

巨化股份(600160.SH)

制冷剂上行周期，公司利润显著增厚

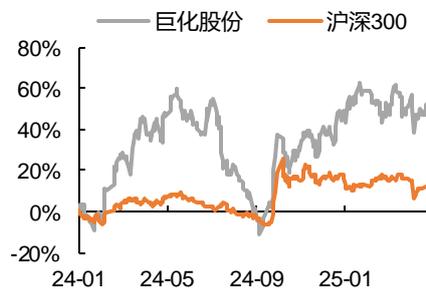
推荐（维持）

现价：24.74元

主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.jhgf.com.cn
大股东/持股	巨化集团 / 52.70%
实际控制人	浙江省国资委
总股本(百万股)	2700
流通A股(百万股)	2700
流通B/H股(百万股)	--
总市值(亿元)	668
流通A股市值(亿元)	668
每股净资产(元)	6.59
资产负债率(%)	31.25

行情走势图



相关研究报告

《巨化股份(600160.SH)公司首次覆盖报告：氟化工一体化龙头，HFCs配额全国第一》2024-05-23

《巨化股份(600160.SH)公司2024年半年报点评：完成淄博飞源吸收合并，氟制冷剂量价齐增》2024-08-23

《巨化股份(600160.SH)公司2024年三季报点评：制冷剂延续量增价涨，公司利润再增厚》2024-10-24

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号
S1060523110001
chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号
S1060524070002
mashulei362@pingan.com.cn

事项：

公司发布2024年年报，2024年实现营收244.62亿元，同比增加18.43%；归母净利润19.60亿元，同比增加107.69%；归母扣非净利润19.03亿元，同比增加131.40%。2024年利润分配预案：每10股派发现金股利2.3元（含税）。

平安观点：

■ 氟制冷剂供需结构改善、价格持续上行，带动公司业绩高增。

1) 2024年公司氟化工原料产量同增6.22%，外销量同降4.59%，月销售均价同增23.19%，该业务总营收同增17.54%，毛利率为8.86%、同降15.43pct；24Q4氟化工原料产量yoy+9.97%、外销量yoy-16.07%，销售均价yoy+48.46%，营收yoy+24.60%。2024年公司外购最上游萤石价格yoy+10.66%、无水氟化氢价格yoy+5.99%、液氯价格yoy+50.88%。2025年公司获HCFC-22生产配额3.89万吨、占全国的26.10%，HFCs生产配额29.98万吨、占全国总配额的39.6%（含淄博飞源8万吨HFCs）。

2) 2024年氟制冷剂产销量分别同增21.12%和22.61%，月销售均价同比增加32.69%，该业务实现营收94.47亿元、同比高增62.69%，毛利率为29.07%、同增15.94pct；24Q4制冷剂产量yoy+19.09%、外销量yoy+59.75%，销售均价yoy+36.24%，营收31.28亿元、yoy+117.64%。2024年制冷剂开始实施配额约束供应总量，下游空调、汽车等内需出口增势向好，制冷剂供需格局改善、价格高涨是公司利润高增主要动力。

3) 2024年含氟聚合物产销量同增2.92%和6.96%，月销售均价同降16.71%，该业务营收同降10.92%；24Q4含氟聚合物材料产量yoy-2.51%、外销量yoy+32.90%，销售均价yoy-8.48%，营收5.34亿元、yoy+21.63%。

4) 2024年含氟精细化学品产销量同增148.99%和254.95%，月销售均价同降43.80%，营收yoy+99.48%；24Q4含氟精细化学品产量yoy+151.58%、外销量yoy+149.61%，销售均价yoy-46.71%，营收yoy+33.02%。产销大幅增长、均价大幅下跌主要系合并淄博飞源后规模增加但均价被摊薄所致。2024年，公司巨芯冷却液项目一期1000吨/年运行状况良好。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20655	24462	30088	35092	39952
YOY(%)	-3.9	18.4	23.0	16.6	13.9
归母净利润(百万元)	944	1960	2764	3323	3815
YOY(%)	-60.4	107.7	41.1	20.2	14.8
毛利率(%)	13.2	17.5	18.8	19.2	19.4
净利率(%)	4.6	8.0	9.2	9.5	9.5
ROE(%)	5.9	11.0	13.8	14.7	14.9
EPS(摊薄/元)	0.35	0.73	1.02	1.23	1.41
P/E(倍)	70.8	34.1	24.2	20.1	17.5
P/B(倍)	4.2	3.8	3.3	3.0	2.6

资料来源：ifind，平安证券研究所

- **氟制冷剂行业：供应受限，需求向好，制冷剂价格持续上涨。**2024 年三代制冷剂 HFCs 开始实施配额制，二代制冷剂配额继续受限，供应确定性收紧，而下游空调和汽车在国补拉动下内需表现向好，且出口保持强劲增势，提振制冷剂需求，2024 年全年制冷剂价格持续走高，据百川盈孚数据，2024 年末主流制冷剂品种 R22 售价较年初上涨 69.23%、R32 售价上涨 149.28%、R134a 售价上涨 51.79%。据奥维云网，2024 年中国家用空调全年生产 19508 万台，同比增长 19.5%，总销量 18977 万台，同比增长 20.9%，其中内销总量 9652 万台，同比增长 6.6%，出口 9326 万台，同比增长 40.4%。据中汽协发布数据显示，2024 年我国汽车产销累计完成 3128.2 万辆和 3143.6 万辆，同比分别增长 3.7%和 4.5%，新能源汽车产销分别完成 1288.8 万辆和 1286.6 万辆，同比分别增长 34.4%和 35.5%。
- **2024 年公司石化材料产销高增带动营收增长、售价持稳，食品包装材料和基础化工品售价同比有所下降。**
 - 1) 2024 年公司石化材料产销量分别同增 36.14%和 45.70%，销售均价同比小幅增加 0.03%，营收 40.28 亿元，yoy+ 45.74%；
 - 2) 2024 年食品包装材料产销量分别同比-8.08%和-1.62%，销售均价同比-14.14%，营收 9.26 亿元、yoy-15.52%；
 - 3) 2024 年基础化工品及其它产销量分别同增 12.90%和 12.03%，售价同比-14.27%，营收 27.72 亿元，yoy-3.97%。
- **投资建议：**公司层面，作为国内基础化工+煤化工+氟化工一体化龙头，2025 年公司三代制冷剂 HFCs 配额继续位居全国第一，同时在完成对淄博飞源的收购整合后，氟化工龙头地位进一步加固，在供应端以配额制约的情况下，更利于公司规模优势的发挥；行业层面：据生态环境部，2025 年二代制冷剂生产总量 16.36 万吨、同比减少 4.99 万吨，三代制冷剂总生产配额为 79.19 万吨、同比增加 4.63 万吨，各家配额已核发，呈现高集中度特征，制冷剂供需格局优化，价格有望延续稳中探涨走势。公司作为氟产品龙头供应商，将在行业上行周期中实现较好的业绩增长。综上，考虑到下游空调、汽车等产业在国补驱动下内需增长强劲，主流制冷剂品种供需偏紧、价格高位续涨，上调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 27.64 亿元（原值 24.63 亿元）、33.23 亿元（原值 29.11 亿元）、38.15 亿元（新增），对应 2025 年 4 月 24 日收盘价 PE 分别为 24.2、20.1、17.5 倍，制冷剂价格高位续涨，公司业绩稳中向好，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 供应过剩的压力：前期企业为竞争配额大幅扩产致市场产能有所过剩，后续配额管控正式实施，若市场供应仍显宽松，则可能对企业盈利能力改善预期形成一定冲击。2) 下游需求不及预期的风险：终端空调、冰箱、汽车等需求若处持续疲软状态，则对氟化工制冷剂产业造成不利影响。3) 原材料萤石等价格大幅波动的风险：若上游核心原料萤石价格大幅波动，则可能会对制冷剂产品利润造成较大影响。4) 制冷剂价格回落的风险：若市场供需结构未如预期改善，制冷剂前期价格超涨可能在后续快速回落，从而影响公司业绩。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7949	13618	19588	25609
现金	2625	6990	11874	16835
应收票据及应收账款	2569	3328	3881	4419
预付账款	49	40	47	54
其他应收款	205	175	204	232
存货	2283	2533	2938	3337
其他流动资产	217	552	644	733
非流动资产	19965	17979	16062	14789
长期投资	2535	2665	2795	2925
固定资产	11988	10477	8941	8171
无形资产	803	669	535	401
其他非流动资产	4640	4168	3791	3292
资产总计	27914	31596	35649	40398
流动负债	4982	6455	7422	8417
短期借款	832	782	840	940
应付票据及应付账款	2980	4240	4918	5586
其他流动负债	1170	1433	1665	1891
非流动负债	3742	3453	3536	3842
长期借款	2885	2596	2679	2986
其他非流动负债	857	857	857	857
负债合计	8724	9908	10958	12259
少数股东权益	1398	1705	2073	2495
股本	2700	2700	2700	2700
资本公积	4671	4671	4671	4671
留存收益	10421	12613	15248	18273
归属母公司股东权益	17792	19984	22619	25644
负债和股东权益	27914	31596	35649	40398

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2749	5352	5651	6416
净利润	2177	3071	3691	4237
折旧摊销	1548	2118	2197	2403
财务费用	42	44	38	39
投资损失	-139	-131	-131	-131
营运资金变动	-1011	219	-177	-166
其他经营现金流	132	32	34	34
投资活动现金流	-2258	-32	-183	-1033
资本支出	1652	0	150	1000
长期投资	-687	0	0	0
其他投资现金流	-3224	-32	-333	-2033
筹资活动现金流	191	-955	-585	-422
短期借款	227	-50	58	100
长期借款	966	-288	83	307
其他筹资现金流	-1001	-617	-726	-829
现金净增加额	731	4365	4884	4961

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24462	30088	35092	39952
营业成本	20182	24442	28351	32199
税金及附加	98	120	140	160
销售费用	121	135	144	160
管理费用	826	993	1158	1318
研发费用	1054	1204	1404	1598
财务费用	42	44	38	39
资产减值损失	-86	-90	-91	-88
信用减值损失	14	15	18	20
其他收益	297	297	297	297
公允价值变动收益	-2	0	0	0
投资净收益	139	131	131	131
资产处置收益	1	24	24	24
营业利润	2502	3527	4236	4862
营业外收入	12	12	13	15
营业外支出	17	16	15	16
利润总额	2497	3523	4234	4861
所得税	321	452	544	624
净利润	2177	3071	3691	4237
少数股东损益	217	306	368	423
归属母公司净利润	1960	2764	3323	3815
EBITDA	4087	5685	6469	7303
EPS (元)	0.73	1.02	1.23	1.41

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	18.4	23.0	16.6	13.9
营业利润(%)	130.3	40.9	20.1	14.8
归属于母公司净利润(%)	107.7	41.1	20.2	14.8
获利能力				
毛利率(%)	17.5	18.8	19.2	19.4
净利率(%)	8.0	9.2	9.5	9.5
ROE(%)	11.0	13.8	14.7	14.9
ROIC(%)	12.2	14.1	15.4	18.1
偿债能力				
资产负债率(%)	31.3	31.4	30.7	30.3
净负债比率(%)	5.7	-16.7	-33.8	-45.9
流动比率	1.6	2.1	2.6	3.0
速动比率	1.1	1.6	2.1	2.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	10.4	11.7	11.7	11.7
应付账款周转率	8.8	9.0	9.0	9.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.02	1.23	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	1.98	2.09	2.38
每股净资产(最新摊薄)	6.59	7.40	8.38	9.50
估值比率				
P/E	34.1	24.2	20.1	17.5
P/B	3.8	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	16.9	12.5	10.4	8.8

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层