

巨化股份（600160.SH）

持续发展电子氟化液，制冷剂价格继续上行

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
证券分析师： 张歆钰 021-60375408 zhangxinyu4@guosen.com.cn 执证编码：S0980524080004

事项：

公司公告：根据衢州市生态环境局公告，市生态环境局于2025年1月8日受理了浙江创氟高科新材料有限公司5000t/a巨芯冷却液项目—全氟聚醚衍生物工艺研究项目环境影响评价文件许可申请材料。根据报批稿，浙江创氟高科新材料有限公司（以下简称“创氟公司”）是巨化集团有限公司控股子公司，是巨化氟化工产业向终端化、高端化、专业化延伸的标志性成果。创氟公司主要从事全氟聚醚冷却液生产和研发，于2021年9月23日向衢州市生态环境局报批了《浙江创氟高科新材料有限公司5000t/a巨芯冷却液项目》，项目主要生产全氟聚醚冷却液，分两期建设，一期建设1000t/a巨芯冷却液，二期建设4000t/a巨芯冷却液。该项目一期目前已建成投产。本次环评项目拟投资2867.92万元，购置新的反应器、精馏塔等先进设备，在厂区主装置区南侧空地新建500吨/年全氟醚衍生物中试试验线，实现低分子量聚醚酰氟资源化利用，开拓半导体领域低温段使用领域产品，丰富产品结构，为大规模工业化生产打下基础。

国信化工观点：1) 公司将投资2868万元用于建设500吨/年全氟醚衍生物中试试验线，有助于公司开拓半导体领域低温段使用领域产品，丰富产品结构。2) 公司与重庆市潼南区签署项目投资协议，计划共建国内最大规模浸没式液冷智算中心。3) “以旧换新”政策不断加码，制冷剂价格持续上行。

投资建议：公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。从氟制冷剂行业格局来看，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。从氟精细化学品及氟材料行业来看，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氟先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。2024年以来，公司制冷剂产品价格持续上涨，带动公司利润逐季增长，考虑到2025年制冷剂价格或将持续上涨，我们谨慎上调公司盈利预测：预计公司2024-2026年收入分别为265.78/344.63/407.35亿元（与上次预测变化+5.25%/+6.02%/-1.80%）；归母净利润分别为19.99/30.58/34.73亿元（与上次预测变化+15.02%/+39.13%/+27.03%），同比增速分别为111.8%/53.0%/13.6%；摊薄EPS为0.74/1.13/1.29元，对应当前股价对应PE为32.87/21.52/18.85X。维持“优于大市”评级。盈利拆分详见正文。

评论：

◆ 公司将投资2868万元用于建设500吨/年全氟醚衍生物中试试验线，有助于公司开拓半导体领域低温段使用领域产品，丰富产品结构

根据衢州市生态环境局公告，市生态环境局于2025年1月8日受理了浙江创氟高科新材料有限公司5000t/a巨芯冷却液项目—全氟聚醚衍生物工艺研究项目环境影响评价文件许可申请材料。根据报批稿，浙江创氟高科新材料有限公司（以下简称“创氟公司”）是巨化集团有限公司控股子公司，是巨化氟化工产业向终端化、高端化、专业化延伸的标志性成果。创氟公司主要从事全氟聚醚冷却液生产和研发，于2021年9月23日向衢州市生态环境局报批了《浙江创氟高科新材料有限公司5000t/a巨芯冷却液项目》，项目主要生产全氟聚醚冷却液，分两期建设，一期建设1000t/a巨芯冷却液，二期建设4000t/a巨芯冷却液。该项目一期目前已建成投产。本次环评项目拟投资2867.92万元，购置新的反应器、精馏塔等先进设备，在

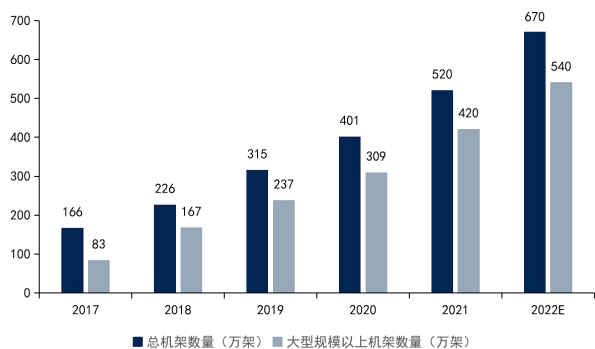
厂区主装置区南侧空地新建 500 吨/年全氟醚衍生物中试试验线，实现低分子量聚醚酰氟资源化利用，开拓半导体领域低温段使用领域产品，丰富产品结构，为大规模工业化生产打下基础。

公司的全氟聚醚（PEPE）及其衍生物产品具有非常高的价值，属于氟化工产业链顶端产品。全氟聚醚因其电子流体结构稳定，使用温度范围宽，绝缘性好，是电子氟化液的理想选择。本次中试产品含氢全氟聚醚是一系列惰性、高性能、氟化流体，具有良好的介电性能、出色的化学稳定性，并且能够在极低和高温的恶劣条件下运行，其合成技术和裂解技术经过技术中心小试、中试的验证，工艺技术相对成熟，产品满足数据中心及半导体领域应用要求。

◆ 公司与重庆市潼南区签署项目投资协议，计划共建国内最大规模浸没式液冷智算中心

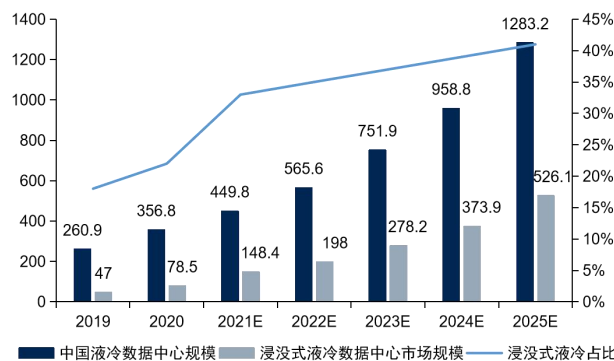
根据阳光巨化公众号，2024 年 12 月 18 日，巨化股份与重庆市潼南区签订战略合作协议，双方将聚焦人工智能产业发展、创新技术应用及传统产业转型升级展开合作。同时，巨化集团下属巨冷科技与潼南高新区签署了人工智能绿色产业园项目投资协议，共建国内最大规模浸没式液冷智算中心。随着国内外半导体、电子产品、浸没数据中心等领域的快速发展，其有望同步带动冷却液的需求，尤其是电子氟化液。

图1：中国数据中心机架规模（万架）



资料来源：《数据中心白皮书》，中国信通院，2022、国信证券经济研究所整理

图2：2019-2025E 中国液冷数据中心市场规模（亿元）（保守估计）



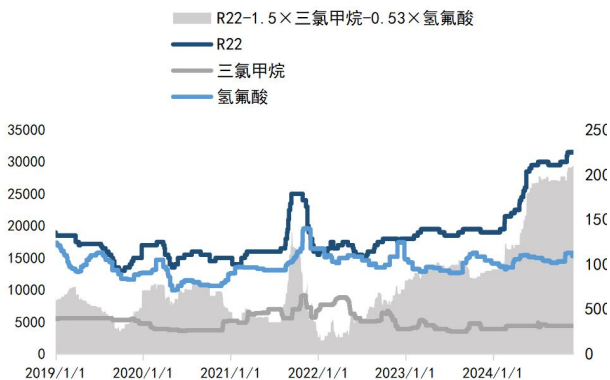
资料来源：《中国液冷数据中心发展白皮书》，赛迪顾问，2020、国信证券经济研究所整理

◆ “以旧换新”政策不断加码，制冷剂价格持续上行

根据《关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》：2025 年扩围支持消费品以旧换新，单件最高可享受销售价格 20% 的补贴，其中将每位消费者购买空调产品最多补贴 1 件增加到 3 件；2024 年已享受某类家电产品以旧换新补贴的个人消费者，2025 年购买同类家电产品可继续享受补贴。此外扩大汽车报废更新支持范围、完善汽车置换更新补贴标准。在此刺激下，根据产业在线预测，2025 年 1 月空调内销排产 724 万台，同比-1.1%；2 月排产 669 万台，同比+10.2%；3 月排产 1390 万台，同比+12.5%；2025 年 1 月空调出口排产 990 万台，同比+10.1%；2 月出口排产 771 万台，同比+23.3%；3 月出口排产 1108 万台，同比+10.0%。

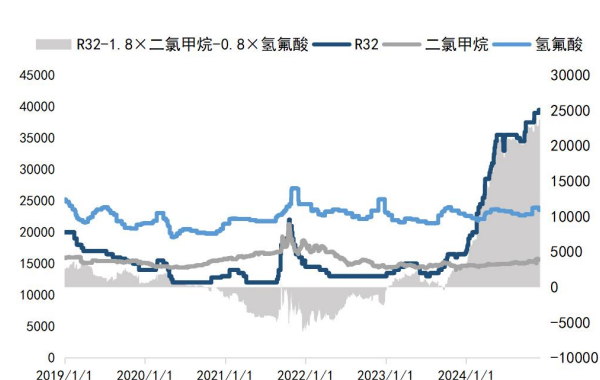
产品价格价差方面，根据氟务在线，近期制冷剂市场长单执行陆续开始落实，一季度季度订单预计 R32、R410a 分别上涨至 4.1 万元/吨、4.2 万元/吨。截止至 1 月 8 日，R32 报价 4.4 万元/吨，价差达 2.68 万元/吨；R22 报价 3.4 万元/吨，价差达 2.25 万元/吨；R134a 报价 4.4 万元/吨，价差达 2.89 万元/吨；R125 报价 4.3 万元/吨，价差达 2.48 万元/吨。R32 外贸价格 4.3 万元/吨、R22 外贸价格 3.3 万元/吨。各产品内外贸价格、价差持续稳步提升。

图3: 二代制冷剂 R22 价格与价差走势



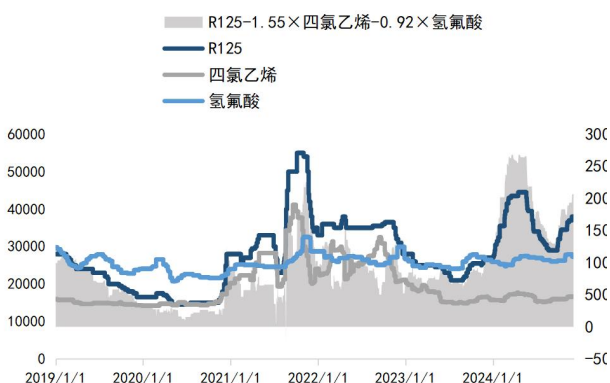
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图4: 三代制冷剂 R32 价格与价差走势



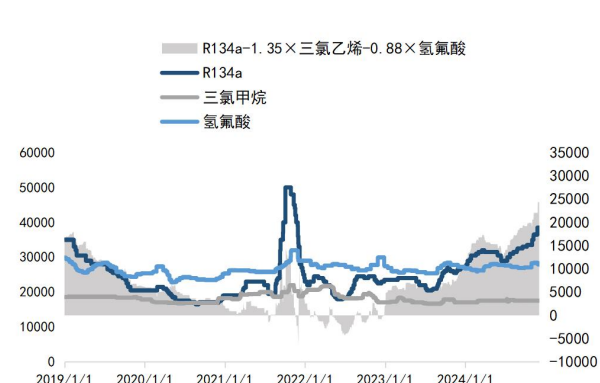
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图5: 三代制冷剂 R125 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图6: 三代制冷剂 R134a 价格与价差走势



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议:

公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。从氟制冷剂行业格局来看，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。从氟精细化学品及氟材料行业来看，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。2024 年以来，公司制冷剂产品价格持续上涨，带动公司利润逐季增长，考虑到 2025 年制冷剂价格或将持续上涨，我们谨慎上调公司盈利预测：预计公司 2024-2026 年收入分别为 265.78/344.63/407.35 亿元（与上次预测变化 +5.25%/+6.02%/-1.80%）；归母净利润分别为 19.99/30.58/34.73 亿元（与上次预测变化 +15.02%/+39.13%/+27.03%），同比增速分别为 111.8%/53.0%/13.6%；摊薄 EPS 为 0.74/1.13/1.29 元，对应当前股价对应 PE 为 32.87/21.52/18.85X。维持“优于大市”评级。

表1: 巨化股份盈利拆分 (百万元)

年份	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
氟化工原料							
收入	781.57	1123.90	1320.67	1050.12	1260.00	1295.00	1295.00
成本	880.43	921.60	587.70	795.05	1197.00	1210.83	1204.35
毛利	-98.86	202.30	732.97	255.07	63.00	84.18	90.65
毛利率 (%)	-12.65	18.00	55.50	24.29	5.00	6.50	7.00
制冷剂							
收入	3640.72	5400.07	6835.37	5806.61	9240.00	12045.00	12160.00
成本	3508.90	4752.06	6246.85	5043.62	6283.20	7588.35	7174.40
毛利	131.82	648.01	588.53	762.99	2956.80	4456.65	4985.60
毛利率 (%)	3.62	12.00	8.61	13.14	32.00	37.00	41.00
含氟聚合物							
收入	1380.32	2008.75	2381.78	2064.43	1950.00	2400.00	3010.00
成本	1219.33	1506.57	1642.95	1801.83	1813.50	2208.00	2648.80
毛利	160.99	502.19	738.83	262.60	136.50	192.00	361.20
毛利率 (%)	11.66	25.00	31.02	12.72	7.00	8.00	12.00
含氟精细化学品							
收入	199.36	136.72	56.50	139.45	300.00	260.00	280.00
成本	108.89	109.37	33.95	111.44	270.00	228.80	238.00
毛利	90.47	27.34	22.56	28.02	30.00	31.20	42.00
毛利率 (%)	45.38	20.00	39.92	20.09	10.00	12.00	15.00
食品包装材料							
收入	796.33	986.20	1485.85	1096.18	1020.00	1080.00	1080.00
成本	693.96	867.85	831.04	765.35	749.70	788.40	788.40
毛利	102.37	118.34	654.82	330.83	270.30	291.60	291.60
毛利率 (%)	12.86	12.00	44.07	30.18	26.50	27.00	27.00
石化材料							
收入	1247.04	1688.05	1685.13	2763.63	3950.00	4264.00	4250.00
成本	1142.32	1536.13	1642.16	2620.19	3594.50	3837.60	3825.00
毛利	104.72	151.92	42.97	143.43	355.50	426.40	425.00
毛利率 (%)	8.40	9.00	2.55	5.19	9.00	10.00	10.00
基础化工产品及其他							
收入	2561.97	2555.10	2753.84	4079.39	2886.63	2800.00	3060.00
成本	1910.98	1725.11	1927.69	2848.23	2296.60	2282.00	2448.00
毛利	650.99	829.99	826.15	1231.16	590.03	518.00	612.00
毛利率 (%)	25.41	32.48	30.00	30.18	20.44	18.50	20.00
检修及工程项目管理							
收入	44.27	55.00	55.00	63.79	57.93	58.91	60.21
成本	9.48	49.50	13.24	58.68	53.29	54.19	55.39
毛利	34.79	5.50	41.76	5.11	4.63	4.71	4.82
毛利率 (%)	78.59	10.00	75.93	8.01	8.00	8.00	8.00
其他							
收入	5408.98	3833.05	3589.42	4784.39	6000.00	10000.00	15000.00
成本	5278.22	172.68	3547.11	4431.39	5700.00	9500.00	14250.00
毛利	130.76	3660.37	42.31	353.00	300.00	500.00	750.00
毛利率 (%)	2.42		1.179	7.38	5.00	5.00	5.00
合计							
收入	16053.69	17985.59	21489.12	20655.22	26577.93	34462.91	40735.21
成本	14566.64	11843.46	17393.22	17924.15	21943.19	27864.17	33064.34
毛利	1487.05	6142.13	4095.90	2731.07	4634.73	6598.74	7670.87
毛利率 (%)	9.26%	34.15%	19.06%	13.22%	17.44%	19.15%	18.83%

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理并预测

表2: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价(2025/1/8) (元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
603379	三美股份	优于大市	39.78	0.46	1.24	1.89	68.20	32.08	21.05	3.90
605020	永和股份	优于大市	19.70	0.48	1.40	1.95	35.83	14.07	10.10	2.93
平均值				0.64	1.32	1.92	45.51	23.08	15.58	3.12
600160	巨化股份	优于大市	24.32	0.35	0.74	1.13	57.94	32.86	21.52	3.85

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

备注: 上述公司盈利预测均为国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

氟化工需求疲弱; 项目投产进度不及预期; 产品价格大幅下滑等。

相关研究报告:

- 《巨化股份(600160.SH)-制冷剂价格持续上涨, 公司盈利水平不断改善》——2024-10-25
- 《巨化股份(600160.SH)-三代制冷剂配额收紧, 产品价格大幅上涨》——2024-08-23
- 《巨化股份(600160.SH)-引领制冷剂景气复苏, 一季度归母净利润增长103%》——2024-04-26
- 《巨化股份(600160.SH)-巩固氟化工巨头地位, 引领制冷剂行业景气复苏》——2024-04-18
- 《巨化股份(600160.SH)-拟以14亿元收购飞源化工51%股权, 筑牢三代制冷剂巨头地位》——2023-12-06

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2547	1818	2000	2000	2937	营业收入	21489	20655	26578	34463	40735
应收款项	1735	1632	2105	2745	3230	营业成本	17393	17924	21943	27864	33064
存货净额	1728	1764	2269	2801	3349	营业税金及附加	87	91	80	103	122
其他流动资产	1413	1204	1584	2110	2432	销售费用	157	139	133	172	204
流动资产合计	7830	6421	7961	9659	11951	管理费用	723	684	878	1130	1331
固定资产	11071	12317	14181	15807	16249	研发费用	824	1001	1091	1469	1794
无形资产及其他	687	676	650	624	598	财务费用	(108)	(22)	111	115	94
投资性房地产	1187	1677	1677	1677	1677	投资收益	374	91	90	90	90
长期股权投资	1852	2293	2293	2294	2296	资产减值及公允价值变动	(146)	(34)	0	15	0
资产总计	22627	23384	26763	30061	32772	其他收入	(710)	(809)	(1091)	(1469)	(1794)
短期借款及交易性金融负债	236	862	1268	850	200	营业利润	2755	1087	2433	3715	4217
应付款项	3666	2903	3913	5124	5806	营业外净收支	(29)	(10)	(15)	(15)	(15)
其他流动负债	1001	751	1075	1379	1555	利润总额	2725	1077	2418	3700	4202
流动负债合计	4904	4516	6256	7353	7561	所得税费用	329	108	363	555	630
长期借款及应付债券	1327	1743	1943	1943	1943	少数股东损益	16	25	57	87	98
其他长期负债	611	748	748	749	751	归属于母公司净利润	2381	944	1999	3058	3473
长期负债合计	1938	2491	2691	2692	2694	现金流量表 (百万元)					
负债合计	6842	7007	8947	10044	10255	净利润	2381	944	1999	3058	3473
少数股东权益	316	302	341	402	471	资产减值准备	(162)	(115)	14	6	3
股东权益	15468	16075	17474	19615	22046	折旧摊销	865	1031	1148	1411	1582
负债和股东权益总计	22627	23384	26763	30061	32772	公允价值变动损失	146	34	0	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	(108)	(22)	111	115	94
每股收益	0.88	0.35	0.74	1.13	1.29	营运资本变动	417	(1205)	(10)	(176)	(492)
每股红利	0.14	0.29	0.22	0.34	0.39	其它	175	119	25	55	66
每股净资产	5.73	5.95	6.47	7.27	8.17	经营活动现金流	3821	808	3177	4338	4631
ROIC	15.71%	4.90%	11%	16%	17%	资本开支	0	(2101)	(3001)	(3001)	(2001)
ROE	15.39%	5.87%	11%	16%	16%	其它投资现金流	94	404	0	0	0
毛利率	19%	13%	17%	19%	19%	投资活动现金流	(329)	(2139)	(3001)	(3002)	(2003)
EBIT Margin	11%	4%	9%	11%	10%	权益性融资	121	13	0	0	0
EBITDA Margin	15%	9%	14%	15%	14%	负债净变化	1139	416	200	0	0
收入增长	19%	-4%	29%	30%	18%	支付股利、利息	(390)	(788)	(600)	(918)	(1042)
净利润增长率	115%	-60%	112%	53%	14%	其它融资现金流	(4101)	1334	406	(419)	(650)
资产负债率	32%	31%	35%	35%	33%	融资活动现金流	(2484)	602	6	(1336)	(1691)
股息率	0.6%	1.2%	0.9%	1.4%	1.6%	现金净变动	1008	(730)	182	0	937
P/E	27.4	69.1	32.6	21.3	18.8	货币资金的期初余额	1539	2547	1818	2000	2000
P/B	4.2	4.1	3.7	3.3	3.0	货币资金的期末余额	2547	1818	2000	2000	2937
EV/EBITDA	22.7	39.1	20.6	14.7	13.0	企业自由现金流	0	(1541)	223	1399	2676
						权益自由现金流	0	209	735	883	1947

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032