

2023 年 12 月 06 日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元) 18.00

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/12/5)	15.76
上证指数(2023/12/5)	2972.30
股价 12 个月高/低	19.11/12.76
总发行股数(百万)	2699.75
A 股数(百万)	2699.75
A 市值(亿元)	425.48
主要股东	巨化集团有限公司(52.70%)
每股净值(元)	5.75
股价/账面净值	2.74
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	3.7 -1.6 -0.9

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.09.26	14.89	买进
2023.11.28	16.10	区间操作

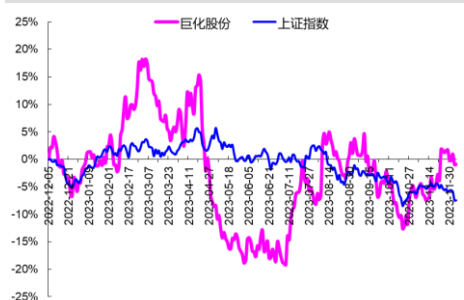
产品组合

制冷剂	38.0%
基础化工产品及其它	20.9%
石化材料	15.7%
含氟聚合物材料	15.3%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.8%
一般法人	60.3%

股价相对大盘走势



巨化股份(600160.SH)

Trading Buy 区间操作

收购飞源化工，巩固龙头地位

事件：公司发布公告，拟以现金出资方式，取得淄博飞源化工公司控股权。其中以现金出资5.78亿元收购原股东30.15%股权，以8.16亿元单方面增加飞源化工注册资本，合计取得其51%股权。

结论与建议：公司收购飞源将有助于进一步提升三代制冷剂产能，完善氟化工产业链，巩固行业龙头地位。当前制冷剂价格上涨，价差拉大，行业长期景气行情开启。看好公司业绩修复，目前公司估值合理，维持“区间操作”评级。

■ **收购飞源化工，市场话语权进一步提高：**飞源化工三代制冷剂产能处于行业第二梯队，目前包括 R32 产能 3 万吨、R125 产能 2 万吨、R134a 产能 3 万吨。如果收购完成，巨化股份三代制冷剂市场话语权将进一步提升，R32 产能将达 16 万吨，占行业总产能的 31%，R125 产能达 7 万吨，占行业总产能 23%，R134a 产能达 12 万吨，占行业总产能的 31%。预计随着制冷剂配额持续缩减，行业集中度预计将持续提高。此外飞源化工还拥有 R410A、R404A、R407C、R507 等氟化工产品及其上游原材料产能，公司完成收购后，产业链协同优势有望进一步凸显。

■ **制冷剂价格上行，价差拉大：**目前制冷剂价格上行趋势开启，价差拉大。据百川盈孚，当前二代制冷剂 R22-三氯甲烷价差为 10859 元/吨（较季初+14%，YOY+50%），三代制冷剂 R32-二氯甲烷价差为 3430 元/吨（较季初+202%，YOY 扭亏），R134a-三氯乙烯价差为 9769 元/吨，（较季初+34%，扭亏），R125-四氯乙烯价差为 10714 元/吨，（较季初+13%，YOY+17%）。预计随着行业景气度的修复，公司业绩将走出低谷，实现持续修复。目前四代制冷剂价格昂贵且产能不足，对三代制冷剂的替代极为有限。随着冰箱、冷柜、汽车空调的保有量和维修需求的增长，我们看好二代三代制冷剂的长期景气行情。

■ **产业链配备完善，含氟聚合物保障成长：**公司具备配套的基础化工和氯碱化工产业链，一体化优势明显。且近年来，公司向下游拓展精细氟化工，提高产品价值，目前 HFP、PTFE、FEP、FKM 产能规模均居行业领先地位。含氟聚合物材料产能达 13.99 万吨，目前还有多个在建项目，包括 10 万吨聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目（二期 B 段）、6 万吨 VDC 单体技改扩建项目 1 万吨 FEP 扩建项目（二期）、15 万吨 PTT 项目等。公司持续强化技术创新，推进含氟聚合物产品高质化、高值化进程，在氟化工领域的产业链持续完善，保障公司长期成长。

■ **盈利预测：**考虑到公司收购飞源，我们上修 2024、2025 年盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年实现净利润 10.24/22.8/33.8 亿元，yoy-57%/+123%/+48%，前值 10.2/18.8/27.1 亿元，折合 EPS 为 0.38/0.85/1.25 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 42/19/13 倍，估值合理，维持“区间操作”评级。

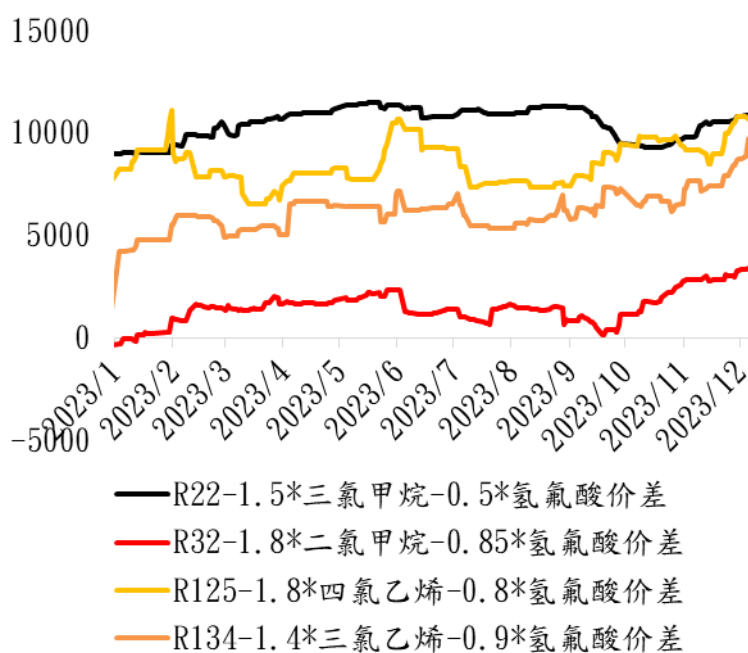
■ **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1,109	2,381	1,024	2,282	3,380
同比增减	%	1062.87%	114.66%	-56.98%	122.78%	48.12%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.41	0.88	0.38	0.85	1.25
同比增减	%	1062.87%	114.66%	-56.98%	122.78%	48.12%
A 股市盈率(P/E)	X	38.36	17.87	41.54	18.65	12.59
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.27	0.12	0.2	0.35
股息率 (Yield)	%	0.82%	1.71%	0.76%	1.27%	2.22%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

图：各品种制冷剂-原料价差（元/吨）



附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	17986	21489	18303	24759	32125
经营成本	15443	17393	16031	20549	26089
研发费用	654	824	772	1044	1355
营业税金及附加	60	87	74	100	130
销售费用	131	157	134	181	235
管理费用	687	723	554	750	973
财务费用	29	-108	-92	-124	-161
资产减值损失	312	150	135	139	143
投资收益	388	374	386	397	409
营业利润	1114	2755	1202	2642	3899
营业外收入	19	11	11	12	12
营业外支出	57	40	41	42	43
利润总额	1076	2725	1172	2612	3869
所得税	-2	329	142	315	467
少数股东损益	-31	16	7	15	22
归属于母公司股东权益	1109	2381	1024	2282	3380

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1539	2547	2268	3090	3347
应收账款	1385	1713	2718	4427	8239
存货	1735	1728	1814	1905	2000
流动资产合计	6158	7830	8764	11513	15816
长期股权投资	1429	1852	1944	2042	2144
固定资产	6364	6517	6648	6781	6916
在建工程	2221	4553	4326	4109	3904
非流动资产合计	11737	14797	14824	14945	15097
资产总计	17894	22627	23589	26458	30912
流动负债合计	3553	4904	5700	5753	5827
非流动负债合计	709	1938	1073	1592	2572
负债合计	4262	6842	6773	7346	8399
少数股东权益	298	316	323	338	360
股东权益合计	13632	15784	16815	19112	22514
负债及股东权益合计	17894	22627	23589	26458	30912

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	1247	3317	3317	3383	3417
投资活动产生的现金流量净额	-1092	-3562	-3562	-3419	-4103
筹资活动产生的现金流量净额	-410	709	709	858	944
现金及现金等价物净增加额	-285	584	584	822	258

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。