

# 巨化股份（600160.SH）

## 增资控股甘肃巨化新材料，夯实国内氟化工龙头地位

**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：2025年2月18日晚，公司发布《浙江巨化股份有限公司关于增资控股甘肃巨化新材料有限公司实施高性能氟氯新材料一体化项目暨关联交易公告》。公告显示，巨化股份拟与控股股东巨化集团有限公司共同增资甘肃巨化新材料有限公司，将甘肃巨化注册资本由1亿元增至60亿元。其中公司认缴出资42亿元，占比70%；巨化集团认缴出资18亿元（含巨化集团前期已出资1亿元），占比30%。本次，公司与巨化集团拟实缴注册资本分别为7亿元和2亿元，将甘肃巨化实缴注册资本增至10亿元。本次增资后，公司将取得甘肃巨化控股权，并由其实施高性能氟氯新材料一体化项目，项目总投资196.25亿元。剩余出资，将根据本项目建设进度，由双方股东在5年内同比例实缴完毕。本项目拟建成年产3.5万吨四氟丙烯（R1234yf，多工艺路线）、年产3万吨聚四氟乙烯（PTFE）、年产1万吨聚全氟乙丙烯（FEP）装置及年产90万吨离子膜烧碱、年产46万吨一氯甲烷、年产42万吨甲烷氯化物、年产40万吨氯化钙、年产19.8万吨二氟一氯甲烷等相关配套装置。本项目建设有助于公司夯实在氟聚合物、第四代氟制冷剂（HF0s）上的龙头地位，巩固提升公司氟化工竞争优势。

**国信化工观点：**1) 增资控股甘肃巨化新材料，扩建氟聚合物与第四代制冷剂产能；2) 西部政策能源资源优势突出，项目可实现上下游一体化发展；3) 项目经济效益良好，有利于增强公司持续盈利能力，巩固公司氟化工行业龙头地位；4) 主流制冷剂品种价格价差持续上行，看好制冷剂长期景气度。

**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，公司三代制冷剂配额居国内第一，并持续布局提升四代制冷剂产能，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，带动公司利润增长，考虑到2025年制冷剂价格或将持续上涨，后续新增产能的不断落地，我们维持公司盈利预测：预计公司2024-2026年收入分别为265.78/344.63/407.35亿元；归母净利润分别为19.99/30.58/34.73亿元，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33.53/21.96/19.23X。维持“优于大市”评级。

### 评论：

#### ◆ 增资控股甘肃巨化新材料，扩建氟聚合物与第四代制冷剂产能

根据公司公告，巨化股份拟与控股股东巨化集团有限公司共同增资甘肃巨化新材料有限公司，将甘肃巨化注册资本由1亿元增至60亿元。其中公司认缴出资42亿元，占比70%；巨化集团认缴出资18亿元（含巨化集团前期已出资1亿元），占比30%。本次，公司与巨化集团拟实缴注册资本分别为7亿元和2亿元，将甘肃巨化实缴注册资本增至10亿元。本次增资后，公司将取得甘肃巨化控股权，并由其实施高性能氟氯新材料一体化项目，项目总投资196.25亿元。剩余出资将根据本项目建设进度由双方股东在5年内同比例实缴完毕。

本项目拟建成年产 3.5 万吨四氟丙烯（R1234yf，多工艺路线）、年产 3 万吨聚四氟乙烯（PTFE）、年产 1 万吨聚全氟乙丙烯（FEP）装置及年产 90 万吨离子膜烧碱、年产 46 万吨一氟甲烷、年产 42 万吨甲烷氯化物、年产 40 万吨氯化钙、年产 19.8 万吨二氟一氟甲烷等相关配套装置。本项目建设期 36 个月，项目建成后，公司将具有 5.2 万吨四代制冷剂生产能力，生产能力位于国内前列。

◆ 西部政策能源资源优势突出，项目可实现上下游一体化发展

公司地处的华东地区主要经济指标居国内前列，但自然资源、能源相对匮乏，发展空间有限。相对部分其他区域同行、原料指向地布局企业，经营成本较高，环境容量较低，在节能减排指标非地区差异化制度下，“双碳”压力较大，对公司的运营成本控制和项目发展带来一定影响。而西部地区是我国能源资源富集地，拥有充足的绿电资源和空间，此前公司对甘肃、内蒙古、云南等全国多个拟选址地进行了多轮次考察，最终选择在甘肃省玉门市成立甘肃巨化开展项目前期工作，目前项目实施条件已基本齐备。公司将集合西部政策、能源、资源优势，高比例地使用绿色电力，不仅可以进一步压缩生产成本，提高市场竞争能力，还可以降低本项目的碳排放强度，在“双碳”形势和欧美实行碳关税背景下，有利于获取产品低碳竞争力，在欧美实行碳关税带来行业洗牌上抢夺先机。

本项目具备产业链上下游一体化特点，具体包括：（1）从终端产品角度，形成了萤石-无水氟化氢-二氟一氟甲烷-四氟乙烯-含氟聚合物的氟主产业链。（2）从资源综合利用角度，主要为副产氟化氢-一氟甲烷无水氟化钙的副产氟化氢综合利用产业链。（3）从四氯化碳自我消纳角度，形成了四氯化碳-四氯乙烯/五氟丙烷 HCC240/R1234yf 产品产业链。

◆ 项目经济效益良好，有利于增强公司持续盈利能力，巩固公司氟化工行业龙头地位

根据《蒙特利尔议定书》基加利修正案，第三代氟制冷剂（HFCs）未来将逐步削减淘汰。以氢氟烯烃（HFOs）为代表的第四代制冷剂，臭氧破坏潜能值（ODP）为零、全球变暖潜能值（GWP）低，且大气停留时间短、化学性能稳定，目前被认为是 HFCs 理想的升级替代产品。虽三代制冷剂在配额制下供需趋紧，进入长期景气周期，公司作为氟制冷剂龙头企业充分享受制冷剂景气周期带来的业绩增长；但从长期角度看，三代制冷剂终将被四代制冷剂替代，公司逐步布局提升第四代氟制冷剂产能，将巩固公司行业龙头地位和先发优势，抓住未来氟制冷剂升级换代机遇。

含氟聚合物是有机氟行业中发展最快、最有前景的产业之一，处于产业链的中后端，产品附加值高。因其具有优异的各项性能，广泛应用于国防、航天原子能等尖端工业部门和电子信息、电气、环保、新能源、化工、机械、仪器仪表、交通运输、建筑、纺织、金属表面处理、制药、医疗、纺织、食品、冶金冶炼等各工业部门并向新能源、航空航天、5G 通讯、国防军工、高端装备制造等高端领域拓展，成为战略性新兴产业不可或缺、不可替代的支撑材料。随着我国新兴产业的快速发展，氟聚合物产品市场需求稳步增长，尤其是专用、特种氟聚合物材料市场快速增长。未来几年，仍存在较好的发展空间和国产化替代空间。公司具有齐全的含氟聚合物产品品种，TFE、HFP、VDF、PTFE、FEP、FKM、PVDF、ETFE 产能规模位居行业领先地位。

根据公司测算，本项目生产期年均销售收入 82.11 亿元，年均净利润 10.68 亿元，投资回收期 11.46 年（税后）。本项目总投资收益率为 7.17%，项目资本金净利润率 18.78%，项目财务内部收益率（所得税前）7.67%、所得税后 6.63%，项目资本金财务内部收益率 10.65%，项目经济性良好，并将增强公司长期盈利能力。

本项目投资资金主要分为权益资本和债务资金，具体规模及来源情况如表 1 所示。其中，项目权益资本中公司增资部分的资金来源为自有资金或自筹资金。截至 2024 年 9 月 30 日，公司货币资金余额为 14.03 亿元，剩余可使用的授信额度约为 35.42 亿元，考虑预留 10 亿元流动资金后，剩余可使用的货币资金及可使用的授信额度合计为 39.45 亿元，且公司本次实缴注册资本 7.00 亿元，后续将根据项目建设进度分期实缴，不会对资金使用产生重大不利影响。此外，本项目所需的债务资金由甘肃巨化通过银行贷款获得，拟由公司和巨化集团联合担保，预计不存在贷款障碍。以公司 2024 年 9 月末财务数据为基础，测算本项目进入收入稳定期后本公司（并表甘肃巨化）整体资产负债率约为 53%，仍在合理范围内。

表1: 项目资金来源

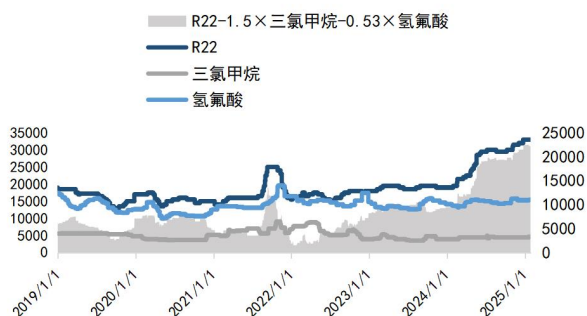
资金类型	金额 (亿元)	资金来源	备注
权益资本	56.85	甘肃巨化拟定注册资本为 60.00 亿元, 其中本公司认缴出资 42.00 亿元, 占比 70%; 巨化集团认缴出资 18.00 亿元, 占比 30%。	巨化集团已出资 1.00 亿元。
债务资金	139.40	组织银团为甘肃巨化提供贷款	1、需股东同比例担保; 2、款项将根据注册资本实缴情况分期放款。
合计	196.25		

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 主流制冷剂品种价格价差持续上行, 看好制冷剂长期景气度

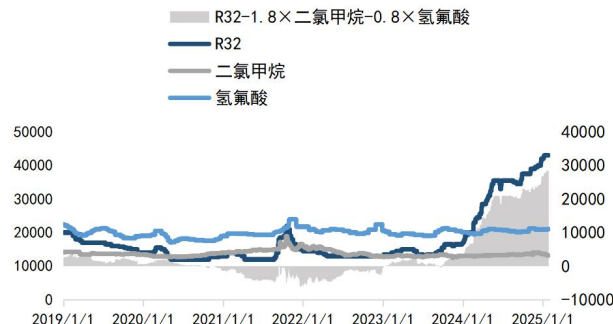
根据卓创资讯、百川盈孚、氟务在线及国信经济研究所整理测算, 截止至 2 月 18 日, R22 价格、价差分别为 33500 元/吨/22481 元/吨, 较 2 月初分别+2%/+1%, 较 2024 年同期分别+72%/+122%; R32 价格、价差分别为 43000 元/吨/28150 元/吨, 较 2 月初分别+0%/+1%。较 2024 年同期分别+115%/+309%; R125 价格、价差分别为 43000 元/吨/25030 元/吨, 较 2 月初分别+0%/+1%, 较 2024 年同期分别+21%/+24%; R134a 价格、价差分别为 44500 元/吨/29846 元/吨, 较 2 月初分别+1%/+1%, 较 2024 年同期分别+46%/+92%; R152a 价格、价差分别为 24500 元/吨/12022 元/吨, 较 2 月初分别+0%/+2%, 较 2024 年同期分别+63%/316%; R143a 价格、价差分别为 44000 元/吨/32727 元/吨, 较 2 月初分别+0%/+1%, 较 2024 年同期分别+24%/+20%; R142b 价格、价差分别为 26000 元/吨/16772 元/吨, 较 2 月初分别+58%/+59%, 较 2024 年同期分别+73%/+190%。

图1: 二代制冷剂 R22 价格及价差 (元/吨)



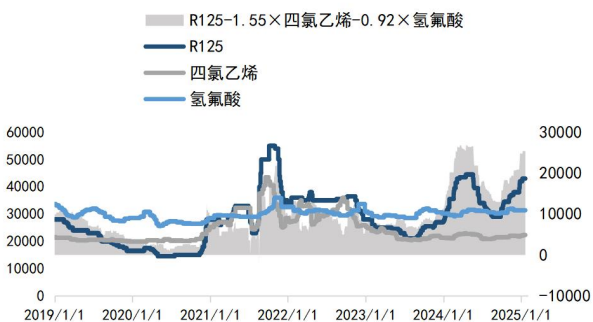
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图2: 三代制冷剂 R32 价格及价差 (元/吨)



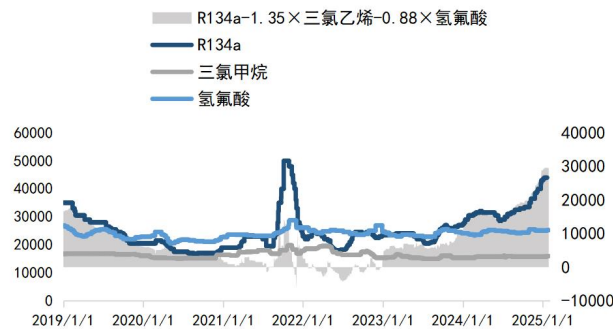
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图3: 三代制冷剂 R125 价格及价差 (元/吨)



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 R134a 价格及价差 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

**◆ 投资建议：**

公司作为氟化工行业龙头，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，公司三代制冷剂配额居国内第一，并持续布局提升四代制冷剂产能，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，带动公司利润增长，考虑到 2025 年制冷剂价格或将持续上涨，后续新增产能的不断落地，我们维持公司盈利预测：预计公司 2024-2026 年收入分别为 265.78/344.63/407.35 亿元；归母净利润分别为 19.99/30.58/34.73 亿元，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 33.53/21.96/19.23X。维持“优于大市”评级。

表2: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(2025/2/18) (元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
603379	三美股份	优于大市	41.18	0.46	1.29	1.86	74.22	31.92	22.14	4.04
605020	永和股份	优于大市	21.76	0.48	0.68	1.25	51.63	32.00	17.41	3.23
<b>平均值</b>				<b>0.64</b>	<b>0.99</b>	<b>1.56</b>	<b>62.93</b>	<b>31.96</b>	<b>19.77</b>	<b>3.64</b>
600160	巨化股份	优于大市	24.81	0.35	0.74	1.13	47.18	33.53	21.96	3.93

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）-制冷剂长协及出口价格提升，公司四季度业绩大幅增长》——2025-01-23
- 《巨化股份（600160.SH）-持续发展电子氟化液，制冷剂价格继续上行》——2025-01-09
- 《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，一季度归母净利增长 103%》——2024-04-26

## 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
<b>流动资产合计</b>	<b>7830</b>	<b>6421</b>	<b>7961</b>	<b>9659</b>	<b>11951</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>22627</b>	<b>23384</b>	<b>26763</b>	<b>30061</b>	<b>32772</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>2725</b>	<b>1077</b>	<b>2418</b>	<b>3700</b>	<b>4202</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4904</b>	<b>4516</b>	<b>6256</b>	<b>7353</b>	<b>7561</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2381</b>	<b>944</b>	<b>1999</b>	<b>3058</b>	<b>3473</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>1938</b>	<b>2491</b>	<b>2691</b>	<b>2692</b>	<b>2694</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>6842</b>	<b>7007</b>	<b>8947</b>	<b>10044</b>	<b>10255</b>	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
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22627</b>	<b>23384</b>	<b>26763</b>	<b>30061</b>	<b>32772</b>	公允价值变动损失	146	34	0	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						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	<b>经营活动现金流</b>	<b>3821</b>	<b>808</b>	<b>3177</b>	<b>4338</b>	<b>4631</b>
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%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(329)</b>	<b>(2139)</b>	<b>(3001)</b>	<b>(3002)</b>	<b>(2003)</b>
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%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2484)</b>	<b>602</b>	<b>6</b>	<b>(1336)</b>	<b>(1691)</b>
股息率	0.6%	1.2%	0.9%	1.4%	1.6%	<b>现金净变动</b>	<b>1008</b>	<b>(730)</b>	<b>182</b>	<b>0</b>	<b>937</b>
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