公司研究 | 点评报告 | 巨化股份（600160.SH）

# 淡季销量回落，制冷剂景气持续提升

## 报告要点

公司发布 2024 年三季报，前三季度实现收入 179.1 亿元（同比+11.8%），实现归属净利润 12.6 亿元（同比+68.4%），实现归属扣非净利润 11.8 亿元（同比+71.9%）。其中 Q3 单季度实现收入 58.3 亿元（同比-1.5%，环比-11.9%），实现归属净利润 4.2 亿元（同比+64.8%，环比-19.2%），实现归属扣非净利润 3.9 亿元（同比+67.8%，环比-22.8%）。

## 分析师及联系人

马太

SAC：S0490516100002

SFC：BUT911

| 证券研究报告 |

2024-10-27

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

巨化股份（600160.SH）

# 淡季销量回落，制冷剂景气持续提升

## 事件描述

公司发布 2024 年三季报，前三季度实现收入 179.1 亿元（同比+11.8%），实现归属净利润 12.6 亿元（同比+68.4%），实现归属扣非净利润 11.8 亿元（同比+71.9%）。其中 Q3 单季度实现收入 58.3 亿元（同比-1.5%，环比-11.9%），实现归属净利润 4.2 亿元（同比+64.8%，环比-19.2%），实现归属扣非净利润 3.9 亿元（同比+67.8%，环比-22.8%）。

## 事件评论

- **Q3 采购淡季下制冷剂销量环比回落，产品有涨有跌，含氟聚合物、基础化工品等价格环比下滑。**2024Q3 制冷剂业务实现收入 23.9 亿元（同比+60.0%，环比+2.6%）；外销量 8.5 万吨（同比+10.5%，环比-9.8%）；均价 28152 元/吨，环比增长 13.8%（+3405 元/吨）。 2024Q3 空调排产转淡，产业在线数据显示 2024 年 7-9 月空调排产合计为 3906 万台（同比+4.1%，环比-36.6%），预计空调新增的相关品种如 R32、R410a 需求转弱。价格方面，根据百川盈孚，2024Q3 制冷剂 R22/R32/R134a/R125/R143a（永和出厂）内销均价为 30234/36098/32000/31076/43250 元/吨，较 Q2 环比变化+12.6%/+8.6%/+2.3%/-25.4%/-27.9%。随着海外去库，三季度 R32、R410a 等出口量环比增长明显，R22/R32/R134a/R125&R143A/R410a 出口均价（不含税）为 19042/23905/26880/21352/24519 元/吨，较 Q2 均价环比增长+19.1%/+24.4%/-2.4%/-10.2%/-0.8%。含氟聚合物方面，Q3 价格继续回落，PTFE（分散树脂）/PVDF（电池级）/HFP 均价为 42530/58900/35841 元/吨，较 Q2 环比变化-6.5%/-1.8%/-1.8%。基础化工品以及石化材料方面，部分产品如烧碱（99%）、己内酰胺的产品价格环比变化-2.8%、-4.6%，整体或起到了一定的拖累。
- **展望 Q4，制冷剂内外贸价格趋近，整体价格稳步向上。**Q3 生态环境部发布《关于 2024 年度氢氟碳化物剩余配额有关安排的通知》，公司预计可分得配额 1.6 万吨，但同时四季度公司将进行年度系统大修，根据实际安排供应计划。同时，需求端空调以旧换新推动排产同比大幅增长，产业在线数据显示 10/11/12 月份空调排产同比分别上升 23.9%/24.0%/9.7%。R22/R32/R134a/R125 近期均出现上涨，R125、R134a 等因历史社会库存去化，量价回升。截至 10 月 24 日，R22/R32/R134a/R125 的内销 Q4 均价为 30694/38167/34028/34667 元/吨，环比 Q2 变化+1.5%/+5.7%/6.3%/11.6%。同时，R32 外销报价已经与当下内贸齐平，R134a 外贸价格也逐步逼近内销。基础化工品方面，近期烧碱价格企稳回升。
- **展望明年，政策方案落地，制冷剂景气有望进一步提升。**生态环境部关于制冷剂 2025 年分配方案已正式落地。二代制冷剂方面，2025 年 R22 分配总生产配额 14.91 万吨，较 2024 年减少 3.28 万吨，R22 分配内用生产配额 8.09 万吨，较 2024 年减少 3.10 万吨。三代制冷剂方面，增发 R22 的主要替代品 R32 内用生产配额 4.50 万吨，可调节余地为 10%。二代制冷剂随着配额削减，维修需求较为刚性；三代制冷剂随着库存去化，需求增长，供需紧平衡局面进一步改善，二、三代制冷剂景气有望逐步向上。
- 制冷剂行业右侧持续启动，公司作为行业龙头企业，有望充分受益行业景气度提升，预计 24-26 年业绩为 19.8、34.0、47.3 亿元。

## 风险提示

1、行业需求增长不及预期；2、产品建设不及预期。

**公司基础数据**

| | |
|---|---|
| 当前股价(元) | 20.99 |
| 总股本(万股) | 269,975 |
| 流通A股/B股(万股) | 269,975/0 |
| 每股净资产(元) | 6.32 |
| 近12月最高/最低价(元) | 26.10/14.25 |

注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价

**市场表现对比图(近 12 个月)**

资料来源：Wind

**相关研究**

•《业绩环比快速增长，制冷剂景气持续上行》2024-08-25

•《制冷剂领军者，加码氟材料和精细品》2024-06-30

更多研报请访问
长江研究小程序

# 风险提示

1、**行业需求增长不及预期**：制冷剂行业大多为家用空调、汽车空调、工业制冷等领域，与地产、经济相关，存在行业需求增长不及预期的风险。

2、**产品建设不及预期**：公司在建项目较多，为含氟高分子材料以及含氟精细化学品领域，此前公司主要聚焦大宗品制冷剂，存在相关项目建设不及预期的风险。

## 财务报表及预测指标

**利润表（百万元）**

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | **20655** | **22265** | **23081** | **24660** |
| 营业成本 | 17924 | 18457 | 17598 | 17525 |
| **毛利** | **2731** | **3808** | **5483** | **7134** |
| %营业收入 | 13% | 17% | 24% | 29% |
| 营业税金及附加 | 91 | 98 | 101 | 108 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 销售费用 | 139 | 150 | 155 | 166 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 管理费用 | 684 | 737 | 765 | 817 |
| %营业收入 | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 研发费用 | 1001 | 1079 | 1118 | 1195 |
| %营业收入 | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 财务费用 | -22 | 0 | 0 | 0 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% |
| 加：资产减值损失 | -35 | 221 | 221 | 221 |
| 信用减值损失 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 91 | 98 | 102 | 109 |
| **营业利润** | **1087** | **2264** | **3875** | **5401** |
| %营业收入 | 5% | 10% | 17% | 22% |
| 营业外收支 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | **1077** | **2264** | **3875** | **5401** |
| %营业收入 | 5% | 10% | 17% | 22% |
| 所得税费用 | 108 | 227 | 388 | 541 |
| 净利润 | 969 | 2037 | 3486 | 4860 |
| **归属于母公司所有者的净利润** | **944** | **1984** | **3396** | **4734** |
| 少数股东损益 | 25 | 53 | 91 | 126 |
| **EPS（元）** | **0.35** | **0.74** | **1.26** | **1.75** |

**现金流量表（百万元）**

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流净额** | **2196** | **2897** | **3055** | **5828** |
| 取得投资收益收回现金 | 33 | 98 | 102 | 109 |
| 长期股权投资 | -441 | -441 | -441 | -441 |
| 资本性支出 | -2857 | -1302 | -1299 | -1294 |
| 其他 | 546 | -21 | -21 | -21 |
| **投资活动现金流净额** | **-2719** | **-1666** | **-1660** | **-1648** |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加（减少） | 1268 | 423 | 423 | 423 |
| 筹资成本 | -788 | -297 | 0 | 0 |
| 其他 | -282 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流净额** | **210** | **126** | **423** | **423** |
| **现金净流量（不含汇率变动影响）** | **-298** | **1357** | **1818** | **4603** |

**资产负债表（百万元）**

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 1818 | 3175 | 4993 | 9596 |
| 交易性金融资产 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 应收账款 | 921 | 1129 | 996 | 1274 |
| 存货 | 1764 | 1831 | 1597 | 1817 |
| 预付账款 | 113 | 117 | 111 | 111 |
| 其他流动资产 | 1804 | 2008 | 1931 | 2189 |
| **流动资产合计** | **6421** | **8261** | **9629** | **14987** |
| 长期股权投资 | 2293 | 2735 | 3176 | 3618 |
| 投资性房地产 | 57 | 56 | 54 | 52 |
| 固定资产合计 | 9506 | 12133 | 14693 | 17187 |
| 无形资产 | 676 | 665 | 653 | 642 |
| 商誉 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 递延所得税资产 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| 其他非流动资产 | 4301 | 2552 | 803 | -945 |
| **资产总计** | **23384** | **26531** | **29139** | **35671** |
| 短期贷款 | 605 | 1028 | 1451 | 1875 |
| 应付款项 | 1798 | 2188 | 1613 | 2172 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付职工薪酬 | 50 | 51 | 49 | 49 |
| 应交税费 | 74 | 80 | 82 | 88 |
| 其他流动负债 | 1989 | 2576 | 1849 | 2533 |
| **流动负债合计** | **4516** | **5923** | **5045** | **6717** |
| 长期借款 | 1743 | 1743 | 1743 | 1743 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 其他非流动负债 | 728 | 728 | 728 | 728 |
| **负债合计** | **7007** | **8413** | **7536** | **9208** |
| 归属于母公司所有者权益 | 16075 | 17762 | 21158 | 25892 |
| 少数股东权益 | 302 | 355 | 445 | 572 |
| **股东权益** | **16377** | **18117** | **21604** | **26463** |
| **负债及股东权益** | **23384** | **26531** | **29139** | **35671** |

**基本指标**

| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益 | 0.35 | 0.74 | 1.26 | 1.75 |
| 每股经营现金流 | 0.81 | 1.07 | 1.13 | 2.16 |
| 市盈率 | 59.97 | 28.56 | 16.69 | 11.97 |
| 市净率 | 3.53 | 3.19 | 2.68 | 2.19 |
| EV/EBITDA | 29.28 | 21.61 | 12.88 | 8.70 |
| 总资产收益率 | 4.0% | 7.5% | 11.7% | 13.3% |
| 净资产收益率 | 5.9% | 11.2% | 16.0% | 18.3% |
| 净利率 | 4.6% | 8.9% | 14.7% | 19.2% |
| 资产负债率 | 30.0% | 31.7% | 25.9% | 25.8% |
| 总资产周转率 | 0.90 | 0.89 | 0.83 | 0.76 |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

| | | |
|---|---|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | |
| | 看　　好： | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | 中　　性： | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | 看　　淡： | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： | |
| | 买　　入： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10% |
| | 增　　持： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间 |
| | 中　　性： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间 |
| | 减　　持： | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | 无投资评级： | 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 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。

## 办公地址

上海
Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C /（200080）

武汉
Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C /（430015）

北京
Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C /（100032）

深圳
Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C /（518048）

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。