制冷剂迎来春天，行业龙头优势凸显

巨化股份（600160）首次

投资评级：买入

报告日期：2017-06-02

股价走势：

研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人：蒋园园
0551-65161837

联系人：李超齐
0551-65161591

主要观点：

❑ 制冷剂行业显著回暖

17 年 1 月国内制冷剂价格显著上升，行业呈回暖趋势。17 年 1—5 月底 R22、R410a、R32、R134a、R125 价格分别上涨 88.89%、250%、166.67%、64.10%、328.57%。国内制冷剂行业 11 年之后进入低谷期，产能严重过剩，需求减少，产品价格一路下滑，行业经历了 5 年持续低迷期，部分产能退出，17 年国内 R22、R134a 、R125、R32 产能分别为 69 万吨、24.3 万吨、24 万吨、25.06 万吨。目前环保趋严，部分企业降负荷运行，产量供给整体偏紧。下游需求稳中有升，17Q1 国内空调、冰箱、汽车累计产量分别为 4404.49 万台、2264.60 万台、732.60 万台，同比分别增长 17.97%、9.97%、9.57%。同时原材料氢氟酸价格也呈上涨趋势，17 年 1—5 月底价格上涨 84.13%至 11600 元/吨，对成本起到支撑。

❑ 电子化学品稳步发展

公司以氟化工为基础，也积极布局电子化学品领域。主要通过凯圣公司和博瑞公司进入湿电子化学品和特种气体领域，已在部分领域实现突破。16 年公司电子化学材料实现营收 1.6 亿元，同比增长 39.80%，其占公司总营收比重为 2%。随着公司电子化学品产能的逐步释放以及下游需求的快速增长，部分产品有望实现进口替代，电子化学品有望成为公司未来发展的新引擎。

❑ 制冷剂价格大幅上涨，公司业绩显著改善

17Q1 公司实现营收 29.21 亿元，同比增长 22.60%；实现净利润 1.84 亿元，实现扭亏为盈，产品综合毛利率为 18.55%，较 16 年增加 7.14 个百分点，主要原因：制冷剂价格大幅上涨，带动公司业绩改善。公司做为国内制冷剂行业龙头，拥有 R22 产能 10 万吨、 R134a 产能 6 万吨、R32 产能 1.5 万吨、R125 产能 3.5 万吨，17 年 1 月以来国内制冷剂价格显著上涨，增厚公司业绩。

❑ 盈利预测及估值

公司做为国内制冷剂龙头，产能优势显著，受益于制冷剂价格上涨。预计 17-19 年的 EPS 为 0.62 元、0.77 元、0.88 元，对应当前股价 PE 分别为 17X、14X、12X。给予“买入”评级。

盈利预测　　单位：百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10101	13131	15757	18121
收入同比（%）	6%	30%	20%	15%
归属母公司净利润	151	1313	1624	1855
净利润同比（%）	-7%	768%	24%	14%
毛利率（%）	11.4%	19.0%	19.5%	19.5%
ROE（%）	1.5%	13.7%	17.8%	21.6%
每股收益	0.07	0.62	0.77	0.88
P/E	154.85	17.84	14.42	12.63
P/B	2.25	2.42	2.54	2.72
EV/EBITDA	28	12	10	9

资料来源：wind、华安证券研究所

❑ 风险提示

制冷剂价格大幅回落，制冷剂下游需求放缓

目 录

1 公司介绍 4

1.1 公司基本情况 4
1.2 业绩显著改善 5

2 制冷剂行业回暖 6

2.1 制冷剂行业及政策介绍 7
2.2 制冷剂价格显著上涨 9
2.3 供给端：行业低迷，产能收缩 11
2.4 需求端：下游需求回暖 15
2.5 成本端：原材料价格上涨，成本压力增加 17

3 布局电子化学品，打造新动能 17

3.1 电子化学品应用前景广阔 17
3.2 电子化学品起航 19

附录：财务报表预测 21

图表目录

图表 1 公司发展重要事件.....4
图表 2 公司股权结构.....4
图表 3 公司产业链.....5
图表 4 11—17Q1 公司营收.....6
图表 5 11—17Q1 公司净利润.....6
图表 6 13—16 公司营收结构.....6
图表 7 11—17Q1 公司综合毛利率.....6
图表 8 不同制冷剂产品特点.....7
图表 9 全球应对气候变化政策.....7
图表 10 全球淘汰第二代制冷剂路线路.....8
图表 11 全球淘汰第三代制冷剂路线路.....9
图表 12 2016—2017.5 R22 价格走势.....9
图表 13 2016—2017.5 R410A 价格走势.....10
图表 14 2016—2017.5 R32 价格走势.....10
图表 15 2016—2017.4 R134A 价格走势.....10
图表 16 2016—2017.4 R125 价格走势.....10
图表 17 2013-2016 R22 产能及产量.....11
图表 18 国内供应商 R22 产能情况.....11
图表 19 13 和 17 年国内主要供应商 R22 配额情况.....12
图表 20 2013-2016 R134A 产能及产量.....13
图表 21 国内供应商 R134A 产能情况.....13
图表 22 2013-2016 R125 产能及产量.....14
图表 23 国内供应商 R125 产能情况.....14
图表 24 2013-2016 R32 产能及产量.....15
图表 25 国内供应商 R32 产能情况.....15
图表 26 14-17.3 空调累计产量及同比.....16
图表 27 14-17.3 变频空调累计产量及同比.....16
图表 28 14-17.3 家用冰箱累计产量及同比.....16
图表 29 14-17.3 汽车累计产量及同比.....16
图表 30 浙江三美氢氟酸价格走势.....17
图表 31 电子化学品分类.....18
图表 32 电子化学品应用领域.....18
图表 33 07-14 年全球电子化学品产值.....19
图表 34 05-15 年国内电子化学品产值.....19
图表 35 公司在电子化学品领域布局.....19
图表 36 15—16 公司电子化学品营收.....20
图表 37 13—16 产品综合毛利和电子化学材料毛利.....20

1 公司介绍

1.1 公司基本情况

1998 年 6 月 17 日浙江巨化股份有限公司成立， 1998 年 6 月 26 日在上交所上市。经过 19 载发展，现已成为国内最大的氟化工、氯碱化工综合配套的氟化工制造业基地，做为国内氟化工行业领先企业，产品从制冷剂扩展到含氟聚合物、高纯电子气体等精细氟化工领域，生产基地主要集中在衢州、宁波、兰溪。

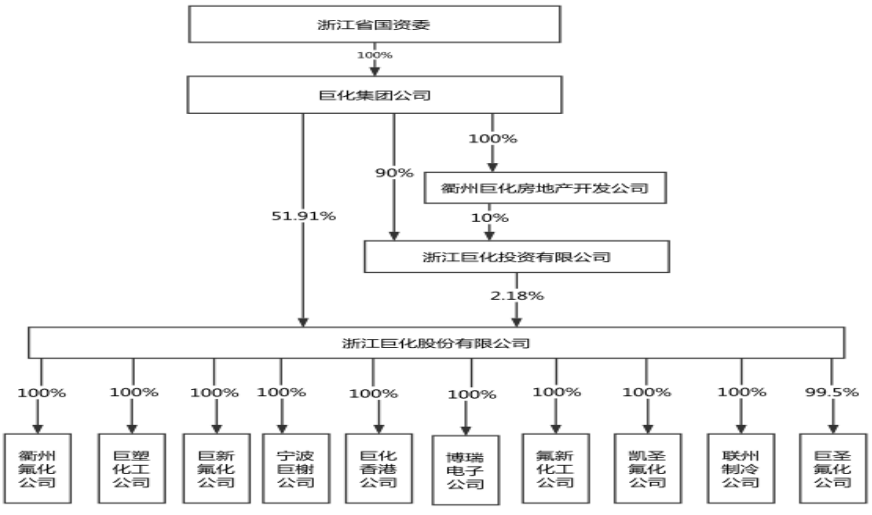
图表 1 公司发展重要事件

日期	重要进程
1998	巨化股份成立
1998	公司在上交所上市
2010	非公开发行，募集16.5亿元，发展TFE及其下游产品、新型氟致冷剂、新型食品包装材料等项目
2011	衢州氟化公司和巨化集团技术中心合作，研发第四代制冷剂HFO-1234yf、HFO-1234ze
2013	巨新公司与霍尼韦尔国际、霍尼韦尔特殊新材料公司合作，引进HFC-125 技术
2014	设立全资子公司，从事高纯电子气体项目
2015	非公开发行，募集 33.6 亿元，发展含氟聚合物、高纯电子气体等项目
2016	公司与巨化集团技术中心合作，研发触屏抗指纹剂等产品

资料来源：公司公告、华安证券研究所

巨化集团是公司实际控制人。巨化集团旗下有三家上市公司，分别为巨化股份、菲达环保、华江科技。巨化集团是浙江省国资委下属企业，未来国企改革也值得期待。

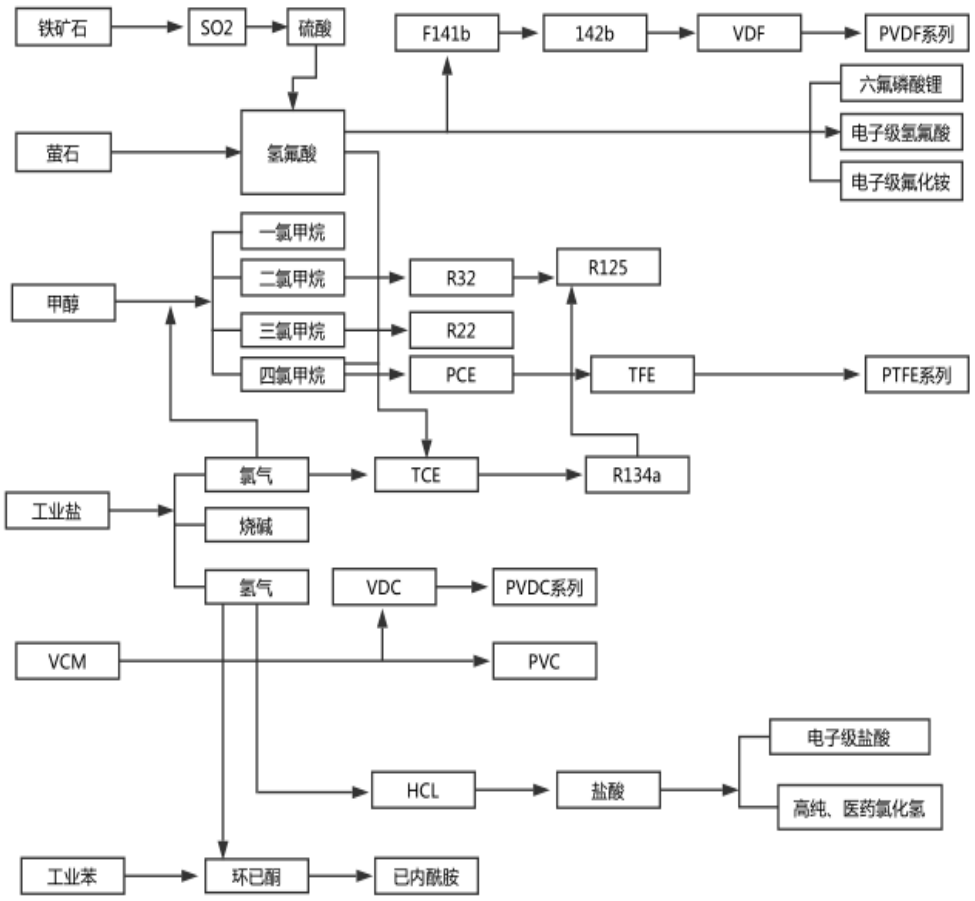
图表 2 公司股权结构



资料来源：华安证券研究所

公司做为国内领先的氟化工、氯碱化工综合配套的氟化工制造基地，形成了基础配套原料、氟致冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、精细化学品、电子化学材料等在内的完整的氟化工产业链。

图表 3 公司产业链

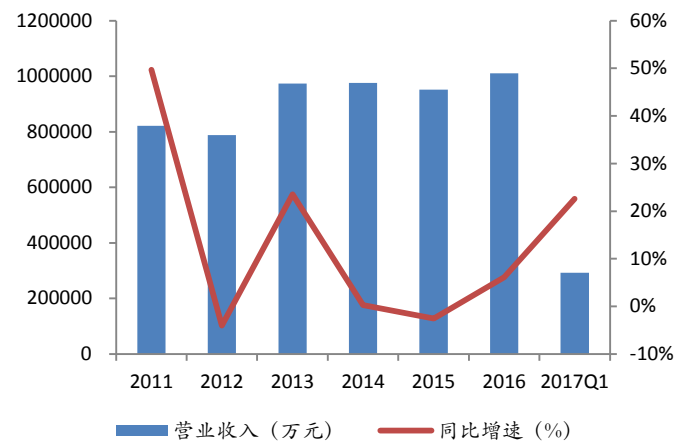


资料来源：华安证券研究所

1.2 业绩显著改善

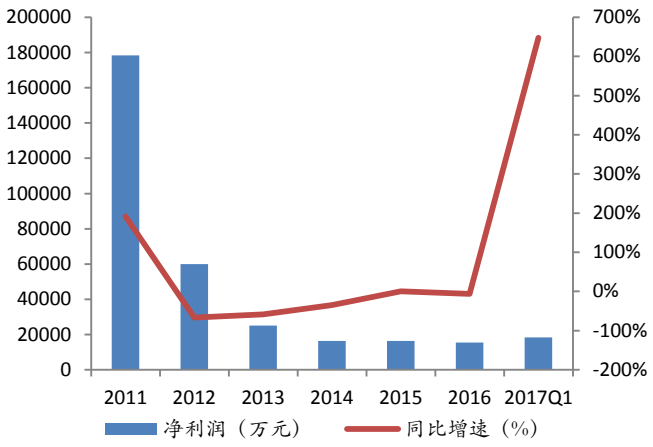
17Q1 公司实现营收 29.21 亿元，同比增长 22.60%。14 年以后，公司业绩处于改善周期，呈现稳步提升趋势。17Q1 公司实现净利润 1.84 亿元，实现扭亏为盈，主要是由于制冷剂产品价格大幅上涨，带动公司业绩大幅提高。11-16 公司净利润大幅下降，主要原因：11 年因家电下乡、欧洲淘汰第二代制冷剂产品等因素叠加效应，国内制冷剂处于供不应求的局面，价格一路飞涨，但好景难以持续，11 年之后国内制冷剂产能严重过剩，加上需求下降，氟化工行业经历了持续 5 年的低迷期。

图表 4 11—17Q1 公司营收



资料来源:wind、华安证券研究所

图表 5 11—17Q1 公司净利润

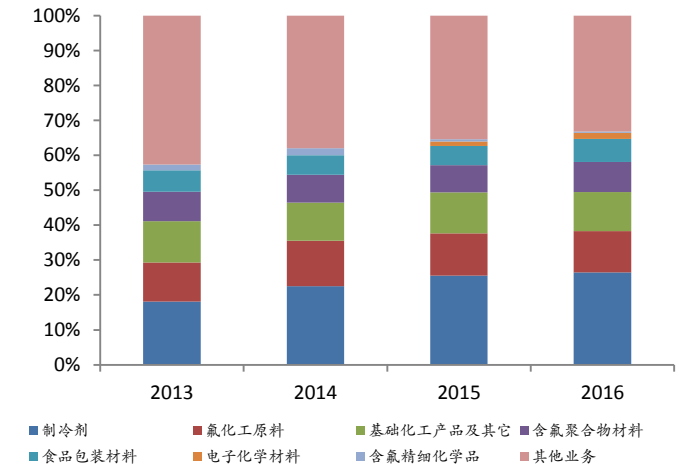


资料来源：wind、华安证券研究所

16 年制冷剂、氟化工原料以及基础化工产品营收占比为 44.47%；含氟聚合物材料、食品包装材料营收占比分别为 8%、6%；电子化学材料、含氟精细化学品营收占比较低，但随着公司技术成熟以及下游应用扩大，营收占比有较高提升空间，更是公司未来增长的新引擎。

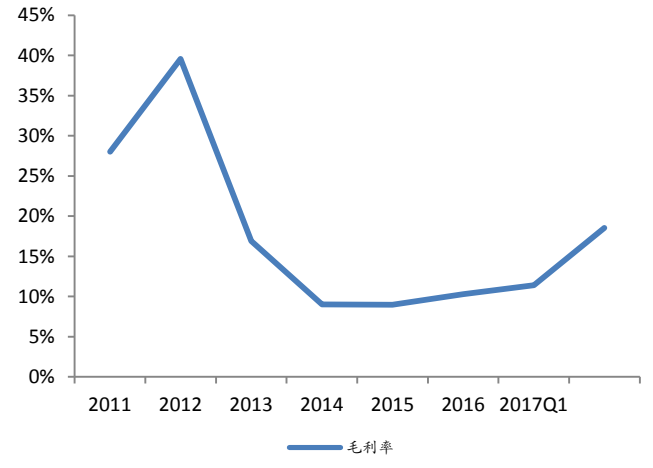
毛利率大幅提高，17Q1 公司产品综合毛利率为 18.55%，较 16 年增加 7.14 个百分点。主要是由于制冷剂价格大幅上涨。我们判断本轮制冷剂价格上涨趋势有望延续，公司毛利率或将继续改善。

图表 6 13—16 公司营收结构



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 7 11—17Q1 公司综合毛利率



资料来源：wind、华安证券研究所

2 制冷剂行业回暖

2.1 制冷剂行业及政策介绍

制冷剂又称制冷工质，在制冷机中完成热力循环的工质，它在低温下吸取被冷却物体的热量，然后在较高温度下转移给冷却水或空气。目前制冷剂产品已发展到第四代，发达国家已小规模应用，从全球看主要以第二代（R22）和第三代（R134a、R32、R125、R410a）制冷剂产品为主。

衡量制冷剂产品有两个指标，一是大气臭氧消耗潜能值（ODP），二是全球变暖潜能值（GWP）。第二代制冷剂具有高 ODP、高 GWP，是正在被淘汰的产品；第三代制冷剂具有低 ODP、高 GWP，属于将要被淘汰的产品；第四代制冷剂具有低 ODP、低 GWP，将逐步替代第二代、三代产品，但需要很长时间。

图表 8 不同制冷剂产品特点

	类型	代表产品	特点	现状
第一代	CFCs	R12	对臭氧层造成严重破坏	全球已禁止使用
第二代	HCFCs	R22、R141b、R142b	会对臭氧层造成破坏；温室效应值高	应用广泛，做为制冷剂产品，正在被淘汰
第三代	HFCs	R134a、R125、R32	不会破坏臭氧层；温室效应值高	目前较为理想的制冷剂产品，但受温室效应影响，将要被淘汰
第四代	HFOs	HFO-1234yf -1234ze	不会破坏臭氧层；温室效应值低	尚未大规模应用

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

全球主要国家对臭氧层保护已形成共识，部分国家已有实际行动。1989 年为进一步落实维也纳保护臭氧层公约，由联合国环境规划署(UNEP)主持，在加拿大蒙特利尔召开控制含氯氟烃的各国全权代表会议上通过的有关控制耗减臭氧层物质的国际草约。2007 年第 19 次缔约方通过了加速淘汰 HCFCs 的调整方案，2016 年第 28 次缔约方大会上，通过了关于削减氢氟碳化物的修正案。

图表 9 全球应对气候变化政策

资料来源：华安证券研究所

因第二代制冷剂的使用会产生温室气体，依据蒙特利尔协议规定，发达国家和发展中国家制定了不同的淘汰路线图，其中发达国家 1996 年消费冻结，将在 2020 年完全淘汰，时间跨度 24 年；发展中国家 2013 年冻结生产和消费量，将从 2015 年开始削减，2030 年完全淘汰，时间跨度 17 年，发展中国家淘汰进程快于发展中国家。

图表 10 全球淘汰第二代制冷剂路线路

时间	发达国家路线图	发展中国家路线图
1989	消费量基准年	——
1990	生产量基准年	——
1996	消费冻结	——
2004	HCFCs 的生产和消费消减 35%	——
2010	HCFCs 的生产和消费消减 75%	——
2013	——	HCFCs 的生产和消费冻结在基准线上
2015	HCFCs 的生产和消费消减 90%	HCFCs 的生产和消费消减 10%
2020	HCFCs 完全淘汰	HCFCs 的生产和消费消减 35%
2025	——	HCFCs 的生产和消费消减 67.5%
2030	——	HCFCs 完全淘汰
2020-2030	允许保留 0.5%做为维修用途使用	
2030—2040	——	允许保留 2.5%做为必要维修用途使用

资料来源:华安证券研究所

第三代制冷剂具有高 GWP ，属于将要被淘汰的产品。2016 年 10 月 10 日，《蒙特利尔议定书》第 28 次缔约方会议在卢旺达首都基加利召开，近 200 个国家的代表出席大会，商议并通过了关于削减氢氟烃（HFCs）的议定书修正案。

图表 11 全球淘汰第三代制冷剂路线路

时间	发达国家路线图	发展中国家路线图
2016	确认削减基准值，用 HFCs 使用量平均值（2011－2013 年）来计算	——
2019	削减 HFCs 的消费和生产（至少每年削减 10%）	——
2024	——	冻结 HFCs 的消费和生产开始削减
2029	——	
2036	年后将 HFCs 使用量削减至其基准值的 15%	——
2045	——	HFCs 使用量削减至其基准值的 20%以内

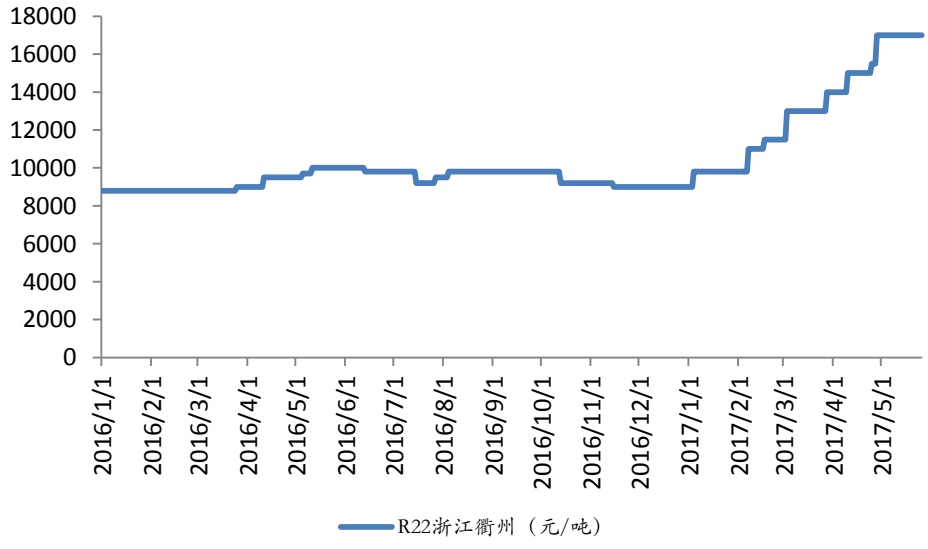
资料来源:华安证券研究所

2.2 制冷剂价格显著上涨

17 年 1 月以来，制冷剂产品价格一路高歌猛进，涨势不减。这里我们主要看一下 R22、R410a、 R32、 R134a、 R125 价格走势。

今年以来 R22 价格持续走高,16 年初价格为 8800 元/吨,16 年底价格为 9000 元/吨，涨幅 2.27%，价格略微上涨。17 年 1 月，R22 开始涨价模式，从 9000 元/吨上涨到 5 月底 17000 元/吨，涨幅为 88.89%。

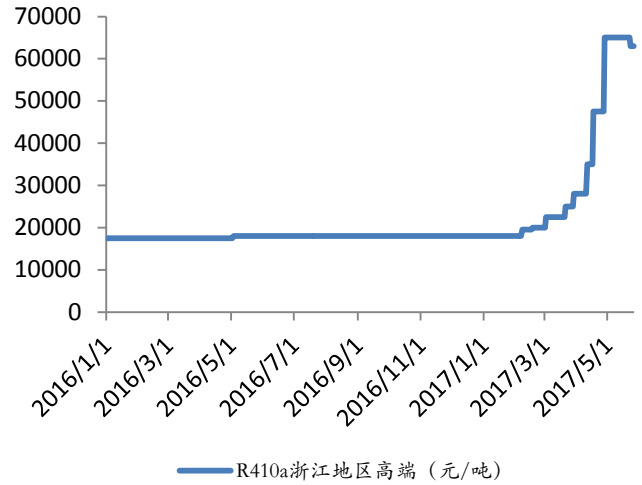
图表 12 2016—2017.5 R22 价格走势



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

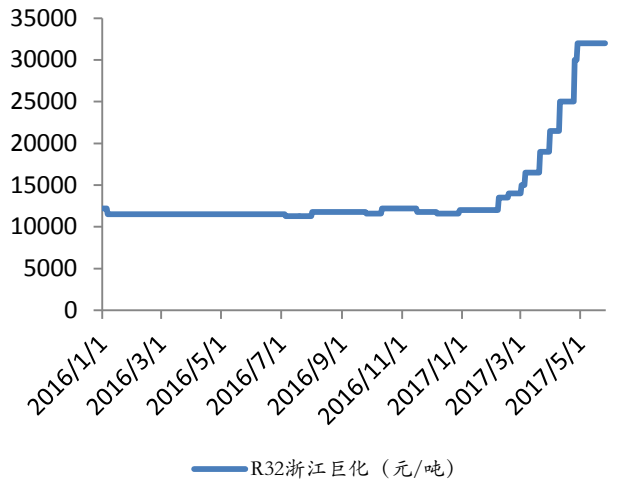
16 年初 R410a 价格为 17500 元/吨，16 年底价格为 18000 元/吨，涨幅 2.27%，价格无明显涨幅。17 年 1 月，R410a 价格持续上涨，从 18000 元/吨上涨到 5 月底 63000 元/吨，涨幅为 250%。16 年 R32 产品价格均价为 11637 元/吨，价格保持稳定，17 年 1 月产品价格从 12000 元/吨上涨至 5 月底 32000 元/吨，涨幅为 166.67%

图表 13 2016—2017.5 R410a 价格走势



资料来源:百川资讯、华安证券研究所

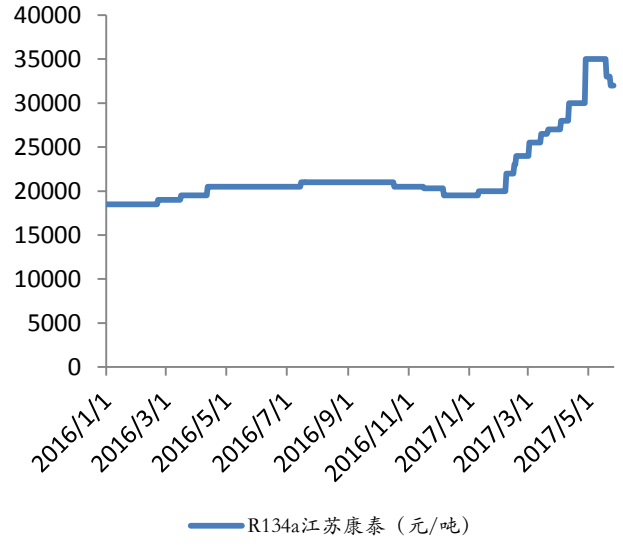
图表 14 2016—2017.5 R32 价格走势



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

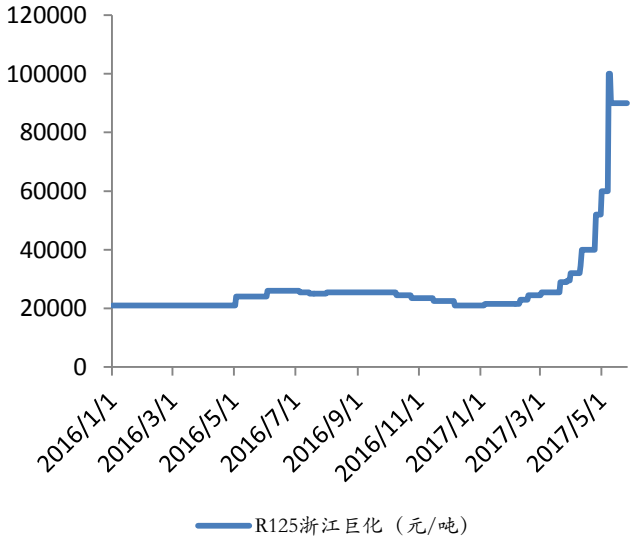
16 年初 R134a 价格为 18500 元/吨，16 年底价格为 19500 元/吨，涨幅 5.40%，小幅上涨。17 年 1 月，R134a 价格从 19500 元/吨上涨到 5 月底 32000 元/吨，涨幅为 64.10%。16 年初 R125 价格为 21000 元/吨，16 年底价格保持不变。17 年 1 月，R125 价格从 21000 元/吨上涨到 5 月底 90000 元/吨，涨幅为 328.57%。

图表 15 2016—2017.4 R134a 价格走势



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

图表 16 2016—2017.4 R125 价格走势



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2.3 供给端：行业低迷，产能收缩

国内制冷剂行业 11 年达到高峰，主要因国内经济刺激、家电下乡、以及发达国家大幅削减第二代制冷剂等因素影响，产品价格出现大幅上涨。11 年后因产能严重过剩，需求减少，产品价格一路下滑，行业经历了 5 年持续低迷，产能收缩。

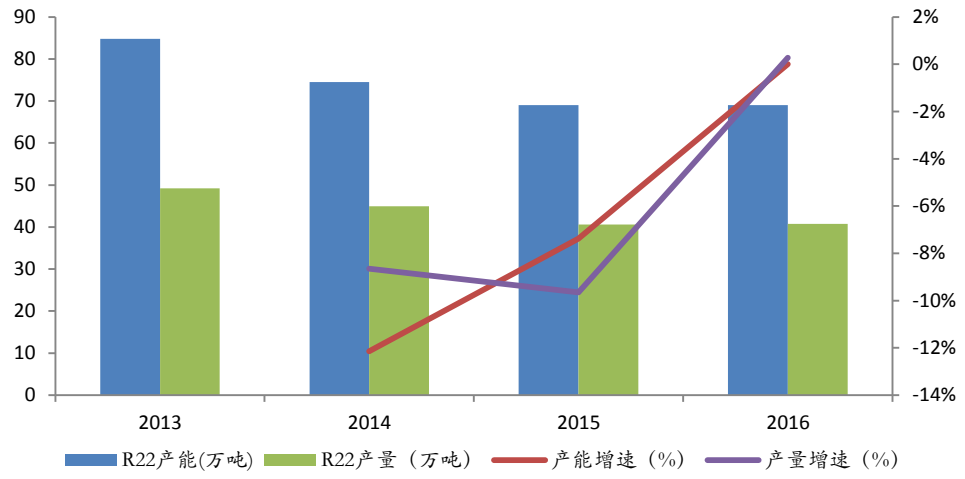
制冷剂：R22

中国于 1991 年签署加入《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》。HCFC-22 属于《议定书》附件 C 第一类受控物质 HCFCs。 07 年 9 月《议定书》第 19 次缔约方会议通过了加速淘汰 HCFCs 的调整案。国内也制定了相应的削减计划。我国从 2013 年开始正式消减制冷剂 R22 的使用，2013 年的生产和使用分别冻结在 2009 和 2010 年两年的平均水平，2015 年在冻结水平上削减 10%，2030 年实现除维修和特殊用途以外的完全淘汰。

第二代制冷剂 R22 属于 HCFCs 类，是正在淘汰的产品，13 年国内 R22 产能为 84.8 万吨，15 年为 69 万吨，降幅为 18.63%，17 年国内产能为 69 万吨，基本保持稳定，但产能整体呈现下降趋势。

13—16 年 R22 产量分别为 49.22 万吨、44.96 万吨、40.62 万吨、40.73 万吨，产能利用率约 6 成。17 年 Q1 企业开工率约 6.5 成—7 成，企业开工率有一定提升。

图表 17 2013-2016 R22 产能及产量



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

我国产能主要集中于山东（24.2 万吨）、浙江（18 万吨）、江苏（19 万吨），主要供应商为山东东岳、浙江巨化、江苏梅兰，CR_3=62%。未来随着环保要求提高以及淘汰 R22 进程的持续推进，产能集中率或将进一步提高。

图表 18 国内供应商 R22 产能情况

区域	供应商	产能	备注
山东	山东东岳	22	开工率约 5 成
	山东中氟	1.2	
	山东鲁西	1	

	浙江巨化	10	开工率约 6 成
浙江	浙江永和	2.5	
	浙江三美	2.5	
	浙江临海利民	3	
	阿科玛（常熟）	3.5	
江苏	常熟三爱富	4.5	
	江苏梅兰	11	
四川	中昊晨光	2	
	四川鸿鹤	3.8	停车
江西	中化赣州（三美）	2	17 年 1 月停车

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

13 年 8 月环保部出台《关于加强含氢氯氟烃生产、销售和使用管理的通知》文件规定所有 HCFCs 生产企业必须持有生产配额许可证，生产企业生产量包括受控用途生产量和原料用途生产量，用作原料用途的生产量不受生产配额限制。受控用途生产量（内用生产配额）包括用于国内使用的生产量和用于出口的生产量，也标志国内对氢氯氟烃管理进入配额时代。

国内对 R22 实行配额制，产能削减。13 年国内 R22 制冷剂生产配额为 30.84 万吨，17 年配额为 27.42 万吨，减少 3.42 万吨，17 年已有三家供应商配额为零。可以预见配额将逐步减少。

以巨化、东岳为代表的国内龙头制冷剂龙头企业，制冷剂配额高，享有配额优势，17 年东岳、巨化制冷剂配额分别为 80802 吨、57384 吨，占比分别为 29.46%、20.92%。

图表 19 13 和 17 年国内主要供应商 R22 配额情况

厂商名称	2017		2013	
	生产配额（制冷剂）	内用配额	生产配额（制冷剂）	内用配额
山东东岳化工有限公司	80802	52459	80802	52459
江苏梅兰化工有限公司	56713	46412	56713	46412
浙江衢化氟化学有限公司	44878	35402	44878	35402
阿科玛(常熟)氟化工有限公司	16159	1463	17084	1577
浙江三美化工股份有限公司	14400	7967	14400	7967
常熟三爱富中昊化工新材料有限公司	13006	6846	13006	6846
浙江兰溪巨化氟化学有限公司	12506	11104	12506	11104
临海市利民化工有限公司	12393	6935	12393	6935
自贡鸿鹤化工股份有限公司	8574	7613	8574	7613
金华永和氟化工有限公司	5925	5099	5925	5099
山东中氟化工科技有限公司	5638	5006	5638	5006
浙江鹏友化工有限公司	2027	1594	2027	1594
江西三美化工有限公司	1258	1117	1258	1117
浙江省东阳化工有限公司	0	0	18173	14671
鹰鹏化工有限公司	0	0	15064	5089
中昊晨光化工研究院有限公司	0	0	0	0
合计	**274279**	**189017**	**308441**	**208891**

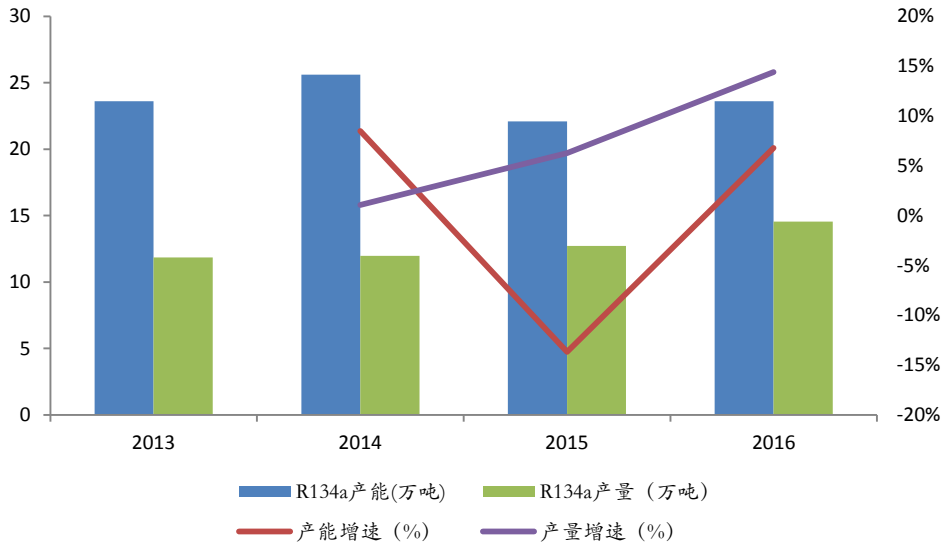
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

R134a、R125、R32 为第三代制冷剂，因具有高 GWP，属于将要被淘汰的产品。依据 16 年达成的蒙特利尔协定，全球制定了发达和发展中国家淘汰 HCFs 路线图。

制冷剂：R134a

13—16 国内 R134a 制冷剂产能在 22—26 万吨区间，产能整体保持稳定；13—16 产量分别为 11.84 万吨、11.97 万吨、12.72 万吨、14.55 万吨，产量呈增长趋势，产能利用率约 5—6 成。17 年国内产能 24.3 万吨，Q1 实现产量 3.56 万吨，企业开工率约 6 成。

图表 20 2013-2016 R134a 产能及产量



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

R134a 产能主要集中于浙江（10.3 万吨）、江苏（10.3 万吨）。巨化、三美、康泰为主要供应商，CR_3=47.33%。

图表 21 国内供应商 R134a 产能情况

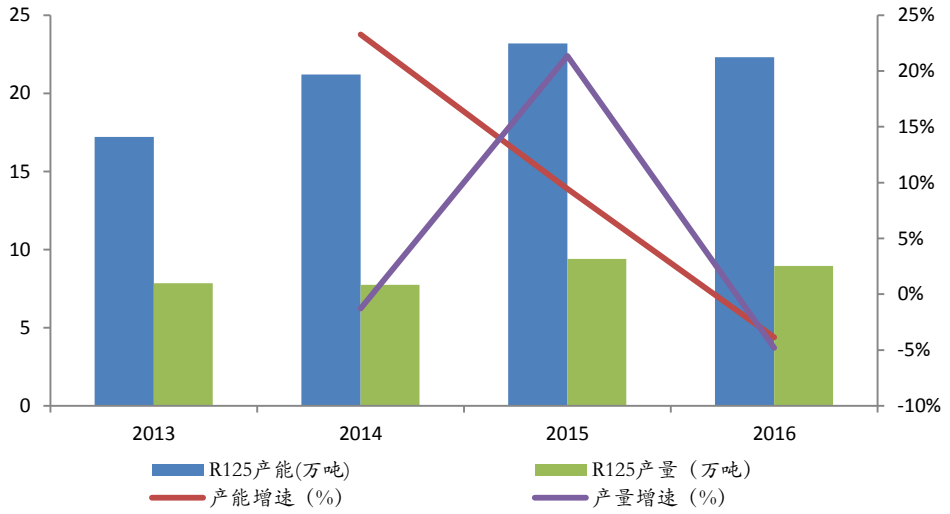
区域	供应商	产能	备注
山东	山东东岳	1.5	
浙江	浙江巨化	6	
	浙江三美	2.5	
	中化蓝天	0.3	
	浙江百炼	1.5	已停车
陕西	中化西安	0.5	
江苏	中化太仓	3.5	低负荷运行
	江苏金雪	1.8	已停车
	江苏康泰	3	
	江苏三美	2	
江西	江西百炼	1	已停车

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

制冷剂：R125

13 年国内 R125 产能为 17.2 万吨，16 年为 22.3 万吨，13-16 年均复合增长率（CAGR）为 9.04%；13—16 国内 R125 产量分别为 7.85 万吨、7.74 万吨、9.40 万吨、8.94 万吨。17 年产能 24 万吨，Q1 产量为 2.827 万吨，企业开工率约 5 成。

图表 22 2013-2016 R125 产能及产量



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

产能主要集中于江苏、浙江、山东三省。国内主要供应商为东岳（2.5 万吨）、巨化（3.5 万吨）、中氟（2 万吨），CR_3=33.33%。

图表 23 国内供应商 R125 产能情况

区域	供应商	产能	备注
江苏	中昊	1	
	梅兰	1	停车
	中化太仓	2	
	大金阿科玛	2	
山东	山东东岳	2.5	开工正常
	华安	1	
	中氟	2	
	山东鲁西	1	
	山东滨化	1.1	停车
浙江	中化蓝天	0.3	
	浙江永和	0.5	
	浙江巨化	3.5	开工正常
	临海	0.5	
	浙江三美	1	

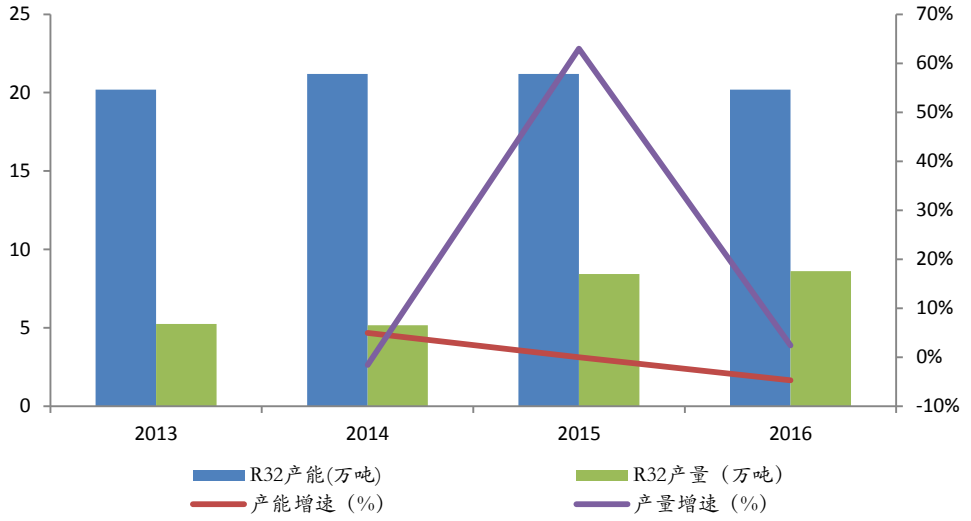
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

制冷剂：R32

13—16 年国内 R32 产能约 20 万吨，产能保持稳定； 13-16 年 R32 产量合增长率

（CAGR）为 17.97%，产量增长显著，16 年为 8.62 万吨。
17 年 R32 产能为 25.06 万吨，同比增加 4.86 万吨，Q1 产量为 2.14 万吨，企业开工率约 3—4 成。

图表 24 2013-2016 R32 产能及产量



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

国内 R32 产能主要集中于江苏、山东、浙江三省，主要供应商有江苏梅兰（2 万吨）、山东东岳（2.7 万吨）、山东飞源（2 万吨）、巨化（1.5 万吨），CR_4=32.72%。

图表 25 国内供应商 R32 产能情况

区域	供应商	产能	备注
江苏	中昊	1	
	中润	1	
	梅兰	2	开工约 7 成
山东	东岳	2.7	开工约 6 成
	鲁西	1	
	新龙	1	
	飞源	2	
	海怡环保	1	17 年新建
	华安	1	
浙江	永和	1.2	
	巨化	1.5	开工约 6 成
	三美	1	
	临海利民	0.5	

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

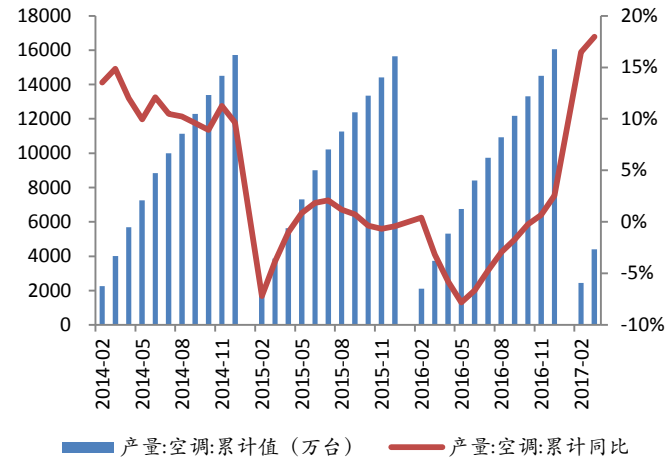
2.4 需求端：下游需求回暖

制冷剂产品主要用于空调、汽车空调、冰箱，以及含氟聚合物领域。但在应用中不同制冷剂产品应用领域有一定差别。R22 主要是用于非变频空调，市场空间主

要来自于新增空调市场以及存量空调的维修市场;R134a 主要用于冰箱、汽车空调;R410a（由 R32 和 R125 复配）主要用于变频空调；R32 主要用于空调行业。

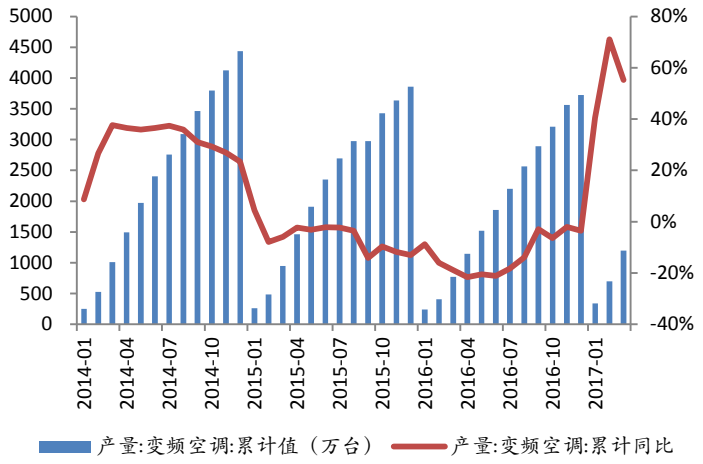
空调市场:17Q1 国内空调累计产量为 4404.49 万台，同比增长 17.97%，增幅显著高于 16 年，16Q1-Q3 国内空调产量增速为负，到 Q4 实现正增长，但增速只有 2%，处于较低水平。16 年全年变频空调产量增幅都为负增长，17Q1 国内变频空调累计产量为 1194.90 万台，同比增长 55.22%，增速显著高于 16 年，主要原因是受到房地产后周期影响，对空调、冰箱等家电产品需求量增加。

图表 26 14-17.3 空调累计产量及同比



资料来源:wind、华安证券研究所

图表 27 14-17.3 变频空调累计产量及同比

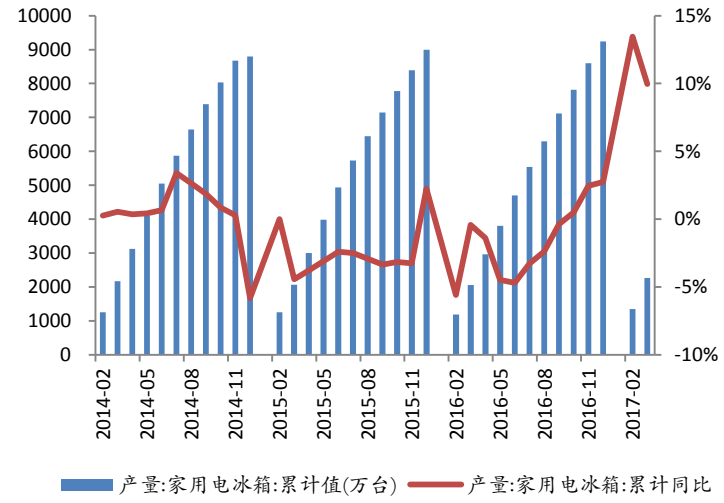


资料来源：wind、华安证券研究所

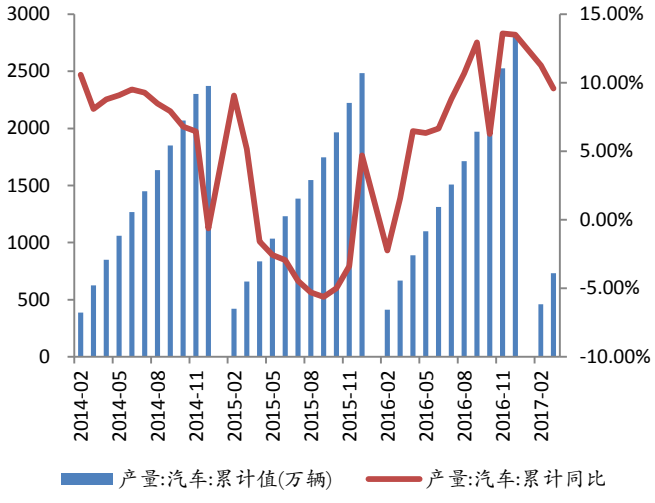
冰箱市场:17Q1 国内冰箱累计产量为 2264.60 万台，同比增长 9.97%，增幅显著高于 16 年，16Q1—Q3 冰箱产量增幅为负，从 Q4 开始正增长，但增幅只有 2 个百分点，处于较低水平。

汽车市场:17Q1 国内汽车累计产量为 732.60 万台，同比增长 9.57%，和 16 年下半年增速相比略有下降。16 年国内汽车增速较快，主要是由于国内实行购置税减免政策，带动了汽车消费市场的快速增长。

图表 28 14-17.3 家用冰箱累计产量及同比



图表 29 14-17.3 汽车累计产量及同比



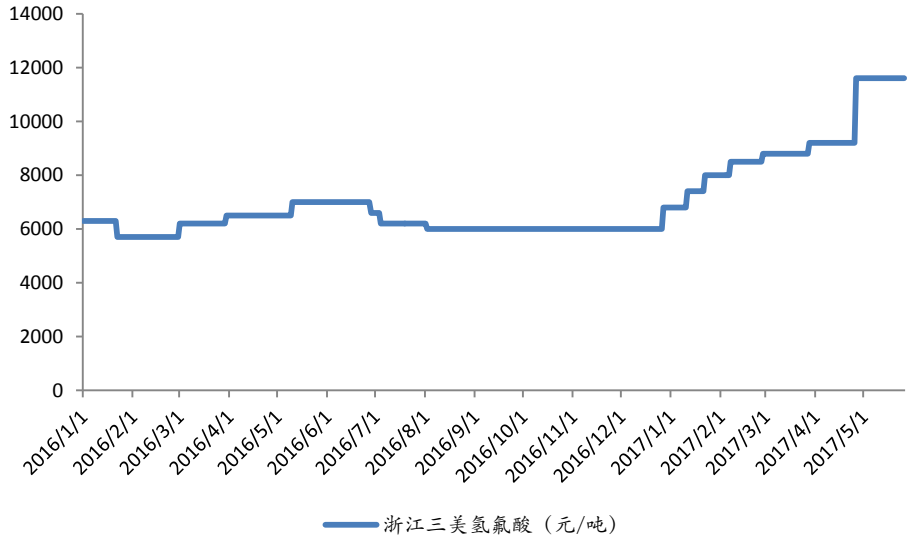
资料来源:wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

2.5 成本端：原材料价格上涨，成本压力增加

氢氟酸是制冷剂产品最主要的原材料之一，目前氢氟酸价格呈上涨趋势。浙江三美氢氟酸 16 年 1 月初价格为 6300 元/吨，17 年 5 月底价格为 11600 元/吨，涨幅为 84.13%，价格从 17 年 1 月开始明显上涨，和制冷剂价格涨幅时间基本一致。本轮氢氟酸价格上涨为制冷剂产品价格上涨提供了成本支撑。

图表 30 浙江三美氢氟酸价格走势



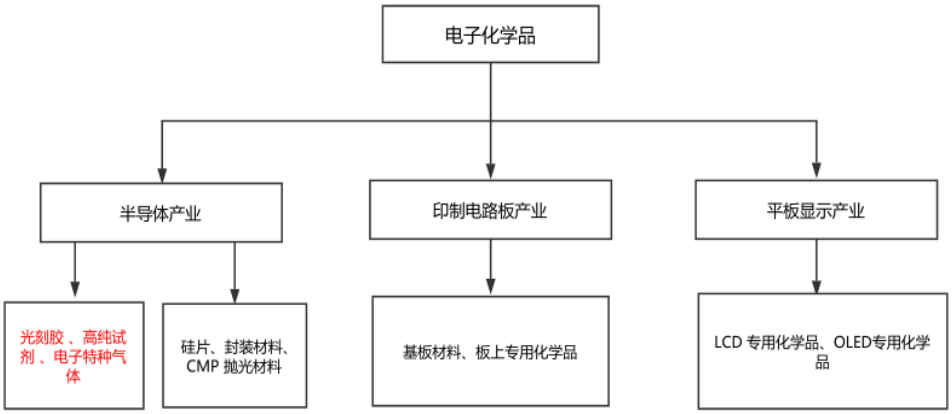
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

3 布局电子化学品，打造新动能

3.1 电子化学品应用前景广阔

电子化学品，也称电子化工材料，是指为电子工业配套的精细化工材料。产品技术含量高、纯度要求苛刻，在电子产业领域应用广泛，是半导体（集成电路、平板显示、LED、太阳能电池）产业制造过程中不可或缺的关键性化工材料，是信息通讯、消费电子、家用电器、汽车电子、节能照明、工业控制、航空航天、军工等领域终端产品发展的基础。按应用领域分类，主要包括半导体产业、印刷电路板产业、平板显示产业。

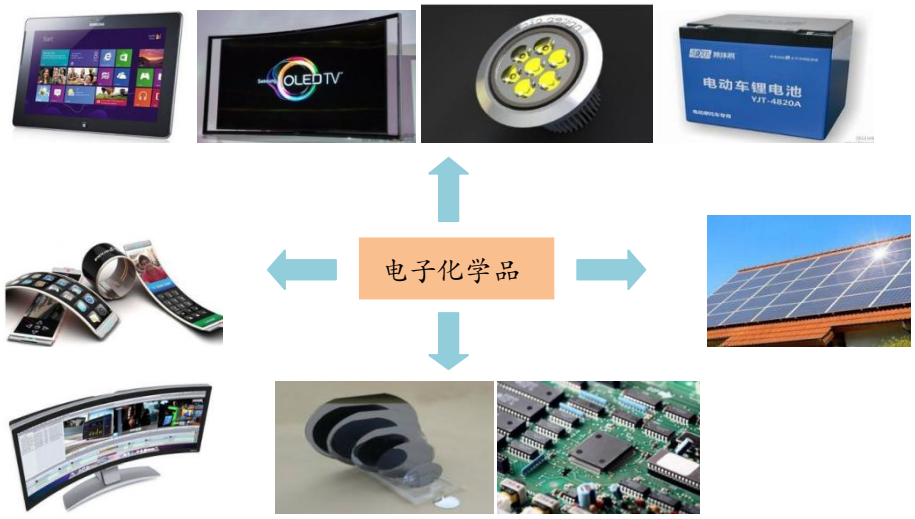
图表 31 电子化学品分类



资料来源：华安证券研究所

电子化学品在平板显示领域应用最为广泛，主要用于电脑、移动通讯、电视等领域；同时在新能源汽车用锂电池、集成电路、硅晶太阳能电池等方面应有较为普遍。随着科技进步，其应用范围将扩展，前景看好。

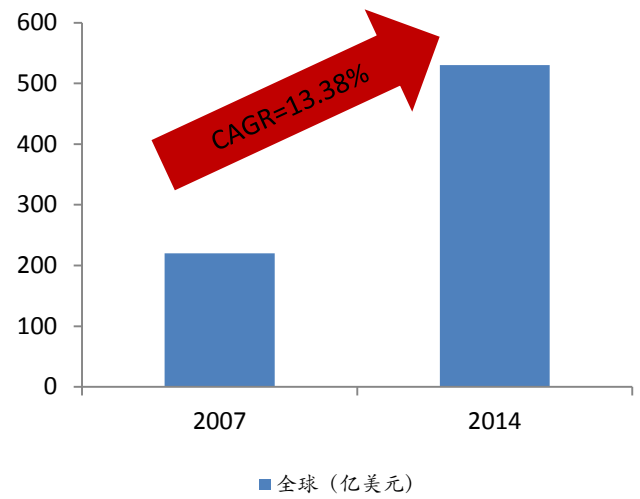
图表 32 电子化学品应用领域



资料来源：华安证券研究所

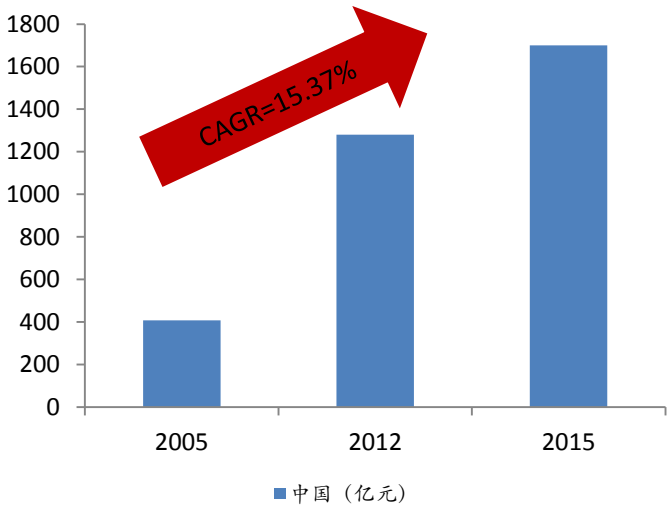
全球电子化学品保持快速增长。全球电子化学品产值从 07 年 220 亿美元上升至 14 年 530 亿美元，07-14 年电子化学品产值年均复合增长率（CAGR）=13.38%，国内电子化学品产值从 05 年 406.9 亿元上升至 15 年 1700 亿元，05-15 年国内电子化学品复合增长率为 15.37%，增幅高于全球水平。随着国内电子产业的快速发展，将带动电子化学品需求，其产值将增加。

图表 33 07-14 年全球电子化学品产值



资料来源:华安证券研究所

图表 34 05-15 年国内电子化学品产值

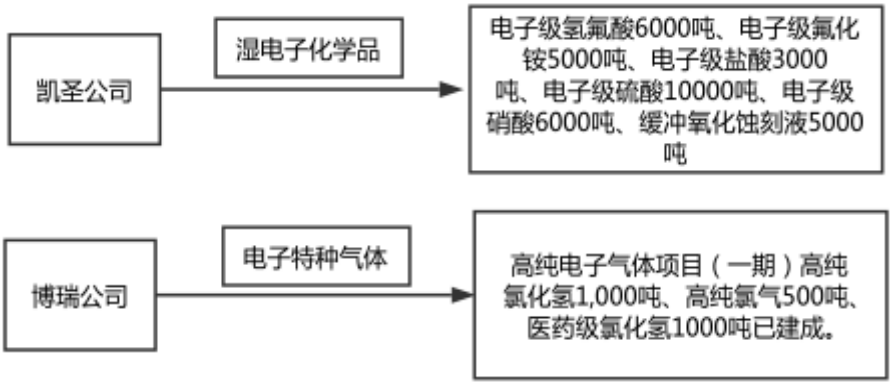


资料来源： 华安证券研究所

3.2 电子化学品起航

公司发展电子化学品主要是借助浙江凯圣氟化学有限公司和浙江博瑞电子科技有限公司平台。凯圣公司在湿电子化学品领域已实现突破，现已建成电子级氢氟酸 6000 吨、电子级氟化铵 5000 吨、电子级盐酸 3000 吨、电子级硫酸 10000 吨、电子级硝酸 6000 吨、缓冲氧化蚀刻液 5000 吨等生产装置，随着产品品级的进一步提升与市场拓展，产品高端市场的收入将逐步提升；同时博瑞公司负责电子特气领域，目前高纯电子气体项目（一期），年产 1,000 吨高纯氯化氢、500 吨高纯氯气和 1,000 吨医药级氯化氢已经投产，进入产品认证、市场拓展阶段，二期项目在建，主要包括年产 200 吨高纯电子级二氧化碳、150 吨高纯电子级氧化亚氮、500 吨高纯电子级含氟气体、200 吨高纯电子级含氯气体、4000 瓶高纯电子级混合气体。

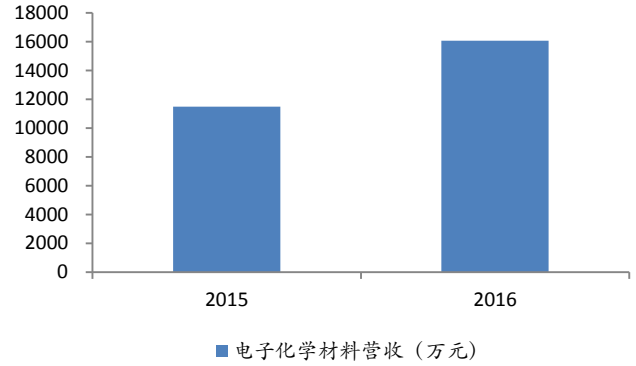
图表 35 公司在电子化学品领域布局



资料来源： 华安证券研究所

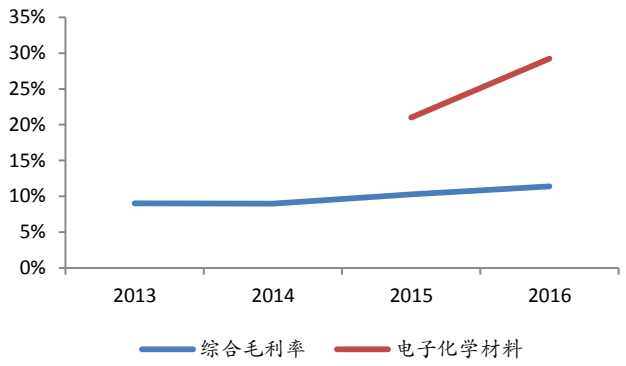
16 年公司电子化学材料实现营收 1.6 亿元，同比增长 39.80%，其占公司总营收比重为 2%；产品毛利率为 29.23%，同比增加 8 个百分点，其毛利率水平远高于公司综合毛利率，随着公司电子化学品技术成熟以及下游需求快速增长，电子化学材料毛利率有望持续提升，有望成为公司未来发展的新引擎。

图表 36 15—16 公司电子化学品营收



资料来源:wind、华安证券研究所

图表 37 13—16 产品综合毛利和电子化学材料毛利



资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,429	5,982	6,678	7,103
现金	1,826	1,927	2,111	2,169
应收账款	386	509	636	709
其他应收款	65	82	100	115
预付账款	93	52	6	0
存货	677	935	1,100	1,217
其他流动资产	2,383	2,478	2,725	2,894
非流动资产	6,431	6,007	5,733	5,445
长期投资	489	414	437	447
固定资产	4,674	4,378	4,082	3,786
无形资产	499	466	435	406
其他非流动资	769	749	779	806
资产总计	11,861	11,989	12,410	12,548
流动负债	1,236	1,481	1,801	2,046
短期借款	5	11	15	19
应付账款	547	651	779	894
其他流动负债	684	819	1,007	1,134
非流动负债	186	791	1,316	1,789
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	186	791	1,316	1,789
负债合计	1,422	2,272	3,117	3,836
少数股东权益	23	42	69	100
股本	2,112	2,112	2,112	2,112
资本公积	5,345	5,315	5,315	5,315
留存收益	2,924	2,248	1,798	1,186
归属母公司股东权	10,416	9,675	9,224	8,612
负债和股东权益	11,861	11,989	12,410	12,548

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	922	2,014	2,249	2,498
净利润	154	1,313	1,624	1,855
折旧摊销	590	329	327	325
财务费用	(16)	(28)	(30)	(31)
投资损失	(40)	0	0	0
营运资金变动	(1,441)	373	289	313
其他经营现金	1,674	27	39	37
投资活动现金流	(2,455)	105	(23)	(9)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(81)	75	(23)	(10)
其他投资现金	(2,374)	30	0	0
筹资活动现金流	2,409	(1,986)	(2,042)	(2,431)
短期借款	(467)	6	4	4
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	301	0	0	0
资本公积增加	2,876	(30)	0	0
其他筹资现金	(302)	(1,961)	(2,045)	(2,435)
现金净增加额	875	133	184	58

利润表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,101	13,131	15,757	18,121
营业成本	8,949	10,636	12,685	14,587
营业税金及附加	62	50	63	77
销售费用	367	363	435	500
管理费用	533	596	715	823
财务费用	(23)	(28)	(30)	(31)
资产减值损失	77	8	12	6
公允价值变动收益	(1)	1	(0)	(0)
投资净收益	40	0	0	0
营业利润	175	1,507	1,877	2,158
营业外收入	95	84	89	87
营业外支出	32	24	24	27
利润总额	238	1,567	1,942	2,218
所得税	83	235	291	333
净利润	154	1,332	1,651	1,885
少数股东损益	3	19	27	31
归属母公司净利润	151	1,313	1,624	1,855
EBITDA	740	1,808	2,174	2,452
EPS（元）	0.07	0.62	0.77	0.88

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	6.15%	30.00%	20.00%	15.00%
营业利润	5.02%	762.17%	24.55%	14.99%
归属于母公司净利润	-6.52%	768.11%	23.72%	14.19%
获利能力				
毛利率(%)	11.41%	19.00%	19.50%	19.50%
净利率(%)	1.50%	1.50%	10.00%	10.31%
ROE(%)	1.48%	13.71%	17.76%	21.64%
ROIC(%)	1.94%	15.29%	20.96%	26.10%
偿债能力				
资产负债率(%)	11.99%	18.95%	25.12%	30.57%
净负债比率(%)	-3.73%	-5.25%	1.62%	10.72%
流动比率	4.39	4.04	3.71	3.47
速动比率	3.85	3.41	3.10	2.88
营运能力				
总资产周转率	0.96	1.10	1.29	1.45
应收账款周转率	29.75	35.09	32.75	32.10
应付账款周转率	18.77	21.92	22.03	21.66
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.62	0.77	0.88
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.95	1.06	1.18
每股净资产(最新摊薄)	4.93	4.58	4.37	4.08
估值比率				
P/E	154.9	17.8	14.4	12.6
P/B	2.2	2.4	2.5	2.7
EV/EBITDA	27.67	11.89	9.80	8.67

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

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。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、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

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。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。