

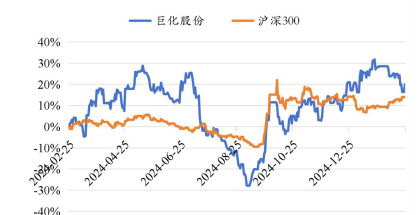
## 利用西部地区能源资源优势，布局第四代制冷剂、含氟聚合物

### 相关研究：

- 《24Q4业绩环比高增，看好制冷剂未来景气周期》 2025.1.30
- 《三季度公司制冷剂环比量跌价升，看好制冷剂未来景气周期》 2024.10.30
- 《氟化工一体化龙头企业，有望受益于制冷剂高景气周期》 2024.10.16

### 公司评级：增持（维持）

#### 近十二个月公司表现



| %    | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | -9.8 | 13.8 | 6.3   |
| 绝对收益 | -6.3 | 16.5 | 20.1  |

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：顾华昊

证书编号：S0500523080001

Tel: (8621)50293561

Email: ghh07400@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

### 核心要点：

#### □ 事件

2025 年 2 月 18 日晚，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（以下简称“甘肃巨化”），将甘肃巨化注册资本由 1.00 亿元增至 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（含巨化集团前期已出资 1.00 亿元），占比 30%。本次，公司与巨化集团拟实缴注册资本分别为 7.00 亿元和 2.00 亿元，将甘肃巨化实缴注册资本增至 10.00 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。项目拟建设年产 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。项目建设期 36 个月。项目总投资 196.25 亿元，其中 56.85 亿元为权益资本，139.40 亿元为债务资金。根据公告中公布的预期效益，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）。项目总投资收益率为 7.17%。

#### □ 公司前瞻性布局第四代制冷剂、逆周期布局含氟聚合物产能，利用西部地区能源资源优势布局产业

公司前瞻性布局第四代制冷剂 R1234yf。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。公司未雨绸缪，逐步提升第四代氟制冷剂产能，以确保具有龙头地位和先发优势，抓住未来氟制冷剂升级换代机遇。

公司逆周期布局含氟聚合物 PTFE、FEP。近年来，氟聚合物市场竞争激烈，处于行业周期底部。大量生产设备旧、经济效益差、风险承受能力弱的企业或被淘汰。这为头部企业扩大竞争优势提供了逆周期布局机会。

公司利用西部地区能源资源优势布局产业。西部地区是我国能源资源富集地，拥有充足的绿电资源和发展空间。甘肃省玉门市作为全国最大的光热发电基地，也是国家一类光资源区和二类风资源区，依托得天独厚的风、光自然资源，抢抓“一带一路”建设机遇，大力发展新能源产业，致力于承接中东部地区优质化工企业，打造西北具有竞争力的化工产业基地。通过甘肃巨化实施项目，将公司核心产业竞争优势与西部政策、能源、资源优势有机结合，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，而且可以降低碳排放强度，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。此外，甘肃地区及周边拥有丰富的矿产资源，特别是萤石等原料，可以确保项目的原料供应稳定。同时，甘肃地区的政策支持优势也将有助于企业降低投资成本，实现长期稳定发展。

#### 投资建议

公司是氟化工龙头企业，拥有完整的氟化工产业链。在含氟制冷剂方面，制冷剂供给端受到配额政策约束，在家电以旧换新、全球气候变暖等因素影响下，空调等终端需求有望稳中有增，制冷剂有望维持供需偏紧格局。公司作为制冷剂龙头企业，有望充分受益于制冷剂较高的盈利能力。本次甘肃巨化拟实施的高性能氟氯新材料一体化项目，利用西部地区能源资源优势布局氟化工产业，进一步拓展公司未来发展空间。考虑到项目存在一定的建设期，短期内无法产生效益，但项目导致的债务资金的增加或对公司短期内的经营业绩造成一定影响。因此，我们略微下调公司 2025、2026 年归母净利润，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.48、31.89、39.32 亿元（前值为 19.48、32.26、40.40 亿元），维持“增持”评级。

#### 风险提示

政策变化、需求不及预期、项目投产进度不及预期、行业竞争加剧等风险。

| 财务预测          | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）     | 20655  | 25518  | 30156 | 32825 |
| 同比(%)         | -3.9%  | 23.5%  | 18.2% | 8.8%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 944    | 1948   | 3189  | 3932  |
| 同比(%)         | -60.4% | 106.5% | 63.7% | 23.3% |
| 毛利率(%)        | 13.2%  | 17.8%  | 21.4% | 23.1% |
| ROE(%)        | 5.9%   | 11.0%  | 15.7% | 16.9% |
| 每股收益(元)       | 0.35   | 0.72   | 1.18  | 1.46  |
| P/E           | 68.62  | 33.24  | 20.30 | 16.47 |
| P/B           | 4.03   | 3.65   | 3.19  | 2.79  |
| EV/EBITDA     | 29.27  | 16.51  | 10.97 | 8.94  |

资料来源：天软、湘财证券研究所

附表 1 公司财务报表及相应指标预测

| 资产负债表            |       |       |       |       | 利润表             |        |        |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|-------|-------|
| 单位:百万元           |       |       |       |       | 单位:百万元          |        |        |       |       |
| 会计年度             | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E | 会计年度            | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
| <b>流动资产</b>      | 6421  | 7609  | 8465  | 9513  | <b>营业收入</b>     | 20655  | 25518  | 30156 | 32825 |
| 货币资金             | 1818  | 1983  | 1818  | 2260  | 营业成本            | 17924  | 20978  | 23700 | 25233 |
| 应收账款             | 921   | 1137  | 1344  | 1463  | 税金及附加           | 91     | 71     | 84    | 92    |
| 其他应收款            | 20    | 24    | 29    | 31    | 销售费用            | 139    | 168    | 196   | 210   |
| 预付账款             | 113   | 143   | 168   | 184   | 管理费用            | 684    | 842    | 992   | 1077  |
| 存货               | 1764  | 2181  | 2579  | 2807  | 研发费用            | 1001   | 1210   | 1423  | 1543  |
| 其他流动资产           | 1786  | 2141  | 2528  | 2768  | 财务费用            | -22    | 65     | 99    | 143   |
| <b>非流动资产</b>     | 16963 | 18918 | 23269 | 27178 | 信用减值损失          | 6      | 3      | 4     | 4     |
| 长期股权投资           | 2293  | 2706  | 3193  | 3512  | 资产减值损失          | -35    | -35    | -35   | -35   |
| 固定资产             | 9506  | 11547 | 13603 | 14687 | 公允价值变动收益        | 1      | 1      | 1     | 1     |
| 在建工程             | 2811  | 2311  | 4111  | 6611  | 投资收益            | 91     | 100    | 106   | 108   |
| 无形资产             | 676   | 665   | 658   | 651   | <b>营业利润</b>     | 1087   | 2388   | 3874  | 4745  |
| 其他非流动资产          | 1677  | 1690  | 1704  | 1717  | 营业外收入           | 13     | 13     | 13    | 13    |
| <b>资产总计</b>      | 23384 | 26528 | 31734 | 36691 | 营业外支出           | 24     | 24     | 24    | 24    |
| <b>流动负债</b>      | 4516  | 5398  | 6467  | 7052  | <b>利润总额</b>     | 1077   | 2378   | 3864  | 4735  |
| 短期借款             | 605   | 650   | 794   | 800   | 所得税             | 108    | 238    | 387   | 474   |
| 应付账款             | 1798  | 2171  | 2673  | 2945  | <b>净利润</b>      | 969    | 2140   | 3477  | 4261  |
| 其他流动负债           | 2113  | 2577  | 2999  | 3307  | 少数股东损益          | 25     | 192    | 288   | 329   |
| <b>非流动负债</b>     | 2491  | 2910  | 4183  | 5299  | <b>归属母公司净利润</b> | 944    | 1948   | 3189  | 3932  |
| 长期借款             | 1743  | 2143  | 3393  | 4493  | EBITDA          | 2126   | 3768   | 5673  | 6961  |
| 其他非流动负债          | 748   | 768   | 791   | 806   | EPS (元)         | 0.35   | 0.72   | 1.18  | 1.46  |
| <b>负债合计</b>      | 7007  | 8308  | 10651 | 12351 |                 |        |        |       |       |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 16075 | 17726 | 20302 | 23230 | <b>主要财务比率</b>   |        |        |       |       |
| 股本               | 2700  | 2700  | 2700  | 2700  | 会计年度            | 2023   | 2024E  | 2025E | 2026E |
| 资本公积             | 4666  | 4666  | 4666  | 4666  | <b>成长能力</b>     |        |        |       |       |
| 留存收益             | 8569  | 10220 | 12796 | 15724 | 营业收入            | -3.9%  | 23.5%  | 18.2% | 8.8%  |
| 少数股东权益           | 302   | 494   | 782   | 1111  | 营业利润            | -60.5% | 119.8% | 62.2% | 22.5% |
| <b>负债和股东权益</b>   | 23384 | 26528 | 31734 | 36691 | 归属母公司净利润        | -60.4% | 106.5% | 63.7% | 23.3% |
|                  |       |       |       |       | <b>获利能力</b>     |        |        |       |       |
| <b>现金流量表</b>     |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 13.2%  | 17.8%  | 21.4% | 23.1% |
| 会计年度             | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E | 净利率(%)          | 4.6%   | 7.6%   | 10.6% | 12.0% |
| <b>经营活动现金流</b>   | 2196  | 3275  | 5127  | 6362  | ROE(%)          | 5.9%   | 11.0%  | 15.7% | 16.9% |
| 净利润              | 969   | 2140  | 3477  | 4261  | ROIC(%)         | 7.3%   | 15.0%  | 19.2% | 19.8% |
| 资产减值准备           | 35    | 30    | 29    | 17    | <b>偿债能力</b>     |        |        |       |       |
| 折旧摊销             | 1061  | 1315  | 1699  | 2072  | 资产负债率(%)        | 30.0%  | 31.3%  | 33.6% | 33.7% |
| 财务费用             | 9     | 65    | 99    | 143   | 流动比率            | 1.42   | 1.41   | 1.31  | 1.35  |
| 投资损失             | -92   | -100  | -106  | -108  | 速动比率            | 1.03   | 1.01   | 0.91  | 0.95  |
| 营运资金变动           | 217   | -158  | -53   | -2    | 利息保障倍数          | 30.14  | 24.34  | 29.34 | 26.89 |
| 其他经营现金流          | -3    | -17   | -19   | -22   | <b>营运能力</b>     |        |        |       |       |
| <b>投资活动现金流</b>   | -2719 | -3134 | -5906 | -5833 | 总资产周转率          | 0.90   | 1.02   | 1.04  | 0.96  |
| 资本支出             | 2992  | 2800  | 5500  | 5600  | 应收账款周转率         | 20.33  | 23.21  | 22.75 | 21.89 |
| 长期投资             | 90    | 413   | 487   | 319   | 存货周转率           | 9.89   | 10.33  | 9.68  | 9.10  |
| 其他投资现金流          | 363   | 78    | 81    | 86    | <b>每股指标 (元)</b> |        |        |       |       |
| <b>筹资活动现金流</b>   | 210   | 25    | 613   | -87   | 每股收益(最新摊薄)      | 0.35   | 0.72   | 1.18  | 1.46  |
| 短期借款             | 423   | 45    | 144   | 6     | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.81   | 1.21   | 1.90  | 2.36  |
| 长期借款             | 416   | 400   | 1250  | 1100  | 每股净资产(最新摊薄)     | 5.95   | 6.57   | 7.52  | 8.60  |
| 普通股增加            | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>估值比率</b>     |        |        |       |       |
| 资本公积增加           | 376   | 0     | 0     | 0     | P/E             | 68.62  | 33.24  | 20.30 | 16.47 |
| 其他筹资现金流          | -1004 | -420  | -781  | -1192 | P/B             | 4.03   | 3.65   | 3.19  | 2.79  |
| <b>现金净增加额</b>    | -298  | 165   | -165  | 442   | EV/EBITDA       | 29.27  | 16.51  | 10.97 | 8.94  |

资料来源：天软、湘财证券研究所

## 分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

**买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

**增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

**中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

**减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

**卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限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。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。