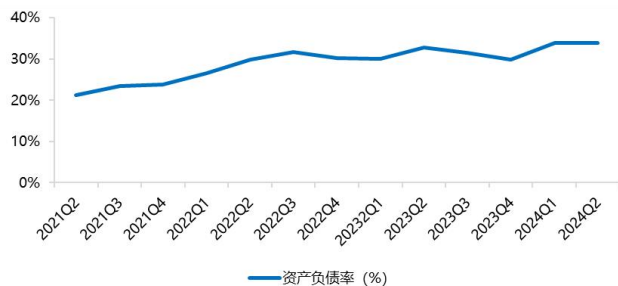
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 12：季度净资产收益率



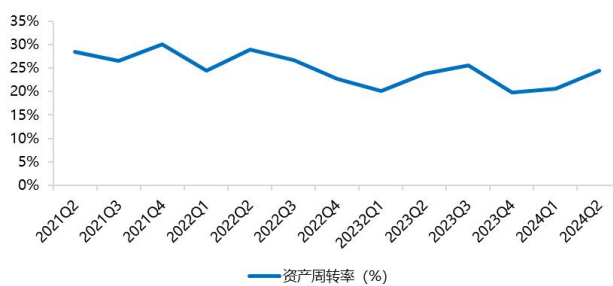
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 13: 季度资产负债率



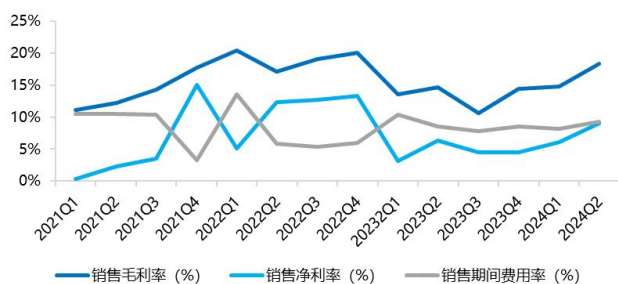
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 14: 季度资产周转率



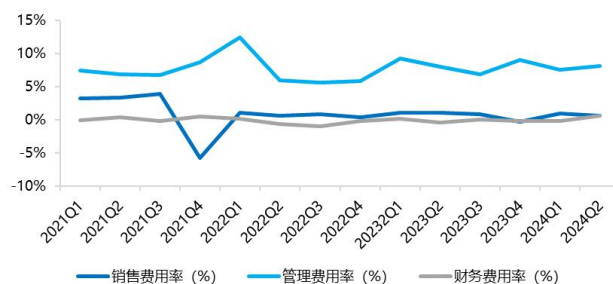
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 15: 季度毛利率、净利率及期间费用率



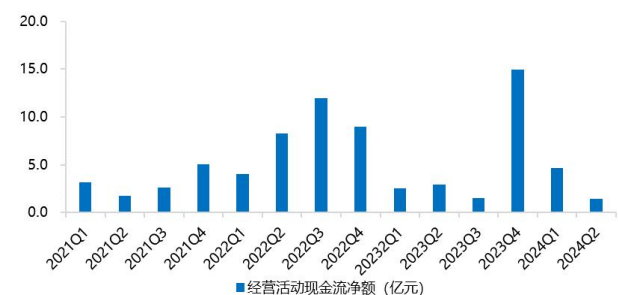
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 16: 季度期间费用率



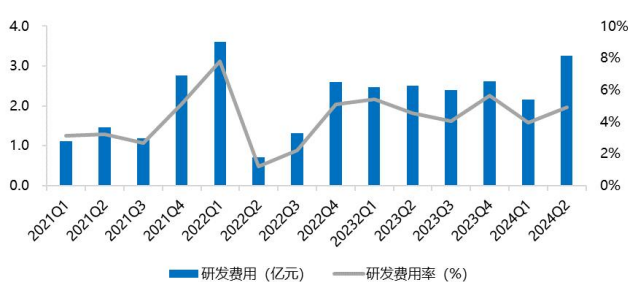
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 17: 2024 年 Q2 经营活动现金流净额 1.40 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 19: 收盘价及 PE (TTM)

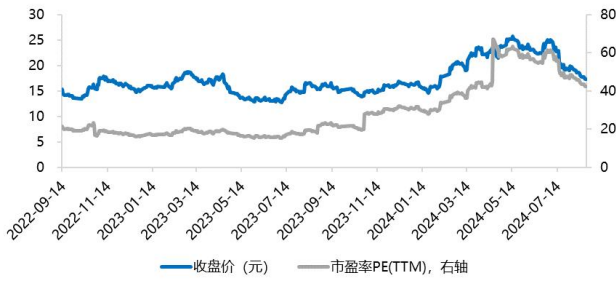
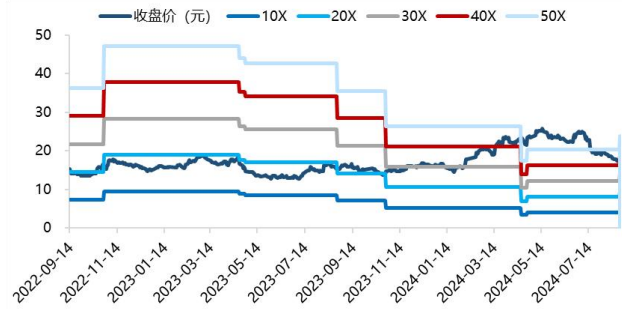


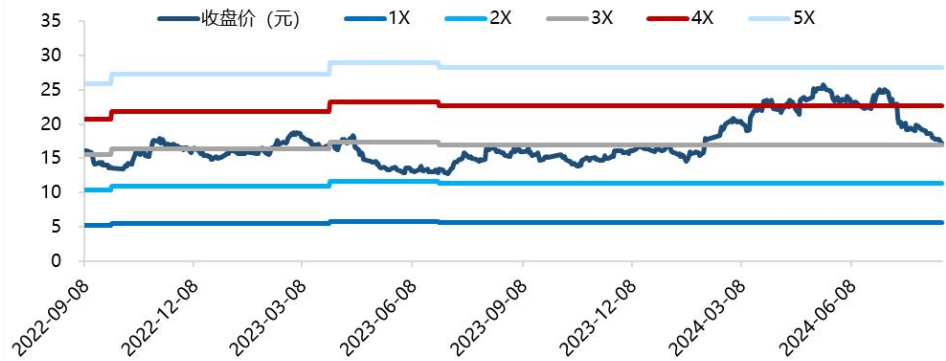
图 20: PE-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/26)

资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/26)

图 21: PB-BAND



资料来源: Wind, 国海证券研究所 (截至 2024/8/26)

3、盈利预测与评级

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 240.61、272.47、293.32 亿元, 归母净利润分别为 24.01、28.56、33.62 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 19.12、16.07、13.65 倍, 公司是全球氟制冷剂龙头企业, 制冷剂生产配额绝对领先, 随着制冷剂正式进入配额生产期, 公司有望充分受益, 快速发展。维持“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：	17.00				投资评级：	买入				日期：	2024/08/26			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	6%	14%	14%	15%	EPS	0.35	0.89	1.06	1.25										
毛利率	13%	18%	19%	20%	BVPS	5.95	6.58	7.32	8.19										
期间费率	4%	4%	4%	4%	估值														
销售净利率	5%	10%	10%	11%	P/E	47.11	19.12	16.07	13.65										
成长能力					P/B	2.77	2.58	2.32	2.08										
收入增长率	-4%	16%	13%	8%	P/S	2.16	1.91	1.68	1.56										
利润增长率	-60%	154%	19%	18%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.90	0.98	1.00	0.98	营业收入	20655	24061	27247	29332										
应收账款周转率	21.73	22.47	21.79	21.96	营业成本	17924	19716	22112	23504										
存货周转率	10.27	10.37	10.39	10.25	营业税金及附加	91	95	112	122										
偿债能力					销售费用	139	183	207	223										
资产负债率	30%	30%	30%	28%	管理费用	684	842	924	998										
流动比	1.42	1.17	1.21	1.32	财务费用	-22	57	80	72										
速动比	0.89	0.66	0.74	0.84	其他费用/(-收入)	1001	1076	1218	1311										
					营业利润	1087	2616	3198	3733										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-10	0	0	0										
现金及现金等价物	1819	759	1350	1989	利润总额	1077	2616	3198	3733										
应收款项	1613	1883	2144	2298	所得税费用	108	191	313	337										
存货净额	1764	2038	2219	2367	净利润	969	2425	2885	3396										
其他流动资产	1225	1440	1579	1606	少数股东损益	25	24	29	34										
流动资产合计	6421	6119	7292	8260	归属于母公司净利润	944	2401	2856	3362										
固定资产	9506	11494	12522	13493															
在建工程	2811	2811	2811	2811	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	2353	2760	2953	3222	经营活动现金流	2196	3301	3709	3930										
长期股权投资	2293	2679	3096	3510	净利润	944	2401	2856	3362										
资产总计	23384	25863	28673	31297	少数股东损益	25	24	29	34										
短期借款	605	601	712	888	折旧摊销	1061	1070	1094	1173										
应付款项	2903	3516	4062	4105	公允价值变动	-1	0	0	0										
合同负债	246	329	341	372	营运资金变动	230	75	93	-268										
其他流动负债	762	792	908	894	投资活动现金流	-2719	-3456	-2273	-2358										
流动负债合计	4516	5237	6023	6260	资本支出	-2857	-3643	-2187	-2247										
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	788	788	788	其他	228	572	330	303										
长期负债合计	2491	2530	2530	2530	筹资活动现金流	210	-911	-844	-932										
负债合计	7007	7768	8553	8790	债务融资	1037	-97	111	177										
股本	2700	2700	2700	2700	权益融资	13	1	0	0										
股东权益	16377	18096	20121	22506	其它	-839	-815	-955	-1109										
负债和股东权益总计	23384	25863	28673	31297	现金净增加额	-298	-1060	591	639										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

董伯骏，研究所所长助理，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，6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。

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。