

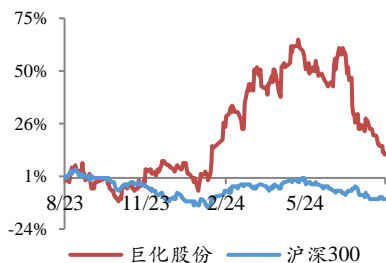
半年度业绩大幅增长，制冷剂景气周期有望延续

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-23

收盘价(元)	17.27
近12个月最高/最低(元)	26.10/13.80
总股本(百万股)	2,700
流通股本(百万股)	2,700
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	466
流通市值(亿元)	466

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：刘旭升

执业证书号：S0010524070003

电话：17610267257

邮箱：liuxs@hazq.com

相关报告

1.24H1 业绩同比大幅增长，看好三代制冷剂景气度提升 2024-07-10

2.24Q1 业绩同比翻倍增长，三代制冷剂景气度持续回升 2024-04-27

3.短期价格下行业绩承压，长期制冷剂景气有望反转 2024-01-30

主要观点：

● 事件描述

8月22日，巨化股份发布2024年半年度报告。1H24公司实现营业收入120.80亿元，同比+19.65%；实现归母净利润8.34亿元，同比+70.31%；实现扣非归母净利润7.94亿元，同比+73.97%。2Q24公司实现营业收入66.10亿元，同比+19.77%，环比+20.86%；实现归母净利润5.24亿元，同比+55.35%，环比+68.83%；实现扣非归母净利润5.06亿元，同比+55.95%，环比+75.67%。

● 制冷剂板块支撑公司业绩增长，其他板块短期拖累公司业绩

1H24公司实现归母净利润8.34亿元，同比+70.31%；2Q24公司实现归母净利润5.24亿元，同比+55.35%，环比+68.83%。主要原因是公司主营产品制冷剂量价齐升。价格端：2024H1公司制冷剂平均售价2.43万元/吨，同比+22%；2024Q2公司制冷剂平均售价2.47万元/吨，同比+25%，环比+4%。销量端：2024H1公司制冷剂外销量16.14万吨，同比+12%；2024Q2公司制冷剂外销量9.43万吨，同比+18%，环比+41%。而受供给充裕、需求疲软影响，公司氟聚合物材料、食品包装材料、基础化工产品销售均价同比分别下跌23.78%、15.06%、20.66%，对公司盈利带来不利影响。

● 制冷剂价格较年初大幅上涨，公司有望充分受益制冷剂景气周期

公司核心产品二代氟制冷剂(HCFCs)、三代氟制冷剂(HFCs)按国家核定的配额生产，其中：二代氟制冷剂(HCFCs)生产配额将于2025年进一步削减，在供给削减和需求相对刚性等预期下，HCFCs产品价格上行；三代氟制冷剂(HFCs)于2024年1月1日开始实行生产配额制，原有的产能严重过剩、市场激烈竞争的矛盾得到有效缓解，HFCs产品价格恢复性上行，但受前期库存积累和结构性需求差异影响，价格从原非理性下跌向上回归缓慢，品种差异较大。据百川盈孚数据，截至2024年8月22日，公司主营制冷剂产品R32、R125、R134a、RR市场均价较2024年1月2日分别提升105.8%、6.3%、14.3%、61%至3.55、2.95、3.20、3.30万元/吨，价差较2024年1月1日分别提升371.6%、14.6%、49.5%、100.2%至2.23、1.42、1.78、2.42万元/吨，主流制冷剂盈利能力大幅提升。

现公司HFCs生产配额合计达到27.88万吨，行业占比37.4%，R32、R134a、R125、R143a生产配额占比将合计达到45%、35.5%、38.7%、45.4%，HFCs配额位居行业首位。二代制冷剂R22生产配额4.75万吨，行业占比26.3%。在供给强约束叠加需求刚性背景下，三代制冷剂有望保持长景气周期，公司未来有望充分受益。

● **氟化工产业链布局持续完善，看好公司产业高端化升级**

为了推进公司产业高端化，促进产品结构向高性能氟化工新材料优化升级，公司拟投资 21.9 亿元建设四大项目。其中，10000t/a 高品质可熔氟树脂及配套项目总投资 9.11 亿元，计划 2025 年四季度前全部建成投产，项目预计新增年均净利润为 1.78 亿元/年；44kt/a 高端含氟聚合物项目 A 段 40kt/aTFE 项目总投资 5.85 亿元，计划 2025 年二季度建成投产，项目预计新增年均净利润为 0.51 亿元/年；500 吨/年全氟磺酸树脂项目一期 250 吨/年项目总投资 3.27 亿元，计划 2025 年 6 月完成项目试车，项目预计新增年均净利润为 0.54 亿元/年；20kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目总投资 3.67 亿元，计划 2025 年二季度投产试车，项目预计新增年均净利润为 0.88 亿元/年。

● **投资建议**

我们坚定看好三代制冷剂价格回暖带来的业绩增量以及巨化氟氟联动带来的成本优势。同时公司布局含氟新材料，高附加值拉升公司毛利率中枢。考虑到公司基础化工品、含氟聚合物、含氟精细化工品等板块销售均价大幅下滑，我们下调公司 2024-2026 年业绩预期。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 23.58、33.67、42.15 亿元（原 2024-2026 年分别为 28.02、37.97、46.46 亿元），同比增速为+150.0%、+42.7%、+25.2%。对应 PE 分别为 20、14、11 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 宏观政策风险；
- (2) 下游需求不及预期；
- (3) 新产能投产进度不及预期；
- (4) 四代制冷剂替代速度加快；

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20655	20732	22594	24764
收入同比 (%)	-3.9%	0.4%	9.0%	9.6%
归属母公司净利润	944	2358	3367	4215
净利润同比 (%)	-60.4%	150.0%	42.7%	25.2%
毛利率 (%)	13.2%	19.3%	23.4%	25.6%
ROE (%)	5.9%	13.0%	15.6%	16.3%
每股收益 (元)	0.35	0.87	1.25	1.56
P/E	47.11	19.77	13.85	11.06
P/B	2.77	2.56	2.16	1.81
EV/EBITDA	23.11	13.65	9.74	7.62

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6421	7189	9146	12151	营业收入	20655	20732	22594	24764
现金	1818	2550	4240	6879	营业成本	17924	16734	17308	18417
应收账款	921	992	1048	1153	营业税金及附加	91	85	95	104
其他应收款	20	21	23	25	销售费用	139	146	158	172
预付账款	113	102	102	111	管理费用	684	708	762	836
存货	1764	1691	1729	1842	财务费用	-22	23	2	-47
其他流动资产	1786	1833	2005	2142	资产减值损失	-35	87	120	126
非流动资产	16963	18457	20133	21675	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	2293	2704	3127	3548	投资净收益	91	241	230	240
固定资产	9506	10836	12362	13913	营业利润	1087	2619	3791	4734
无形资产	676	658	642	626	营业外收入	13	0	0	0
其他非流动资产	4488	4259	4003	3588	营业外支出	24	0	0	0
资产总计	23384	25646	29280	33826	利润总额	1077	2619	3791	4734
流动负债	4516	4583	4757	4988	所得税	108	236	373	454
短期借款	605	625	645	665	净利润	969	2383	3418	4280
应付账款	1798	1824	1866	1970	少数股东损益	25	25	51	65
其他流动负债	2113	2135	2246	2353	归属母公司净利润	944	2358	3367	4215
非流动负债	2491	2555	2578	2593	EBITDA	1968	3429	4635	5581
长期借款	1743	1763	1783	1803	EPS (元)	0.35	0.87	1.25	1.56
其他非流动负债	748	793	796	791					
负债合计	7007	7139	7335	7581					
少数股东权益	302	327	378	443					
股本	2700	2700	2700	2700					
资本公积	4666	4667	4667	4667					
留存收益	8709	10813	14200	18435					
归属母公司股东权益	16075	18180	21567	25802					
负债和股东权益	23384	25646	29280	33826					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	2196	3054	3840	4691	成长能力				
净利润	969	2383	3418	4280	营业收入	-3.9%	0.4%	9.0%	9.6%
折旧摊销	1061	788	842	894	营业利润	-60.5%	141.0%	44.8%	24.9%
财务费用	9	77	79	80	归属于母公司净利	-60.4%	150.0%	42.7%	25.2%
投资损失	-92	-241	-230	-240	获利能力				
营运资金变动	230	134	-104	-146	毛利率 (%)	13.2%	19.3%	23.4%	25.6%
其他经营现金流	758	2162	3358	4249	净利率 (%)	4.6%	11.4%	14.9%	17.0%
投资活动现金流	-2719	-1931	-2135	-2027	ROE (%)	5.9%	13.0%	15.6%	16.3%
资本支出	-2857	-1975	-1931	-1835	ROIC (%)	4.3%	11.3%	13.8%	14.6%
长期投资	-90	-421	-433	-432	偿债能力				
其他投资现金流	228	465	230	240	资产负债率 (%)	30.0%	27.8%	25.1%	22.4%
筹资活动现金流	210	-396	-36	-45	净负债比率 (%)	42.8%	38.6%	33.4%	28.9%
短期借款	423	20	20	20	流动比率	1.42	1.57	1.92	2.44
长期借款	416	20	20	20	速动比率	0.89	1.06	1.43	1.94
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	376	1	0	0	总资产周转率	0.90	0.85	0.82	0.78
其他筹资现金流	-1004	-438	-76	-85	应收账款周转率	21.73	21.68	22.16	22.50
现金净增加额	-298	733	1690	2638	应付账款周转率	9.26	9.24	9.38	9.60
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.35	0.87	1.25	1.56
					每股经营现金流薄)	0.81	1.13	1.42	1.74
					每股净资产	5.95	6.73	7.99	9.56
					估值比率				
					P/E	47.11	19.77	13.85	11.06
					P/B	2.77	2.56	2.16	1.81
					EV/EBITDA	23.11	13.65	9.74	7.62

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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%至 15%；
- 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；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。