

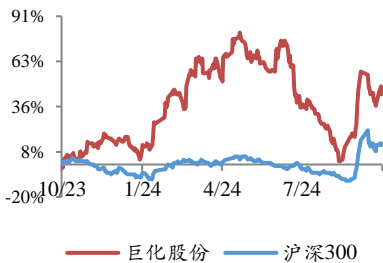
制冷剂板块业绩逐步释放，长景气周期有望延续

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-25

收盘价(元)	20.99
近12个月最高/最低(元)	26.10/13.80
总股本(百万股)	2,700
流通股本(百万股)	2,700
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	567
流通市值(亿元)	567

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘旭升

执业证书号：S0010524070003

电话：17610267257

邮箱：liuxs@hazq.com

相关报告

1. 半年度业绩大幅增长，制冷剂景气周期有望延续 2024-08-23

2. 24H1 业绩同比大幅增长，看好三代制冷剂景气度提升 2024-07-10

3. 24Q1 业绩同比翻倍增长，三代制冷剂景气度持续回升 2024-04-27

主要观点：

● 事件描述

10月24日，巨化股份发布2024年三季度报告。2024年前三季度公司实现营业总收入179.06亿元，同比+11.83%；实现归母净利润12.58亿元，同比+68.40%；实现扣非归母净利润11.84亿元，同比+71.89%。3Q24公司实现营业总收入58.26亿元，同比-1.53%，环比-11.86%；实现归母净利润4.23亿元，同比+64.76%，环比-19.19%；实现扣非归母净利润3.90亿元，同比+67.81%，环比-22.81%。

● 制冷剂板块延续增长趋势，其他板块短期拖累公司业绩

2024年前三季度公司实现营业总收入179.06亿元，同比+11.83%；实现归母净利润12.58亿元，同比+68.40%。主要原因是公司主营产品制冷剂量价齐升，继续延续增长趋势。2024年前三季度公司制冷剂平均售价和外销量分别为2.56万元/吨和2.46万吨，同比分别为+30%和+11.41%。而受供给充裕、需求疲软影响，公司氟聚合物材料、食品包装材料、基础化工产品销售均价同比分别下跌18.72%、10.77%、13.44%，对公司盈利带来不利影响。

● 制冷剂淡季延续涨价趋势，看好制冷剂价格长景气周期

三季度是制冷剂传统消费淡季，公司季度销量环比下降，但产品价格涨幅扩大且结构优化。其中：内贸上，R32因年度生产配额超进度使用，产品价格较快上行，R125、R134a等因历史社会库存去化，量价回升；外贸上，因历史社会库存去化，量价快速回升，且季度末量价回升幅度扩大。进入四季度，随着制冷剂传统消费淡季结束，新冷年开启，我们预期制冷剂价格将保持良好回升态势。据百川盈孚数据，截至2024年10月25日，公司主营制冷剂产品R32、R125、R134a、R22市场均价较2024年1月2日分别提升126%、28%、18%、51%至3.90、3.55、3.30、3.10万元/吨，价差较2024年1月1日分别提升444%、60%、64%、84%至2.57、1.99、1.95、2.22万元/吨，主流制冷剂盈利能力大幅提升。在供给强约束叠加需求刚性背景下，三代制冷剂有望保持长景气周期，公司未来有望充分受益。

● 投资建议

我们坚定看好三代制冷剂价格回暖带来的业绩增量以及巨化氟氟联动带来的成本优势。同时公司布局含氟新材料，高附加值拉升公司毛利率中枢。考虑到公司基础化工品、含氟聚合物、含氟精细化工品等板块销售均价大幅下滑，我们下调公司2024-2026年业绩预期。预计公司2024-2026年归母净利润分别为20.27、32.16、42.10亿元（原2024-2026年分别为23.58、33.67、42.15亿元），同比增速为+114.8%、

+58.7%、+30.9%。对应 PE 分别为 28、18、13 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 宏观政策风险；
- (2) 下游需求不及预期；
- (3) 新产能投产进度不及预期；
- (4) 四代制冷剂替代速度加快。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20655	20498	22426	24590
收入同比 (%)	-3.9%	-0.8%	9.4%	9.7%
归属母公司净利润	944	2027	3216	4210
净利润同比 (%)	-60.4%	114.8%	58.7%	30.9%
毛利率 (%)	13.2%	17.6%	22.8%	25.8%
ROE (%)	5.9%	11.4%	15.3%	16.6%
每股收益 (元)	0.35	0.75	1.19	1.56
P/E	47.11	27.96	17.62	13.46
P/B	2.77	3.18	2.69	2.24
EV/EBITDA	23.11	18.76	12.48	9.53

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6421	6659	8434	11400	营业收入	20655	20498	22426	24590
现金	1818	2031	3547	6165	营业成本	17924	16884	17306	18240
应收账款	921	980	1040	1145	营业税金及附加	91	84	94	103
其他应收款	20	21	23	25	销售费用	139	144	156	171
预付账款	113	103	102	110	管理费用	684	700	756	830
存货	1764	1706	1729	1824	财务费用	-22	23	18	-26
其他流动资产	1786	1818	1994	2131	资产减值损失	-35	87	120	126
非流动资产	16963	18709	20385	21926	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	2293	2704	3127	3548	投资净收益	91	238	228	239
固定资产	9506	10836	12362	13913	营业利润	1087	2251	3621	4729
无形资产	676	658	642	626	营业外收入	13	0	0	0
其他非流动资产	4488	4511	4255	3839	营业外支出	24	0	0	0
资产总计	23384	25367	28819	33326	利润总额	1077	2251	3621	4729
流动负债	4516	4664	4808	5005	所得税	108	202	357	454
短期借款	605	625	645	665	净利润	969	2048	3265	4275
应付账款	1798	1840	1866	1951	少数股东损益	25	21	49	65
其他流动负债	2113	2199	2298	2389	归属母公司净利润	944	2027	3216	4210
非流动负债	2491	2549	2572	2587	EBITDA	1968	3061	4481	5596
长期借款	1743	1763	1783	1803	EPS (元)	0.35	0.75	1.19	1.56
其他非流动负债	748	787	790	785					
负债合计	7007	7213	7380	7592					
少数股东权益	302	323	372	437					
股本	2700	2700	2700	2700					
资本公积	4666	4667	4667	4667					
留存收益	8709	10464	13700	17930					
归属母公司股东权益	16075	17831	21067	25297					
负债和股东权益	23384	25367	28819	33326					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2196	2748	3669	4672
净利润	969	2048	3265	4275
折旧摊销	1061	788	842	894
财务费用	9	77	79	80
投资损失	-92	-238	-228	-239
营运资金变动	230	170	-125	-162
其他经营现金流	758	1781	3225	4260
投资活动现金流	-2719	-2175	-2137	-2029
资本支出	-2857	-1975	-1932	-1836
长期投资	-90	-421	-433	-432
其他投资现金流	228	221	228	239
筹资活动现金流	210	-357	-36	-45
短期借款	423	20	20	20
长期借款	416	20	20	20
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	376	1	0	0
其他筹资现金流	-1004	-399	-76	-85
现金净增加额	-298	213	1517	2618

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-3.9%	-0.8%	9.4%	9.7%
营业利润	-60.5%	107.1%	60.9%	30.6%
归属于母公司净利	-60.4%	114.8%	58.7%	30.9%
获利能力				
毛利率 (%)	13.2%	17.6%	22.8%	25.8%
净利率 (%)	4.6%	9.9%	14.3%	17.1%
ROE (%)	5.9%	11.4%	15.3%	16.6%
ROIC (%)	4.3%	9.9%	13.5%	14.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	30.0%	28.4%	25.6%	22.8%
净负债比率 (%)	42.8%	39.7%	34.4%	29.5%
流动比率	1.42	1.43	1.75	2.28
速动比率	0.89	0.93	1.26	1.78
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.84	0.83	0.79
应收账款周转率	21.73	21.56	22.20	22.51
应付账款周转率	9.26	9.28	9.34	9.56
每股指标 (元)				
每股收益	0.35	0.75	1.19	1.56
每股经营现金流薄)	0.81	1.02	1.36	1.73
每股净资产	5.95	6.60	7.80	9.37
估值比率				
P/E	47.11	27.96	17.62	13.46
P/B	2.77	3.18	2.69	2.24
EV/EBITDA	23.11	18.76	12.48	9.53

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。