

分析师: 顾敏豪  
登记编码: S0730512100001  
gumh00@ccnew.com 021-50586308

## 加码含氟聚合物与四代制冷剂, 巩固公司 龙头地位

——巨化股份(600160)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

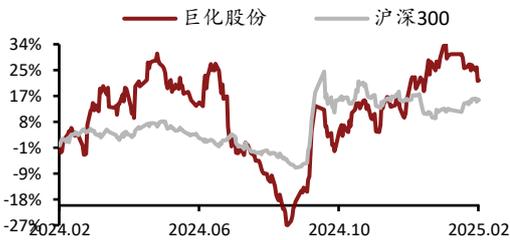
#### 市场数据(2025-02-20)

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 23.95       |
| 一年内最高/最低(元) | 26.31/14.42 |
| 沪深 300 指数   | 3,928.90    |
| 市净率(倍)      | 3.79        |
| 流通市值(亿元)    | 646.59      |

#### 基础数据(2024-09-30)

|              |                       |
|--------------|-----------------------|
| 每股净资产(元)     | 6.32                  |
| 每股经营现金流(元)   | 0.30                  |
| 毛利率(%)       | 16.95                 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 7.37                  |
| 资产负债率(%)     | 33.87                 |
| 总股本/流通股(万股)  | 269,974.61/269,974.61 |
| B 股/H 股(万股)  | 0.00/0.00             |

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

#### 相关报告

《巨化股份(600160)年报点评: 产品跌价压制 2023 年盈利, 制冷剂景气上行提振未来业绩》  
2024-04-22

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

发布日期: 2025 年 02 月 21 日

事件: 公司发布公告, 计划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%。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氟新材料一体化项目, 项目总投资 196.25 亿元。

- **加码氟精细化工产业, 布局第四代制冷剂。**根据公告, 本次计划实施的项目包括年产 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, 项目总投资 196.25 亿元。该项目建设期为 36 个月, 项目完成后, 预计将实现年均销售收入 82.11 亿元, 年均净利润 10.68 亿元, 投资回收期为 11.46 年。其中 3.5 万吨四氟丙烯项目属于公司在第四代制冷剂领域的前瞻性布局。通过本次项目的实施, 公司在氟聚合物领域的规模将进一步扩大, 领先优势进一步巩固。

- **新项目有效利用西部能源与资源优势, 具有较强竞争力。**目前公司总部所在的浙江基地, 由于空间、能耗双控受限制约了公司第四代制冷剂、高性能含氟新材料发展规划的实施。本次项目位于甘肃玉门, 项目周边地区拥有丰富的萤石等矿产资源, 可以提供氟化工产业链所需的关键原材料, 从而确保项目所需的原料供应稳定。同时甘肃地区拥有丰富的风光资源, 综合电价将远低于浙江省工业电价。通过充分利用甘肃地区的廉价电力资源, 高比例使用绿色电力, 能够帮助甘肃巨化氟氟项目极大地降低能源成本, 同时降低项目的碳排放强度, 提高产品的市场竞争力。

- **氟聚合物行业景气底部运行, 逆周期布局提升市场份额。**近年来, 氟聚合物市场竞争激烈, 处于行业周期底部。随着行业调整持续, 部分生产设备老旧、经济效益差、风险承受能力较弱的企业有望逐步退出市场, 推动行业竞争格局的优化。

含氟聚合物由于具有优异的物化性能, 广泛应用于国防、航天军工、电子电气等高端领域, 具较高的附加值和较好的发展前景。公司以打造氟氟高性能化工先进材料制

造业基地为目标，围绕产业链的高端化延伸、新消费需求、生产装置技术进步、发展动能培育等，保持研发投入和项目建设投入力度和强度，布局和投建含氟聚合物、含氟精细化学品项目，持续向高附加值的氟化工新材料转型升级。近年来公司含氟聚合物、含氟精细化学品等业务保持了快速增长。在此背景下，公司逆周期产能扩张，进一步加码含氟聚合物领域，有望在行业竞争格局重塑后，凭借产业链一体化的优势实现市场份额的提升。

- **制冷剂景气有望延续，前瞻布局四代制冷剂。**在蒙特利尔协议的推动下，我国的三代制冷剂从 2024 年开始实行配额制管理并逐步削减产量，发达国家 2024 年开始亦进一步削减三代制冷剂产能，推动行业供给收缩。在供给收缩和下游空调、冰箱等需求增长的推动下，三代制冷剂价格自 2024 年初以来持续上涨，行业景气不断上行。根据卓创资讯数据，目前制冷剂 R32、R125、R134a 价格分别为 44500、44250 和 44500 元/吨/，较 2024 年初上涨 150.70%、59.46%和 60.36%。公司是我国三代制冷剂行业龙头，配额位居国内第一。受益于制冷剂行景气的提升，2024 年公司预计实现净利润 18.7-21 亿元，同比提升 98%至 123%。未来制冷剂行业供给格局保持稳定，在需求增长的推动下，行业景气有望延续。

第四代制冷剂是未来行业的发展方向。由于技术壁垒高、产线建设周期长，目前全球仅有少数企业掌握相关技术。公司之前长期为霍尼韦尔代工第四代制冷剂，生产经验丰富。此次项目投产后，公司将拥有 5.2 万吨四代制冷剂产能，进一步巩固在该领域的领先地位。随着未来四代制冷剂专利的逐步到期，公司的前瞻性布局有望转化为先发优势。

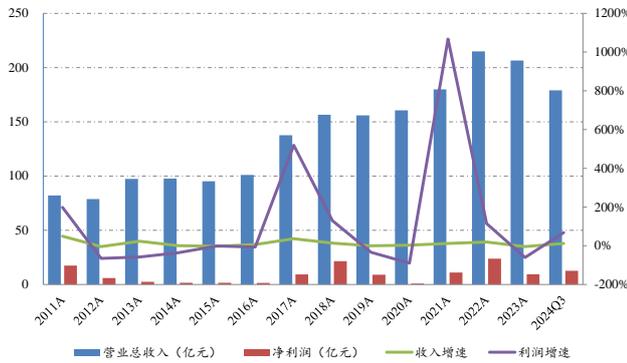
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2024、2025 年 EPS 为 0.72 元和 1.19 元，以 2 月 20 日收盘价 23.95 元计算，PE 分别为 33.14 倍和 20.15 倍。考虑到行业前景与公司的行业地位，维持公司“增持”的投资评级。

**风险提示：**需求不及预期、新项目进展不及预期、行业竞争加剧

|           | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 21,489 | 20,655 | 24,001 | 27,116 | 29,256 |
| 增长比率(%)   | 19.48  | -3.88  | 16.20  | 12.98  | 7.89   |
| 净利润(百万元)  | 2,381  | 944    | 1,951  | 3,208  | 3,445  |
| 增长比率(%)   | 114.66 | -60.37 | 106.81 | 64.42  | 7.36   |
| 每股收益(元)   | 0.88   | 0.35   | 0.72   | 1.19   | 1.28   |
| 市盈率(倍)    | 27.16  | 68.53  | 33.14  | 20.15  | 18.77  |

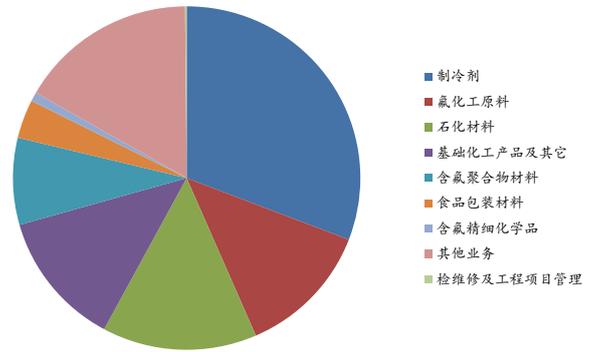
资料来源：中原证券研究所，聚源数据

图 1：公司历年业绩



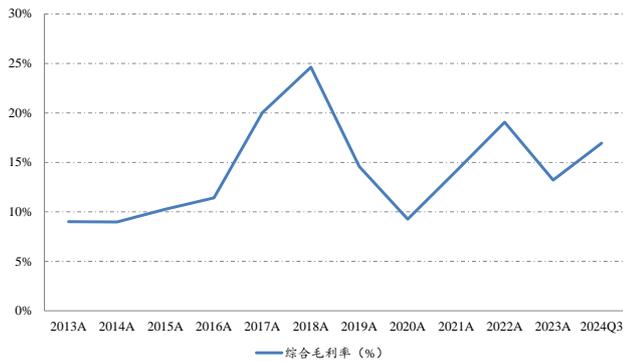
资料来源：中原证券研究所，wind

图 2：公司收入结构



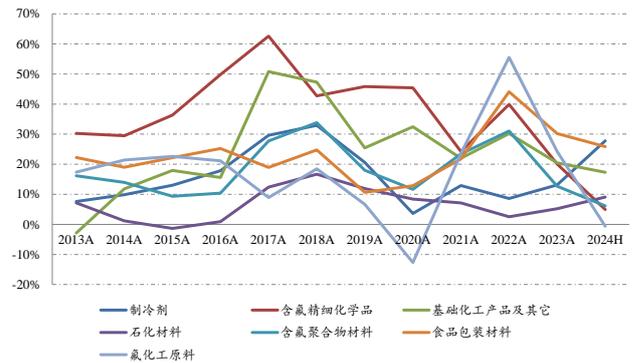
资料来源：中原证券研究所，wind

图 3：公司综合毛利率



资料来源：中原证券研究所，wind

图 4：公司分业务毛利率



资料来源：中原证券研究所，wind

图 5：R125 价格走势



资料来源：中原证券研究所，卓创资讯

图 6：R32 价格走势



资料来源：中原证券研究所，卓创资讯

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>流动资产</b>    | <b>7,830</b>  | <b>6,421</b>  | <b>8,858</b>  | <b>11,124</b> | <b>12,935</b> |
| 现金             | 2,547         | 1,818         | 2,292         | 4,629         | 6,378         |
| 应收票据及应收账款      | 1,713         | 1,613         | 2,400         | 2,486         | 2,479         |
| 其他应收款          | 23            | 20            | 13            | 15            | 16            |
| 预付账款           | 77            | 113           | 300           | 257           | 230           |
| 存货             | 1,728         | 1,764         | 2,499         | 2,377         | 2,559         |
| 其他流动资产         | 1,742         | 1,093         | 1,353         | 1,359         | 1,274         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>14,797</b> | <b>16,963</b> | <b>18,725</b> | <b>21,977</b> | <b>26,059</b> |
| 长期投资           | 1,852         | 2,293         | 2,503         | 2,703         | 2,903         |
| 固定资产           | 6,517         | 9,506         | 11,208        | 13,868        | 16,844        |
| 无形资产           | 687           | 676           | 666           | 651           | 636           |
| 其他非流动资产        | 5,740         | 4,488         | 4,348         | 4,755         | 5,677         |
| <b>资产总计</b>    | <b>22,627</b> | <b>23,384</b> | <b>27,583</b> | <b>33,100</b> | <b>38,995</b> |
| <b>流动负债</b>    | <b>4,904</b>  | <b>4,516</b>  | <b>5,935</b>  | <b>6,678</b>  | <b>7,258</b>  |
| 短期借款           | 182           | 605           | 1,305         | 1,805         | 2,305         |
| 应付票据及应付账款      | 3,666         | 2,903         | 3,277         | 3,566         | 3,583         |
| 其他流动负债         | 1,056         | 1,008         | 1,354         | 1,308         | 1,370         |
| <b>非流动负债</b>   | <b>1,938</b>  | <b>2,491</b>  | <b>3,524</b>  | <b>6,024</b>  | <b>9,024</b>  |
| 长期借款           | 1,327         | 1,743         | 2,743         | 5,243         | 8,243         |
| 其他非流动负债        | 611           | 748           | 782           | 782           | 782           |
| <b>负债合计</b>    | <b>6,842</b>  | <b>7,007</b>  | <b>9,459</b>  | <b>12,702</b> | <b>16,282</b> |
| 少数股东权益         | 316           | 302           | 342           | 407           | 477           |
| 股本             | 2,700         | 2,700         | 2,700         | 2,700         | 2,700         |
| 资本公积           | 4,290         | 4,666         | 4,667         | 4,667         | 4,667         |
| 留存收益           | 8,355         | 8,569         | 10,248        | 12,456        | 14,701        |
| 归属母公司股东权益      | 15,468        | 16,075        | 17,782        | 19,991        | 22,235        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>22,627</b> | <b>23,384</b> | <b>27,583</b> | <b>33,100</b> | <b>38,995</b> |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>3,317</b>  | <b>2,196</b>  | <b>1,525</b>  | <b>4,519</b>  | <b>4,718</b>  |
| 净利润            | 2,396         | 969           | 1,991         | 3,274         | 3,515         |
| 折旧摊销           | 888           | 1,061         | 937           | 1,141         | 1,319         |
| 财务费用           | -92           | 9             | 114           | 187           | 297           |
| 投资损失           | -375          | -92           | -360          | -407          | -439          |
| 营运资金变动         | 347           | 230           | -1,192        | 315           | 16            |
| 其他经营现金流        | 152           | 20            | 34            | 10            | 10            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-3,562</b> | <b>-2,719</b> | <b>-2,340</b> | <b>-3,995</b> | <b>-4,973</b> |
| 资本支出           | -3,455        | -2,857        | -2,245        | -4,040        | -5,040        |
| 长期投资           | -153          | -90           | -437          | -362          | -372          |
| 其他投资现金流        | 47            | 228           | 342           | 407           | 439           |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>709</b>    | <b>210</b>    | <b>1,292</b>  | <b>1,813</b>  | <b>2,003</b>  |
| 短期借款           | -87           | 423           | 700           | 500           | 500           |
| 长期借款           | 1,139         | 416           | 1,000         | 2,500         | 3,000         |
| 普通股增加          | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 资本公积增加         | 3             | 376           | 1             | 0             | 0             |
| 其他筹资现金流        | -346          | -1,004        | -409          | -1,187        | -1,497        |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>584</b>    | <b>-298</b>   | <b>475</b>    | <b>2,337</b>  | <b>1,748</b>  |

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2022A         | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>21,489</b> | <b>20,655</b> | <b>24,001</b> | <b>27,116</b> | <b>29,256</b> |
| 营业成本            | 17,393        | 17,924        | 19,993        | 21,395        | 23,032        |
| 营业税金及附加         | 87            | 91            | 96            | 108           | 117           |
| 营业费用            | 157           | 139           | 168           | 190           | 205           |
| 管理费用            | 723           | 684           | 828           | 936           | 1,009         |
| 研发费用            | 824           | 1,001         | 1,080         | 1,220         | 1,317         |
| 财务费用            | -108          | -22           | 94            | 162           | 246           |
| 资产减值损失          | -150          | -35           | 0             | 0             | 0             |
| 其他收益            | 108           | 120           | 120           | 136           | 146           |
| 公允价值变动收益        | 4             | 1             | 0             | 0             | 0             |
| 投资净收益           | 374           | 91            | 360           | 407           | 439           |
| 资产处置收益          | 6             | 66            | 5             | 5             | 5             |
| <b>营业利润</b>     | <b>2,755</b>  | <b>1,087</b>  | <b>2,227</b>  | <b>3,652</b>  | <b>3,920</b>  |
| 营业外收入           | 11            | 13            | 15            | 15            | 15            |
| 营业外支出           | 40            | 24            | 30            | 30            | 30            |
| <b>利润总额</b>     | <b>2,725</b>  | <b>1,077</b>  | <b>2,212</b>  | <b>3,637</b>  | <b>3,905</b>  |
| 所得税             | 329           | 108           | 221           | 364           | 391           |
| <b>净利润</b>      | <b>2,396</b>  | <b>969</b>    | <b>1,991</b>  | <b>3,274</b>  | <b>3,515</b>  |
| 少数股东损益          | 16            | 25            | 40            | 65            | 70            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,381</b>  | <b>944</b>    | <b>1,951</b>  | <b>3,208</b>  | <b>3,445</b>  |
| EBITDA          | 3,170         | 1,968         | 3,244         | 4,940         | 5,471         |
| EPS (元)         | 0.88          | 0.35          | 0.72          | 1.19          | 1.28          |

主要财务比率

| 会计年度            | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 营业收入 (%)        | 19.48  | -3.88  | 16.20  | 12.98 | 7.89  |
| 营业利润 (%)        | 147.25 | -60.55 | 104.94 | 63.98 | 7.33  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 114.66 | -60.37 | 106.81 | 64.42 | 7.36  |
| <b>获利能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 毛利率 (%)         | 19.06  | 13.22  | 16.70  | 21.10 | 21.27 |
| 净利率 (%)         | 11.08  | 4.57   | 8.13   | 11.83 | 11.77 |
| ROE (%)         | 15.39  | 5.87   | 10.97  | 16.05 | 15.49 |
| ROIC (%)        | 11.44  | 4.26   | 9.21   | 12.29 | 11.11 |
| <b>偿债能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 30.24  | 29.97  | 34.29  | 38.38 | 41.75 |
| 净负债比率 (%)       | 43.35  | 42.79  | 52.19  | 62.27 | 71.69 |
| 流动比率            | 1.60   | 1.42   | 1.49   | 1.67  | 1.78  |
| 速动比率            | 1.13   | 0.89   | 1.00   | 1.23  | 1.34  |
| <b>营运能力</b>     |        |        |        |       |       |
| 总资产周转率          | 1.06   | 0.90   | 0.94   | 0.89  | 0.81  |
| 应收账款周转率         | 20.50  | 21.73  | 19.04  | 16.65 | 17.83 |
| 应付账款周转率         | 9.05   | 9.26   | 9.81   | 9.19  | 9.84  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.88   | 0.35   | 0.72   | 1.19  | 1.28  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 1.23   | 0.81   | 0.56   | 1.67  | 1.75  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 5.73   | 5.95   | 6.59   | 7.40  | 8.24  |
| <b>估值比率</b>     |        |        |        |       |       |
| P/E             | 27.16  | 68.53  | 33.14  | 20.15 | 18.77 |
| P/B             | 4.18   | 4.02   | 3.64   | 3.23  | 2.91  |
| EV/EBITDA       | 12.96  | 23.11  | 20.59  | 13.66 | 12.65 |

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。