

2024年12月24日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

28

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2024/12/23)	24.00
上证指数(2024/12/23)	3351.26
股价 12 个月高/低	25.98/14.25
总发行股数(百万)	2699.75
A 股数(百万)	2699.75
A 市值(亿元)	647.94
主要股东	巨化集团有限公司(52.70%)
每股净值(元)	6.32
股价/账面净值	3.80
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	16.8 23.8 46.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024.03.15	19.21	买进
2024.09.20	16.58	买进

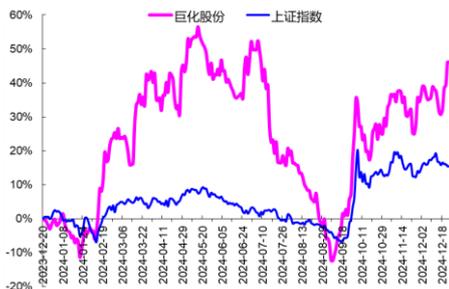
产品组合

制冷剂	35.4%
其他	19.0%
石化材料	16.5%
基础化工产品及其它	14.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.8%
一般法人	60.3%

股价相对大盘走势



巨化股份(600160.SH)

Buy 买进

2025 年配额公布，制冷剂高景气延续

事件：2024年12月16日，生态环境部发布了《关于2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》。

点评：此次分配方案二代制冷剂配额与此前的征求意见稿基本相同，符合市场预期，三代制冷剂主要品种 R32 配额略低于征求意见稿，略超预期。我们认为制冷剂配额将持续削减，供给趋紧，行业长期景气行情维持。公司是国内氟化工龙头企业，制冷剂生产配额国内第一，氟化工产业链完备，行业龙头地位稳固，有望受益于行业长期景气，公司 2025 年估值合理，维持“买进”评级。

■ **二代制冷剂配额按计划削减，符合预期：**此次公示的 2025 年 HCFCs（二代制冷剂）的配额，总额和各品种配额均与 9 月的征求意见稿一致，符合市场预期。2025 年二代制冷剂生产配额合计 16.36 万吨（较 2024 年削减 5.12 万吨），其中内用生产配额 8.60 万吨（较 2024 年度削减 4.30 万吨）。主要品种 R22 生产配额为 14.91 万吨（占总生产量配额的 91%），较 2024 年同比削减 3.28 万吨，削减比例为 18%，内用生产配额为 8.09 万吨（占总生产量配额的 94%），同比削减 3.10 万吨，削减比例为 28%。其他品种来看，R142b 生产配额 0.34 万吨，较 2024 年削减 0.60 万吨，内用生产配额 0.12 万吨，较 2024 年削减 0.46 万吨。R141b 生产配额 0.92 万吨，较 2024 年削减 1.2 万吨，内用生产配额 0.34 万吨，较 2024 年削减 0.74 万吨。二代制冷剂品种公司 2025 年将有 R22 生产配额 3.89 万吨，占全国配额 26.1%，其中内用配额 2.53 万吨，占全国配额 29.4%，内用配额占比全国第一，将充分收益于供给收缩带来的行业景气。

■ **三代制冷剂配额略超预期，部分品种配额增量略低：**此次公示的 2025 年 HFCs（三代制冷剂）生产配额合计 79.19 万吨，略低于 9 月征求意见稿的 80.16 万吨；其中内用生产配额 38.96 万吨，也略低于征求意见稿的 39.54 万吨。此次配额公示中 R32、R245fa、R134a 配额低于征求意见稿，略超出市场预期，其余品种配额总体变化不大。主要品种 R32 生产配额 28.03 万吨，较 2024 年配额增加 4.08 万吨，低于 9 月征求意见稿中的新增 4.5 万吨，内用生产配额 18.45 万吨，较 2024 年配额增加 4.25 万吨，低于 9 月征求意见稿中的新增 4.5 万吨。2025 年 R245fa 生产配额 1.95 万吨，较 2024 年增加 0.54 万吨，低于征求意见稿中的新增 0.8 万吨，内用生产配额 1.40 万吨，相较于 2024 年增加 0.54 万吨，低于征求意见稿中的新增 0.8 万吨。此外 2025 年 R134a 生产配额 20.83 万吨，相较于 2024 年削减 0.74 万吨，征求意见稿并未有此削减。公司收购飞源化工后，共计 R32 配额 12.8 万吨，占国内总配额的 45.8%，具备绝对优势，公司 R125、R143a、R134a 等品种的配额占比也全国领先，牢固确立了三代制冷剂的绝对领先地位。我们认为，三代制冷剂的供给收缩略超预期，且二代制冷剂退出将拉动三代的需求，预计三代制冷剂价格仍将维持高位。

■ **需求和库存向好，制冷剂维持高景气：**截止 12 月 24 日，国内二代主流制冷剂 R22 均价 3.3 万元/吨 (YOY+69%)，三代主流制冷剂 R32 均价 4.25 万元/吨 (YOY+154%)，R125 均价 3.9 万元/吨 (YOY+42%)，R134a 均价 4.2 万元/吨 (YOY+53%)，均处于较高位置。需求端，空调内外需消费均超预期，据产业在线数据，11 月国内家用空调生产 1671 万台，YOY+55.7%；销售 1538 万台，YOY+44.2%。其中，内销 673 万台，YOY+ 28.7%；出口 865 万台，YOY+59.1%。预计国内促消费政策仍将持续，对海外新兴市场的出口也将维持较快增速，看好需求端的景气持续。此外，2024 年是配额实行的第一年，企业前期累积库存较高，经过一年的消化，当前实际库存较去年环比回落，企业轻装上阵，主动话语权较强。据氟务在线，企业反馈当前 R32、R125、R410、R134a 企业外贸订单报价均上调至 4.2 万元/吨以上，行业自律性有望向外协同。我们预计供给端的定价能力将

进一步提升，预计制冷剂价格仍将维持高度景气。公司作为国内制冷剂龙头企业，配额全国领先，将充分受益于这一景气行情。

- **盈利预测：**我们略上修盈利预测，预计公司 2024/2025/2026 年分别实现归母净利润 21.5/31.2/38 亿元（前值 21.5/30.0/37.5 亿元），yoy+127%/+45%/+22%，折合 EPS 为 0.79/1.16/1.41 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 30/21/17 倍，25 年估值合理，维持“买进”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2,381	944	2,146	3,122	3,807
同比增减	%	114.66%	-60.37%	127.48%	45.46%	21.94%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.88	0.35	0.79	1.16	1.41
同比增减	%	114.66%	-60.37%	127.48%	45.46%	21.94%
A 股市盈率(P/E)	X	27.22	68.67	30.19	20.75	17.02
股利 (DPS)	RMB 元	0.27	0.12	0.3	0.4	0.5
股息率 (Yield)	%	1.13%	0.50%	1.25%	1.67%	2.08%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	21489	20655	23819	27293	30424
经营成本	17393	17924	19433	21484	23554
研发费用	824	1001	1154	1322	1474
营业税金及附加	87	91	105	120	134
销售费用	157	139	160	184	205
管理费用	723	684	789	904	1008
财务费用	-108	-22	-25	-29	-32
资产减值损失	150	35	36	37	-38
投资收益	374	91	94	97	100
营业利润	2755	1087	2459	3572	4353
营业外收入	11	13	14	15	15
营业外支出	40	24	24	25	25
利润总额	2725	1077	2449	3562	4343
所得税	329	108	245	357	435
少数股东损益	16	25	57	83	102
归属于母公司股东权益	2381	944	2146	3122	3807

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2547	1818	2594	3798	5545
应收账款	1713	1613	1630	2513	4476
存货	1728	1764	1852	1945	2042
流动资产合计	7830	6421	7391	9671	13586
长期股权投资	1852	2293	2408	2528	2655
固定资产	6517	9506	9696	9890	10088
在建工程	4553	2811	2670	2537	2410
非流动资产合计	14797	16963	17958	18291	18659
资产总计	22627	23384	25349	27962	32245
流动负债合计	4904	4516	4480	4487	4531
非流动负债合计	1938	2491	821	899	987
负债合计	6842	7007	5302	5385	5518
少数股东权益	316	302	359	442	544
股东权益合计	15784	16377	18580	21785	25694
负债及股东权益合计	22627	23384	23882	27171	31212

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	3317	3317	3514	4217	5060
投资活动产生的现金流量净额	-3562	-3562	-2991	-3290	-3619
筹资活动产生的现金流量净额	709	709	253	278	306
现金及现金等价物净增加额	584	584	776	1205	1747

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证;@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。