

基础化工

2025 年 02 月 19 日

巨化股份 (600160)

——增资控股甘肃巨化，前瞻性布局 HFOs，逆周期扩建氟聚合物

报告原因：有信息公开需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 02 月 18 日

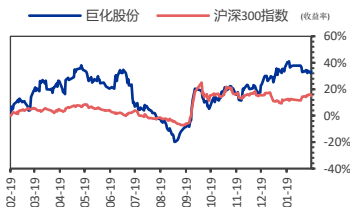
收盘价 (元)	24.81
一年内最高/最低 (元)	26.72/14.25
市净率	3.9
息率 (分红/股价)	0.44
流通 A 股市值 (百万元)	66,981
上证指数/深证成指	3,324.49/10,617.26

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	6.32
资产负债率%	33.87
总股本/流通 A 股 (百万)	2,700/2,700
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《巨化股份 (600160) 点评：24Q4 制冷剂量价利同环比均提升，业绩符合预期，看好制冷剂景气持续上行》2025/01/23

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

李绍程 A0230124070001
lisc@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司与巨化集团拟共同增资甘肃巨化，取得 70%控股权，并实施建设高性能氟氯新材料一体化项目。**公司公告拟与控股股东巨化集团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%。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，其余认缴金额在 5 年内根据项目建设需要实缴完毕。本次增资后，公司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。
- **项目约 71%资金来自银行贷款，彰显公司对制冷剂业务的信心。**此次高性能氟氯新材料一体化项目总投资为 196.25 亿元，其中 56.85 亿元为权益资本，由股东出资，139.40 亿元为债务资金，通过银行贷款获得，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。此次项目公司并未进行募资，亦体现了对未来几年内三代制冷剂业务向好的信心。
- **产业链一体化建设，布局四代制冷剂和含氟聚合物。**该项目建设周期约 36 个月，拟建成年产 3.5 万吨 R1234yf（多工艺路线）、年产 3 万吨 PTFE、年产 1 万吨 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 R22 等相关配套装置。根据公司公告测算，该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），总投资收益率为 7.17%。
- **拥抱西部低成本绿电，底部逆周期扩建氟聚合物，前瞻性布局四代制冷剂。**公司此次项目建设的目的及意义在于：1) 浙江本部生产基地空间、能耗双控受限制了公司第四代制冷剂、高性能含氟新材料发展规划的实施。甘肃省玉门市周边不仅萤石资源较为丰富，作为全国最大的光热发电基地，高比例使用绿色电力，综合电价将远低于浙江省工业电价，有利于获取产品低碳竞争力；2) 氟聚合物市场竞争激烈，处于行业周期底部，公司逆周期布局，洗牌后，拥有产业链优势以及技术的企业最终获益。3) 制冷剂头部企业前瞻性布局四代制冷剂，公司目前已为霍尼韦尔代工四代制冷剂多年，技术成熟，此次前瞻性布局，待应用专利到期后将率先抓住未来氟制冷剂升级换代机遇。
- **投资分析意见：**2025 年各企业 HFCs 配额已下发，供给严格约束下，行业格局优化叠加下游需求的增长将带来制冷剂价格价差的持续向上，公司涨价弹性大，后续二代三代制冷剂价格有望迎共振上行，此次布局含氟聚合物以及四代制冷剂为后续的成长打开了空间，我们维持 2024-2026 年归母净利润预测分别为 19.50、41.63、54.35 亿元，对应 EPS 分别为 0.72、1.54、2.01 元，当前市值对应 PE 为 34、16、12 倍，维持增持评级。
- **风险提示：**1.下游空调、汽车产量大幅下滑；2.制冷剂价格下跌；3.原料价格大涨；4.新项目进展不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	20,655	17,906	21,237	25,432	28,084
同比增长率 (%)	-3.9	11.8	2.8	19.8	10.4
归母净利润 (百万元)	944	1,258	1,950	4,163	5,435
同比增长率 (%)	-60.4	68.4	106.7	113.5	30.6
每股收益 (元/股)	0.35	0.47	0.72	1.54	2.01
毛利率 (%)	13.2	16.9	18.9	27.2	31.0
ROE (%)	5.9	7.4	10.9	19.4	20.2
市盈率	71		34	16	12

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	21,489	20,655	21,237	25,432	28,084
其中: 营业收入	21,489	20,655	21,237	25,432	28,084
减: 营业成本	17,393	17,924	17,222	18,519	19,373
减: 税金及附加	87	91	85	102	110
主营业务利润	4,009	2,640	3,930	6,811	8,601
减: 销售费用	157	139	149	178	197
减: 管理费用	723	684	743	839	932
减: 研发费用	824	1,001	1,019	1,195	1,320
减: 财务费用	-108	-22	26	29	10
经营性利润	2,413	838	1,993	4,570	6,142
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	0	6	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-150	-35	0	0	0
加: 投资收益及其他	482	211	305	211	212
营业利润	2,755	1,087	2,297	4,780	6,355
加: 营业外净收入	-29	-10	-26	-22	-19
利润总额	2,725	1,077	2,271	4,759	6,335
减: 所得税	329	108	249	559	748
净利润	2,396	969	2,023	4,200	5,587
少数股东损益	16	25	73	37	152
归属于母公司所有者的净利润	2,381	944	1,950	4,163	5,435

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。