

2023年12月06日

巨化股份（600160.SH）

公司快报

拟收购飞源化工股权，提升三代制冷剂竞争力

投资要点

- ◆ **事件：**巨化股份12月5日发布公告，拟以现金收购加增资方式取得飞源化工51%股权。
- ◆ **收购飞源化工，对价合理。**巨化股份拟以现金5.78亿元收购淄博飞源化工老股东5469.60万股（占全部股权30.15%）同时增资8.16亿元，合计耗资13.94亿元取得飞源化工51%股权。飞源化工2023年1-5月合并收入10.50亿元，净利润0.26亿元；截止2023年5月末合并总资产27.43亿元，净资产6.73亿元。飞源化工100%股权对价19.18亿元，对应市净率2.85倍，低于同行业上市公司3.28倍平均市净率，对价较合理。
- ◆ **协同效应强，提升公司制冷剂竞争力。**飞源化工拥有较完整氟化工、环氧树脂产业链，主要产品包括制冷剂R32、R125、R134a、R410A、R404A、R407C、R507；精细化学品R113a、三氟乙酸、三氟乙酐、三氟乙醇、硫酰氟；其它产品氟化氢、氟化氢铵、硫酸、环氧氯丙烷、环氧树脂等。百川盈孚数据显示，飞源化工拥有R32/R125/R134a产能分别为3万吨/2万吨/3万吨，巨化股份R32/R125/R134a产能分别为12万吨/4万吨/6.8万吨，双方产业链协同性强，收购完成后将增加巨化股份规模体量，提升公司竞争力和市占率。
- ◆ **配额管理在即，三代制冷剂有望景气反转。**第二代HCFCs制冷剂配额正处于削减进程中，第三代HFCs制冷剂2024年将进入配额管理期。根据《蒙特利尔议定书》基加利修正案，包括我国在内的发展中国家应在其2020年至2022年HFCs使用量平均值的基础上，2024年冻结HFCs的消费和生产于基准，自2029年开始削减到2045年后将HFCs使用量削减至其基准值20%以内。2024年配额管理落地有望改善行业供需格局，推动三代制冷剂景气反转，产品价格及盈利情况得以提升。公司正积极做好第三代氟制冷剂配额管控下的经营工作，持续研发第四代氟制冷剂等高GWP新型制冷剂单工质和混配品种研发，将享受制冷剂带来的业绩弹性。
- ◆ **投资建议：**巨化股份为国内氟化工一体化龙头，形成了包括基础配套原料、氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、含氟精细化学品等在内的完整的氟化工产业链。三代制冷剂配额方案落地，供给约束有望开启景气反转，收购飞源化工提升公司制冷剂规模和市占率，增加业绩弹性，高附加值产品拓展提高盈利能力带来持续成长。暂不考虑此次收购，调整盈利预测，预计公司2023-2025年收入分别为204.63/233.48/254.59亿元，同比增长-4.8%/14.1%/9.0%，归母净利润分别为11.74/26.43/35.14亿元，同比增长-50.7%/125.1%/32.9%，对应PE分别为37.1x/16.5x/12.4x；维持“增持-B”评级。
- ◆ **风险提示：**收购交易及经营整合不确定性；下游需求不及预期；四代制冷剂替代速度超预期；原材料大幅波动；项目建设不及预期。

基础化工 | 氟化工III

增持-B(维持)

投资评级

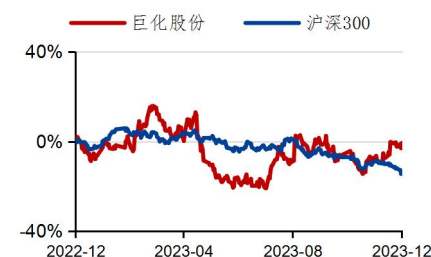
股价(2023-12-06)

16.14元

交易数据

总市值（百万元）	43,573.90
流通市值（百万元）	43,573.90
总股本（百万股）	2,699.75
流通股本（百万股）	2,699.75
12个月价格区间	18.79/13.21

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.46	10.15	15.33
绝对收益	7.31	-0.86	1.46

分析师

骆红永

 SAC执业证书编号：S0910523100001
 luohongyong@huajinsec.com

相关报告

巨化股份：产品价格下行业绩承压，静待制冷剂景气反转-公司快报-巨化股份半年报点评 2023.8.30



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,986	21,489	20,463	23,348	25,459
YoY(%)	12.0	19.5	-4.8	14.1	9.0
净利润(百万元)	1,109	2,381	1,174	2,643	3,514
YoY(%)	1062.9	114.7	-50.7	125.1	32.9
毛利率(%)	14.1	19.1	15.5	21.7	23.5
EPS(摊薄/元)	0.41	0.88	0.43	0.98	1.30
ROE(%)	7.9	15.2	7.4	14.5	16.3
P/E(倍)	39.3	18.3	37.1	16.5	12.4
P/B(倍)	3.3	2.8	2.7	2.4	2.1
净利率(%)	6.2	11.1	5.7	11.3	13.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6158	7830	7439	9943	10833
现金	1539	2547	2602	4013	5430
应收票据及应收账款	1385	1713	1237	2129	1541
预付账款	134	77	124	105	144
存货	1735	1728	1716	1925	1952
其他流动资产	1366	1765	1761	1771	1765
非流动资产	11737	14797	14290	15500	16223
长期投资	1429	1852	2473	3141	3856
固定资产	6364	6517	6368	7375	7837
无形资产	711	687	697	675	645
其他非流动资产	3232	5740	4753	4309	3885
资产总计	17894	22627	21729	25443	27056
流动负债	3553	4904	3834	5532	4331
短期借款	269	182	182	182	182
应付票据及应付账款	2505	3666	2472	4018	2892
其他流动负债	779	1056	1180	1332	1257
非流动负债	709	1938	1645	1392	1124
长期借款	188	1327	1034	781	513
其他非流动负债	521	611	611	611	611
负债合计	4262	6842	5479	6925	5455
少数股东权益	298	316	337	381	391
股本	2700	2700	2700	2700	2700
资本公积	4286	4290	4290	4290	4290
留存收益	6325	8355	8408	8134	9296
归属母公司股东权益	13334	15468	15913	18138	21209
负债和股东权益	17894	22627	21729	25443	27056

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1247	3317	831	3811	3446
净利润	1078	2396	1195	2687	3524
折旧摊销	858	874	729	851	1019
财务费用	29	-108	-13	-47	-100
投资损失	-388	-374	-241	-277	-320
营运资金变动	-688	328	-836	602	-673
其他经营现金流	358	201	-3	-4	-3
投资活动现金流	-1092	-3562	22	-1780	-1419
筹资活动现金流	-410	709	-799	-620	-610

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.41	0.88	0.43	0.98	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	1.23	0.31	1.41	1.28
每股净资产(最新摊薄)	4.94	5.73	5.89	6.72	7.86

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17986	21489	20463	23348	25459
营业成本	15443	17393	17299	18292	19477
营业税金及附加	60	87	76	81	93
营业费用	131	157	375	370	310
管理费用	687	723	718	829	907
研发费用	654	824	692	800	909
财务费用	29	-108	-13	-47	-100
资产减值损失	-342	-150	-171	-210	-275
公允价值变动收益	0	4	3	4	3
投资净收益	388	374	241	277	320
营业利润	1114	2755	1391	3094	3912
营业外收入	19	11	19	15	16
营业外支出	57	40	40	42	45
利润总额	1076	2725	1369	3068	3883
所得税	-2	329	174	382	359
税后利润	1078	2396	1195	2687	3524
少数股东损益	-31	16	21	44	10
归属母公司净利润	1109	2381	1174	2643	3514
EBITDA	1916	3621	2071	3861	4793

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	12.0	19.5	-4.8	14.1	9.0
营业利润(%)	625.7	147.3	-49.5	122.5	26.4
归属于母公司净利润(%)	1062.9	114.7	-50.7	125.1	32.9
获利能力					
毛利率(%)	14.1	19.1	15.5	21.7	23.5
净利率(%)	6.2	11.1	5.7	11.3	13.8
ROE(%)	7.9	15.2	7.4	14.5	16.3
ROIC(%)	7.4	13.7	6.5	13.2	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	23.8	30.2	25.2	27.2	20.2
流动比率	1.7	1.6	1.9	1.8	2.5
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	16.6	13.9	13.9	13.9	13.9
应付账款周转率	8.1	5.6	5.6	5.6	5.6
估值比率					
P/E	39.3	18.3	37.1	16.5	12.4
P/B	3.3	2.8	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	22.3	11.9	20.7	10.7	8.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn