

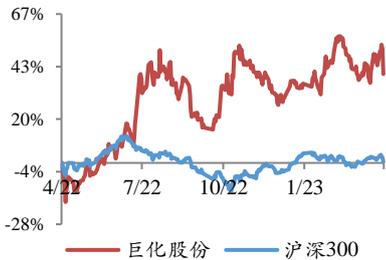
公司全年业绩翻倍增长，三代制冷剂逐步进入景气上行周期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-22

收盘价(元)	17.09
近12个月最高/最低(元)	19.17/10.04
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)	461
流通市值(亿元)	461

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

相关报告

- 量价齐升全年业绩高增，三代制冷剂即将进入景气上行期 2023-01-13
- 三季度业绩超预期，制冷剂销量保持增长 2022-10-19
- 制冷剂景气周期将至，氟化工龙头拾级而上 2022-09-1

主要观点：

● 事件描述

4月20日，巨化股份发布2022年年报。据公告，2022年公司共实现营业收入214.89亿元，同比增长19.48%；实现归母净利润23.81亿元，同比增长114.66%；整体毛利率19.06%，较去年增长了4.93PCT；整体净利率11.15%，较去年增长了5.16PCT。2022Q4实现营收51.12亿元，同比减少5%，环比减少13%；实现归母净利润6.82亿元，同比减少20%，环比减少9%；实现毛利率20.03%，同比上升0.92PCT，环比上升2.35个PCT；实现净利率13.35%，同比下降1.64PCT，环比上升0.6个PCT。

● 主营产品销量大幅增长，全年业绩同比增长114.7%

2022年公司共实现营业收入214.89亿元，同比增长19.5%；实现归母净利润23.81亿元，同比增长114.7%，主要原因是公司主营产品销量大幅增长。2022年，公司制冷剂实现销量57.5万吨，同比增长104.6%，平均售价11852.2元/吨；氟化工原料实现销量91.2万吨，同比增长267.7%，平均售价941.9元/吨；含氟聚合物板块实现销量11.4万吨，同比增长216.7%，平均售价21886.0元/吨。

● 配额落地供需格局修复，三代制冷剂即将进入景气上行期

三代制冷剂价格处于底部区间，制冷剂供需格局将在配额落地后开始修复，供需缺口将持续拉大，三代制冷剂价格迎来上涨周期。此外，配额基线年结束意味着“负利润”抢占市场结束，三代制冷剂价格回暖预期明显。供需结构修复叠加价格回暖预期，未来制冷剂行业景气度将迎来拐点，进入持续提升的景气周期。公司三代制冷剂产能48.07万吨，处于全球龙头地位，近三年三代制冷剂销量位于行业首位，据我们测算，若按照制冷剂GWP值的二氧化碳当量来计算，巨化股份未来配额占比在30%~38%之间，位于行业首位，未来有望充分受益三代制冷剂价格上涨带来的业绩增量。

● 二代制冷剂配额提前削减，三代制冷剂有望受益于代际更替加速

2022年12月，生态环境部发布《关于核发2023年度消耗臭氧层物质生产和使用配额的通知》，提前削减了二代制冷剂配额，2020-2022年三年二代制冷剂维持22.48万吨，2023年削减至18.18万吨，削减了19.11%。二代制冷剂配额的加速削减一方面拉动了价格快速提升，据百川盈孚数据，截至2023年4月21日，制冷剂R22市场均价为2万元，较年初增长11.11%，2023年巨化股份R22制冷剂配额约为4.75万吨，有望受益于R22价格上涨带来的业绩增量。同时有望拉动三代制冷剂需求提升。

● 高附加值含氟产品陆续落地，公司远期成长空间广阔

巨化持续拓展氟化工产品结构，布局高端含氟产品。2.35万吨PVDF产能目前已经完成设备安装，2023年开始逐步贡献业绩。同时，公司具有高端PTFE经验技术储备，并配套生产PVDF和PTFE原材料，成本优势明显。氟化液领域，目前公司控股公司浙江创氟高科新材料有限公司计划投资5.1亿元规划建设5000t/a浸没式冷却液项目，目前一期1000t/a浸没式冷却液装置已建成并投入运行，突破了国内全氟聚醚类新材料的“卡脖子”困境。此外，公司同时推进VDF、FEP等项目，未来随着公司各项目产能释放，有望为公司长期发展提供支撑。

● 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。预计公司2023-2024年归母净利润分别为31.5、35.6、40.5亿元，同比增速为+32.3%、+13.1%、+13.6%。对应PE分别为14.7、13.0、11.4倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 三代制冷剂配额分配方案不理想；
- (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；
- (5) 宏观政策风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	21489	24678	28389	31522
收入同比 (%)	19.5%	14.8%	15.0%	11.0%
归属母公司净利润	2381	3150	3561	4046
净利润同比 (%)	114.7%	32.3%	13.1%	13.6%
毛利率 (%)	19.1%	19.2%	19.3%	18.7%
ROE (%)	15.4%	16.8%	15.9%	15.3%
每股收益 (元)	0.88	1.17	1.32	1.50
P/E	17.63	14.65	12.95	11.40
P/B	2.71	2.47	2.06	1.74
EV/EBITDA	12.96	12.69	9.66	8.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司整体经营状况与财务数据	6
2 三大板块盈利能力可观，销量实现飞跃式增长	10
2.1 制冷剂板块：销量产量同比上升，三代制冷剂迎来景气周期	10
2.2 氟化工原料板块：四季度销量剧增，毛利同比翻倍	12
2.3 含氟聚合物板块：产品量价齐升，未来发展可期	15
3 在建项目有序进行	17
3.1 制冷剂板块：布局巨芯冷却液，深入高端市场，展现公司前瞻战略眼光	18
3.2 氟化工原料板块：扩产无水氟化氢，增强原料自给率，逐步实现成本控制	19
3.3 含氟聚合物板块：PVDF 加速投产，锂电池级产能再上新台阶	19
3.4 基础化工板块：电化厂布局 40 万吨/年次氯酸钠，稳定集团原料端需求	20
4 投资建议	21
风险提示：	21
财务报表与盈利预测	22

图表目录

图表 1 公司营收半年度变化情况 (亿元)	6
图表 2 公司营收季度变化情况 (亿元)	6
图表 3 公司毛利半年度变化情况 (亿元)	7
图表 4 公司毛利季度变化情况 (亿元)	7
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况 (亿元)	7
图表 6 公司归母净利润季度变化情况 (亿元)	7
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况	7
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况	7
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况	8
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况	8
图表 11 公司现金流半年度变化情况 (亿元)	8
图表 12 公司现金流季度变化情况 (亿元)	8
图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况 (亿元)	8
图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况 (亿元)	8
图表 15 公司净现比半年度变化情况	9
图表 16 公司净现比季度变化情况	9
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况 (天)	9
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况 (天)	9
图表 19 公司制冷剂板块营收半年度变化情况 (亿元)	10
图表 20 公司制冷剂板块毛利半年度变化情况 (亿元)	10
图表 21 制冷剂板块经营数据	11
图表 22 制冷剂板块产品半年度价格价差 (元/吨)	11
图表 23 制冷剂板块产品季度价格价差 (元/吨)	11
图表 24 2021 年公司制冷剂板块成本拆分	12
图表 25 2022 年公司制冷剂板块成本拆分	12
图表 26 公司氟化工原料板块营收半年度变化情况 (亿元)	13
图表 27 公司氟化工原料板块毛利半年度变化情况 (亿元)	13
图表 28 氟化工原料板块经营数据	13
图表 29 氟化工原料板块产品半年度价格价差 (元/吨)	14
图表 30 氟化工原料板块产品季度价格价差 (元/吨)	14
图表 31 2021 年公司氟化工原料板块成本拆分	15
图表 32 2022 年公司氟化工原料板块成本拆分	15
图表 33 公司含氟聚合物板块营收半年度变化情况	16
图表 34 公司含氟聚合物板块毛利半年度变化情况	16
图表 35 含氟聚合物板块经营数据	16
图表 36 含氟聚合物板块产品半年度价格价差	17
图表 37 含氟聚合物板块产品季度价格价差	17
图表 38 2021 年公司含氟聚合物板块成本拆分	17
图表 39 2022 年公司含氟聚合物板块成本拆分	17

图表 40 巨化股份二代制冷剂配额历史情况（万吨）	18
图表 41 巨芯冷却液项目产品方案（吨/年）	19
图表 42 巨芯冷却液项目产品	19
图表 43 巨化股份 PVDF 投产历史跟踪	20
图表 44 PVDF 价格及价差（万元/吨）	20

1 公司整体经营状况与财务数据

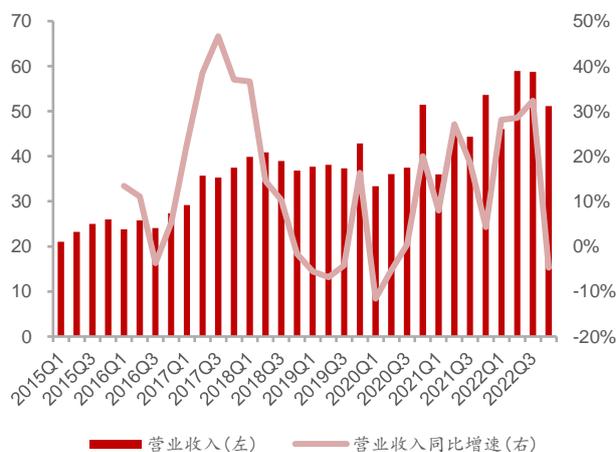
4月20日,巨化股份发布2022年年报。据公告,2022年公司共实现营业收入214.89亿元,同比增长19.48%;实现毛利27.55亿元,同比增长147.31%;实现归母净利润23.81亿元,同比增长114.66%;整体毛利率19.06%,较去年增长了4.93个百分点;整体净利率11.15%,较去年增长了5.16个百分点;销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为0.73%、3.37%和-0.50%,财务费用控制得到明显改善,研发费用率为3.83%,较去年增长了0.19个百分点。公司2022年经营活动现金流量净额为33.17亿元,同比增长166%;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为34.88亿元,同比增长104.94%,净现比为1.38,同比增长0.22;存货周转天数为35.83天,同比增加3.24天。

2022Q4实现营收51.12亿元,同比减少5%,环比减少13%;实现毛利7.94亿元,同比没有变化,环比减少10%;实现归母净利润6.82亿元,同比减少20%,环比减少9%;实现毛利率20.03%,同比增长0.92个百分点,环比增长2.35个百分点;实现净利率13.35%,同比下降1.64个百分点,环比增长0.6个百分点;三项费用率为0.91%,其中销售费用率为0.4%,管理费用率为0.7%,财务费用率为-0.19%,三项费用控制较好,且研发费用率达到5.1%,同比没有明显变化;经营活动现金流净额为8.98亿元,同比增长79%,环比下降25%;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为16.11亿元,同比增长73%,环比增长121%,投资强度进一步加强。

图表1 公司营收半年度变化情况(亿元)



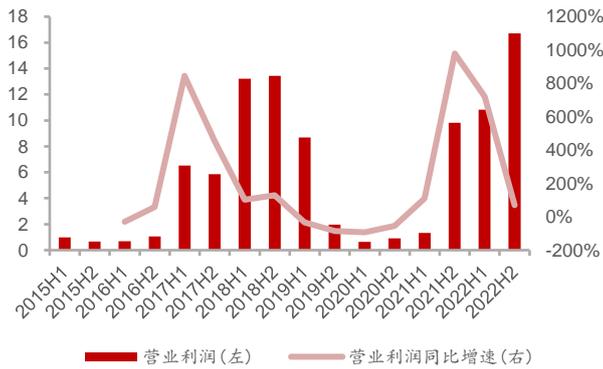
图表2 公司营收季度变化情况(亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 3 公司毛利半年度变化情况 (亿元)



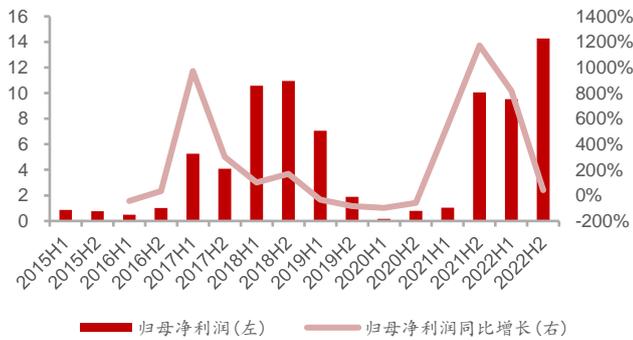
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 4 公司毛利季度变化情况 (亿元)



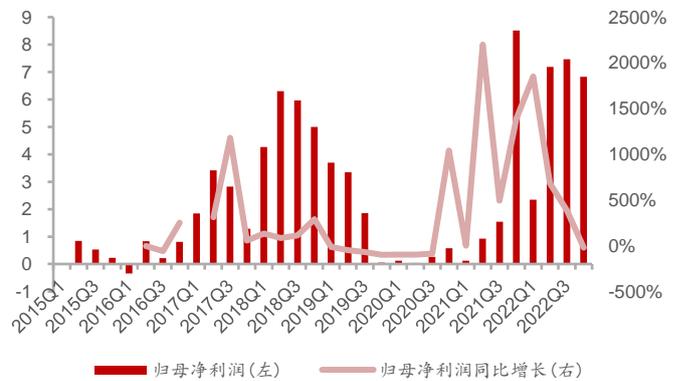
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润半年度变化情况 (亿元)



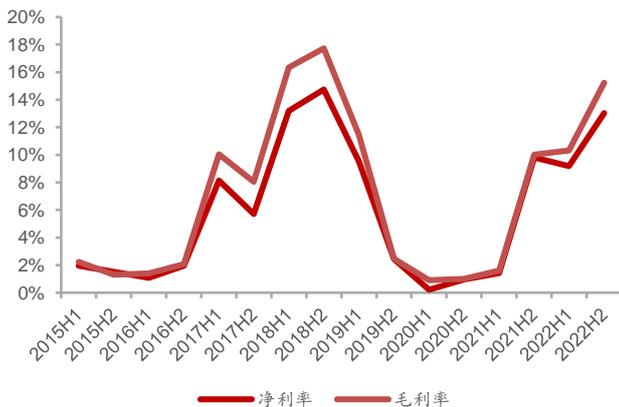
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 6 公司归母净利润季度变化情况 (亿元)



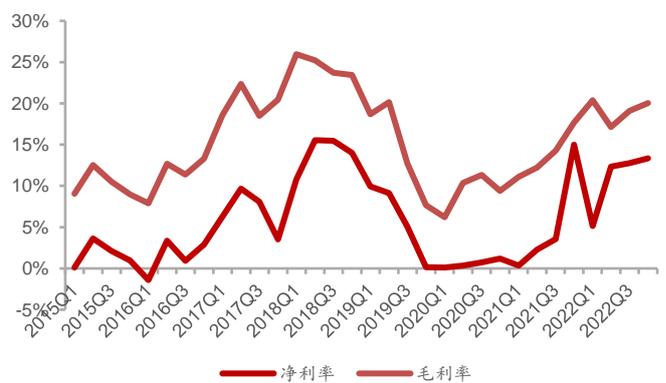
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况



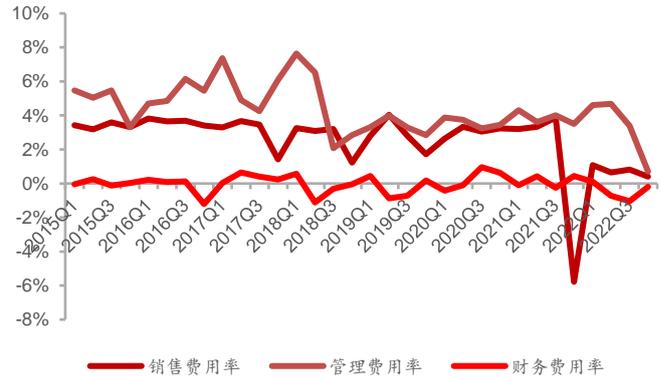
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况



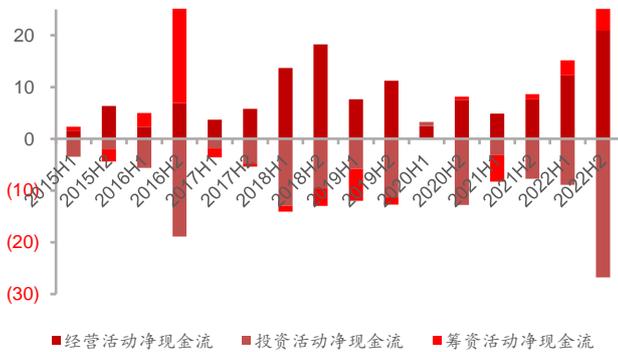
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 10 公司三项费用占比季度变化情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 12 公司现金流季度变化情况 (亿元)



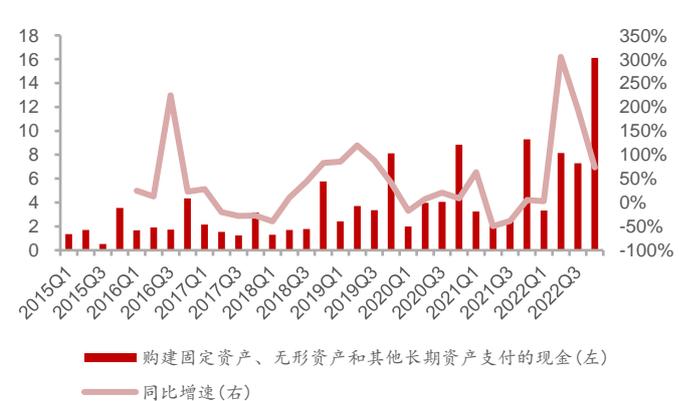
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 13 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况 (亿元)



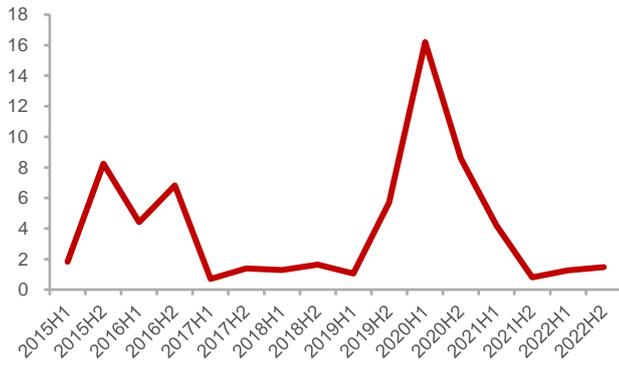
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 14 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况 (亿元)



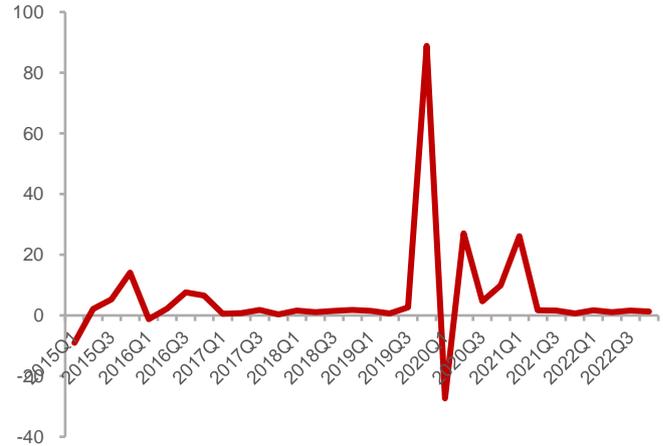
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 15 公司净现比半年度变化情况



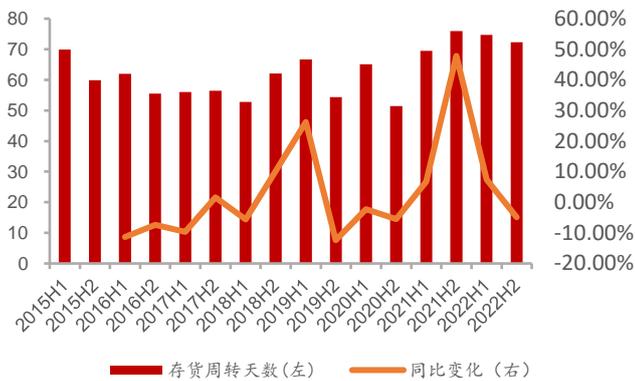
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 16 公司净现比季度变化情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况 (天)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 18 公司存货周转天数季度变化情况 (天)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2 三大板块盈利能力可观，销量实现飞跃式增长

2.1 制冷剂板块：销量产量同比上升，三代制冷剂迎来景气周期

巨化股份是国内制冷剂龙头企业，产能和产量均处于行业领先地位。公司是唯一拥有氟制冷剂一至四代系列产品企业，目前总产能 59.91 万吨，处全球首位。三代制冷剂产品众多，如 R32、R134a、R125 等，产能 48.07 万吨，处于全球龙头地位；其中 R32 产能为 13 万吨，位居全行业首位。二代制冷剂产能位于行业前列，其中 R22 产能为 17 万吨，位居国内产能第二位。目前公司已建成运营两套四代制冷剂 HFOs 生产装置，HFOs 品种和规模均处领先地位。公司可以为制冷剂客户提供全面配套的服务方案和多元化产品，营销策略出众。

2022 年，制冷剂板块实现营收 68.15 亿元，同比增长 30%；实现毛利润 5.87 亿元，同比下降 13%。与去年同期相比，公司今年的制冷剂板块业务营收增长较多，盈利水平有所下降，主要是成本端的增加。全年公司制冷剂板块销量为 57.5 万吨，同比增长 104.6%；其中，Q4 单季度销量为 33.5 万吨，同比增长 313.58%，环比增长 252.63%。全年制冷剂板块产量为 57.3 万吨，同比增长 26.44%。

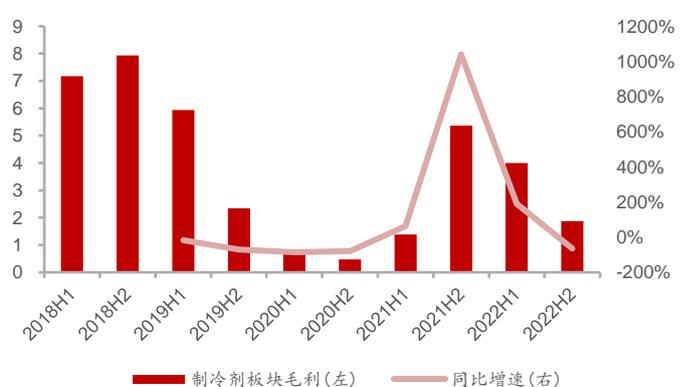
价格方面，22Q4 和 23Q1 期间二代制冷剂价格价差环比有所改善，三代制冷剂表现虽不如 21 年但价格缓慢上升趋于稳定。R22 在 22Q4 的均价 17960 元/吨，环比增长 9.1%，在 23Q1 的均价为 18768 元/吨，环比增长 4.5%；R32 在 22Q4 的均价为 13070 元/吨，环比增长 2.5%，在 23Q1 的均价为 13982 元/吨，环比增长 7%；R134a 在 22Q4 的均价为 23915 元/吨，环比增长 8%，在 23Q1 的均价为 23718 元/吨，环比略降 0.8%；R125 表现较差，在 22Q4 的均价为 33911 元/吨，环比略降 4.9%，在 23Q1 的均价为 26864 元/吨，环比下降 20.8%。三代制冷剂价格在 22 年初处于底部区间，制冷剂供需格局将在配额落地后开始修复，供需缺口将持续拉大，三代制冷剂价格迎来上涨周期。此外，配额基线年结束意味着“负利润”抢占市场结束，三代制冷剂价格回暖预期明显。

成本方面，2022 年制冷剂板块成本占比最大的仍为原材料，为 91.27%，其次为制造费用和运输费用及其他履约，分别占比 5.118%和 2.37%。与去年同期相比，直接材料增长 2.79 个百分点，主要由于制冷剂产业链成本端原材料价格上升。

图表 19 公司制冷剂板块营收半年度变化情况 (亿元)



图表 20 公司制冷剂板块毛利半年度变化情况 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 21 制冷剂板块经营数据

	营收 (亿元)	销量 (万吨)	销售均价 (元/吨)	营收 (亿元)	成本 (亿元)	毛利 (亿元)	销量 (万吨)	销售均价 (元/吨)	单吨成本 (元/吨)	单吨毛利 (元/吨)	毛利率 (%)
19Q1	11.6	5.5	20933.3	26.1	20.2	5.9	11.4	22874.7	17703.8	5170.9	22.80%
19Q2	14.5	5.9	24707.8								
19Q3	6.6	5.1	12991.1	14.1	11.7	2.3	23.7	5939.3	4928.3	968.8	16.70%
19Q4	7.4	18.7	3965.7								
20Q1	8.6	5.3	16307.8	18.5	17.7	0.9	11.2	16581.1	15864.1	806.6	4.60%
20Q2	10.0	5.9	16995.9								
20Q3	7.6	7.0	10808.4	17.9	17.4	0.5	16.2	11035.6	10727.3	308.3	2.60%
20Q4	10.3	9.2	11209.4								
21Q1	9.5	6.1	15457.4	24.1	22.7	1.4	13.2	18223.8	17165.2	1058.6	5.70%
21Q2	14.6	7.1	20625.8								
21Q3	11.4	6.8	16819.3	28.2	22.9	5.4	14.9	18961.5	15397.8	3630.9	19.00%
21Q4	16.8	8.1	20755.3								
22Q1	12.5	5.3	23376.7	34.3	30.3	4.0	14.5	23669.3	20909.0	2760.3	11.70%
22Q2	21.8	9.1	23840.5								
22Q3	16.9	9.5	17823.0	33.8	32.0	1.9	43.0	7858.9	7440.4	441.8	5.60%
22Q4	16.9	33.5	5040.8								
19FY	40.1	35.2	11408.2	40.1	31.9	8.3	35.2	11408.2	9075.3	2361.3	20.60%
20FY	36.4	27.4	13295.5	36.4	35.1	1.3	27.4	13295.5	12820.7	474.8	3.60%
21FY	52.3	28.1	18614.3	52.3	45.5	6.7	28.1	18614.3	16194.1	2384.6	12.90%
22FY	68.2	57.5	11860.9	68.2	62.3	5.9	57.5	11860.9	10834.8	1026.1	8.70%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：销售均价=营收/销量

图表 22 制冷剂板块产品半年度价格价差 (元/吨)

(元/吨)	半年度均价									
	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	22H1 同比	22H1 环比	22H2 同比	22H2 环比
R22	15193	14029	14695	19906	16846	17208	14.6%	-15.4%	-13.6%	2.1%
R22 价差	7774	6528	4117	8074	4012	7020	-2.5%	-50.3%	-13.1%	75.0%
R32	13386	11293	12700	15487	14120	12913	11.2%	-8.8%	-16.6%	-8.5%
R32 价差	1711	129	-1642	-2323	-2882	-1014				
R134a	19617	15444	20076	31361	21999	23029	9.6%	-29.9%	-26.6%	4.7%
R134a 价差	4606	1650	679	4217	-3	-265				
R125	15559	15895	27759	40161	35918	34781	29.4%	-10.6%	-13.4%	-3.2%
R125 价差	2274	2936	6317	14089	11567	10292	83.1%	-17.9%	-26.9%	-11.0%

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

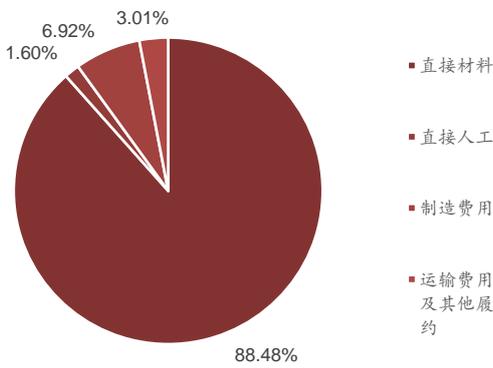
图表 23 制冷剂板块产品季度价格价差 (元/吨)

(元/吨)	季度均价									
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q4 同比	22Q4 环比	23Q1 同比	23Q1 环比

R22	21508	16813	16879	16456	17960	18768	-16.50%	9.10%	11.60%	4.50%
R22 价差	8472	3692	4332	6671	7369	9764	-13.00%	10.50%	164.50%	32.50%
R32	17968	14704	13536	12756	13070	13982	-27.30%	2.50%	-4.90%	7.00%
R32 价差	-1944	-2981	-2782	-1026	-1002	1446				
R134a	39782	23942	20056	22143	23915	23718	-39.90%	8.00%	-0.90%	-0.80%
R134a 价差	7181	1021	-1026	-1302	773	5782	-89.20%		466.20%	648.10%
R125	45871	35683	36153	35650	33911	26864	-26.10%	-4.90%	-24.70%	-20.80%
R125 价差	18397	11043	12092	9502	11083	9065	-39.80%	16.60%	-17.90%	-18.20%

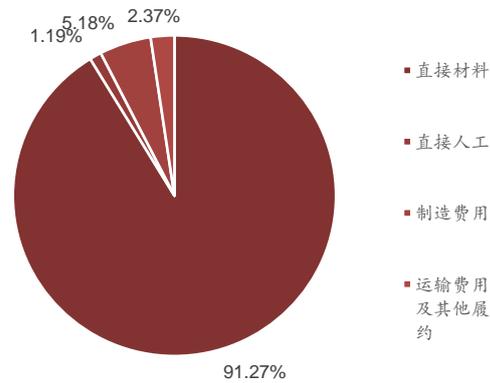
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 24 2021 年公司制冷剂板块成本拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25 2022 年公司制冷剂板块成本拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.2 氟化工原料板块：四季度销量剧增，毛利同比翻倍

氟化工原料为巨化股份氟化工上游产品，包括无水氢氟酸及二氯甲烷、三氯甲烷、三氯乙烯、四氯乙烯等产品，为基本化工原料产品，主要确保下游制冷剂、含氟聚合物等成本端的稳定和控制。

2022 年，氟化工原料板块实现营收 8.59 亿元，同比下降 0.81%；实现毛利润 4.77 亿元，同比增长 133.82%。与去年同期相比，公司今年的氟化工原料板块业务盈利水平大幅提高。全年公司氟化工原料板块销量为 91.2 万吨，同比增长 267.74%；其中，Q4 单季度销量为 70.8 万吨，同比增长 1509.10%，环比增长 926.09%。全年氟化工原料板块产量为 90.7 万吨，同比增长 12.25%。氟化工原料板块第四季度销量同比环比都大幅上升，反映了氟化工原料行业需求端旺盛。

价格上，氟化工原料板块的主要产品在 2022 年上半年增幅明显，下半年有或多或少的下降。氢氟酸、二氯甲烷、三氯甲烷、三氯乙烯和四氯乙烯在上半年各同比增长 12.9%、24.9%、28.1%、13.8%和 14%，下半年分别下降 3.2%、39.6%、23%、20.2%和 7.8%，目前 2023 年一季度价格为 9649、2677、2790、7000 和 6076 元/吨。

成本方面，2022 年氟化工原料板块成本占比最大的仍为原材料，为 54.88%，其次为制造费用和直接人工，分别占比 24.96%和 15.3%。与去年同期相比，原材料占比下降 16.68%，主要由于产业链一体化程度不断提高，使原料得到有效控制。

图表 26 公司氟化工原料板块营收半年度变化情况 (亿元)

图表 27 公司氟化工原料板块毛利半年度变化情况 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 28 氟化工原料板块经营数据

	营收 亿元	销量 万吨	销售均价 元/吨	营收 亿元	成本 亿元	毛利 亿元	销量 万吨	销售均价 元/吨	单吨成本 元/吨	单吨毛利 元/吨	毛利率 %
19Q1	4.1	13.9	2958.5	17.8	14.7	3.1	28.3	6296.2	5199.7	1096.5	17.4%
19Q2	13.8	14.4	9574.9								
19Q3	-1.2	15.3	-786.3								
19Q4	-0.8	76.1	-105.1								
20Q1	2.8	9.6	2915.2	0.8	0.5	0.4	24.5	327.0	204.4	163.5	50.0%
20Q2	-2.0	14.9	-1345.7								
20Q3	4.4	-2.2	-20390.2								
20Q4	2.6	8.6	3031.4								
21Q1	2.5	6.5	3817.2	0.6	0.3	0.3	12.8	468.3	234.1	234.1	50.0%
21Q2	-1.9	6.3	-3033.4								
21Q3	8.2	7.6	10817.2								
21Q4	-0.1	4.4	-226.6								
22Q1	3.9	7.1	5480.1	22.5	19.7	2.8	13.6	16576.1	14513.3	2062.8	12.4%
22Q2	18.6	6.5	28805.8								
22Q3	-12.1	6.9	-17663.1								
22Q4	-1.8	70.8	-254.3								
19FY	15.8	119.7	1320.4	15.8	14.8	1.1	119.7	1320.4	1236.8	91.9	7.0%
20FY	7.8	30.9	2525.4	7.8	8.8	-1.0	30.9	2525.4	2849.2	-323.8	-12.8%
21FY	8.7	24.8	3507.2	8.7	6.6	2.0	24.8	3507.2	2660.6	806.3	23.0%
22FY	8.6	91.2	942.8	8.6	3.8	4.8	91.2	942.8	416.6	526.2	55.8%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 销售均价=营收/销量

图表 29 氟化工原料板块产品半年度价格价差 (元/吨)

元/吨	半年度均价									
	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	22H1 同比	22H1 环比	22H2 同比	22H2 环比
氢氟酸	9304	7854	9456	10895	10674	10541	12.9%	-2.0%	-3.2%	-1.2%
氢氟酸价差	1998	1331	2282	2902	2321	2742	1.7%	-20.0%	-5.5%	18.1%
二氯甲烷	2349	2712	3766	5052	4701	3052	24.9%	-6.9%	-39.6%	-35.1%
二氯甲烷价差	1035	867	1392	2438	2567	1937	84.4%	5.3%	-20.6%	-24.5%
三氯甲烷	1845	2383	3900	4257	4998	3279	28.1%	17.4%	-23.0%	-34.4%
三氯甲烷价差	462	324	1258	1415	2769	2429	120.2%	95.6%	71.6%	-12.3%
三氯乙烯	5055	5098	8205	13004	9339	10384	13.8%	-28.2%	-20.2%	11.2%
三氯乙烯价差	2247	1454	3473	7165	4841	7548	39.4%	-32.4%	5.3%	55.9%
四氯乙烯	3274	3927	8621	10845	9829	10001	14.0%	-9.4%	-7.8%	1.7%
四氯乙烯价差	79	-309	3129	4170	4714	6987	50.6%	13.0%	67.5%	48.2%
一氯甲烷	2496	3214	2846	4088	5914	4149	107.8%	44.7%	1.5%	-29.9%
R142b	15403	19337	43907	142004	177176	94096	303.5%	24.8%	-33.7%	-46.9%
甲醇	1475	1666	2167	2622	2456	2370	13.4%	-6.3%	-9.6%	-3.5%

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

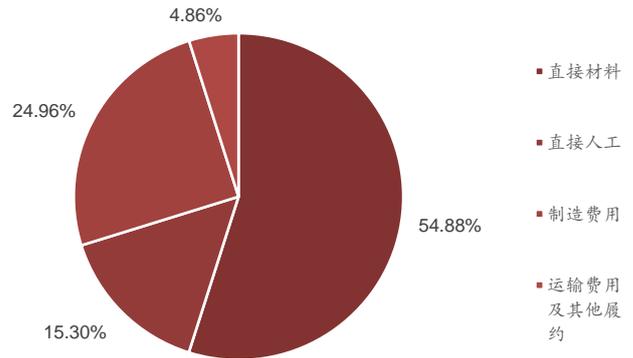
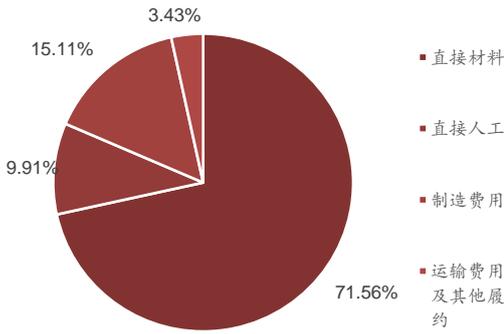
图表 30 氟化工原料板块产品季度价格价差 (元/吨)

元/吨	季度均价									
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q4 同比	22Q4 环比	23Q1 同比	23Q1 环比
氢氟酸	12156	10587	10761	9971	11111	9649	-8.6%	11.4%	-8.9%	-13.2%
氢氟酸价差	4019	2674	1968	2441	3043	2058	-24.3%	24.7%	-23.1%	-32.4%
二氯甲烷	5659	5120	4283	3225	2879	2677	-49.1%	-10.7%	-47.7%	-7.0%
二氯甲烷价差	2819	2990	2144	2067	1807	1578	-35.9%	-12.6%	-47.2%	-12.7%
三氯甲烷	4638	5218	4777	3200	3357	2790	-27.6%	4.9%	-46.5%	-16.9%
三氯甲烷价差	1535	2984	2554	2288	2570	1946	67.5%	12.3%	-34.8%	-24.3%
三氯乙烯	16225	10077	8601	10868	9900	7000	-39.0%	-8.9%	-30.5%	-29.3%
三氯乙烯价差	10002	5510	4172	7885	7212	4312	-27.9%	-8.5%	-21.7%	-40.2%
四氯乙烯	11022	10075	9584	11450	8552	6076	-22.4%	-25.3%	-39.7%	-29.0%
四氯乙烯价差	3889	4881	4546	8263	5711	3213	46.9%	-30.9%	-34.2%	-43.7%
一氯甲烷	4329	5416	6413	5331	2967	2894	-31.5%	-44.3%	-46.6%	-2.5%
R142b	173629	192417	161935	120692	67500	30357	-61.1%	-44.1%	-84.2%	-55.0%
甲醇	2792	2416	2497	2358	2383	2309	-14.6%	1.1%	-4.4%	-3.1%

资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 31 2021 年公司氟化工原料板块成本拆分

图表 32 2022 年公司氟化工原料板块成本拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 含氟聚合物板块：产品量价齐升，未来发展可期

含氟聚合物以氟橡胶和氟树脂为主要产品；依托公司完整的氟化工产业链，目前含氟聚合物材料处于全国领先地位，产品线不断丰富，新应用品种不断拓展，保持快速增长态势，且逐渐向中高端产品市场延伸。

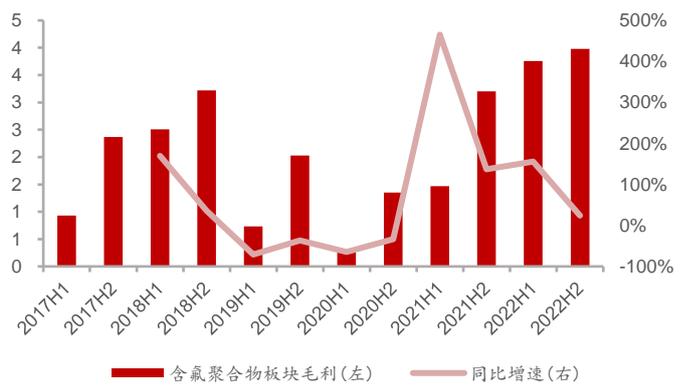
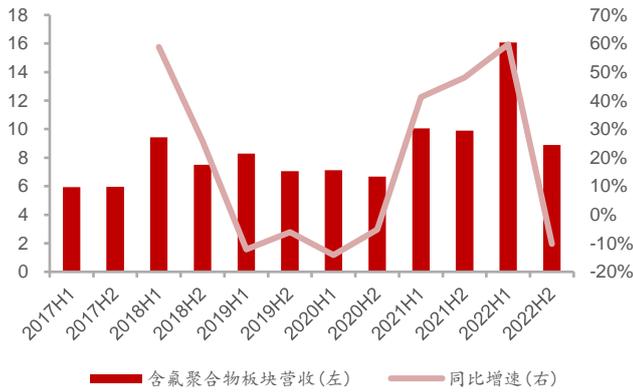
2022 年，含氟聚合物板块实现营收 24.95 亿元，同比增长 25.06%；实现毛利润 7.74 亿元，同比增长 65.74%。与去年同期相比，公司今年的含氟聚合物板块业务大幅改善，主要因为均价和销量实现了较大增长。全年公司含氟聚合物板块销量为 11.4 万吨，同比增长 216.67%；其中，Q4 单季度销量为 8.7 万吨，同比增长 866.67%，环比增长 866.67%。全年含氟聚合物板块产量为 11.5 万吨，同比增长 17.35%。含氟聚合物板块 2022 年销量同比大幅上升，反映了巨化股份含氟聚合物业务进入放量增长期。

2022 年整体含氟聚合物板块主要产品价格维持高位，电池级 PVDF 表现出色。2022 年下半年，PTFE 树脂价格为 57530 元/吨，同比下降 9.3%，环比下降 3%；氟橡胶三元胶均价 162580 元/吨，同比下降 4.8%，环比下降 21.2%；电池级 PVDF 上半年均价 46 万元/吨，下半年 34 万元/吨，分别同比上升 211.5%、下降 1.5%，环比上升 32%、下降 25.4%，且电池级 PVDF 利润空间持续增大。

成本方面，2022 年含氟聚合物板块成本占比最大的仍为原材料，为 76.13%，其次为制造费用和直接人工，分别占比 14.12%和 6.62%。与去年同期相比，各部分占比变化不大。

图表 33 公司含氟聚合物半年度营收 (亿元) 及同比

图表 34 公司含氟聚合物半年度毛利 (亿元) 及同比



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 35 含氟聚合物板块经营数据

	营收 亿元	销量 万吨	销售均价 元/吨	营收 亿元	成本 亿元	毛利 亿元	销量 万吨	销售均价 元/吨	单吨成本 元/吨	单吨毛利 元/吨	毛利率 %
19Q1	3.8	0.7	51679.6	8.3	7.6	0.7	1.5	54089.3	49527.5	4561.7	8.4%
19Q2	4.5	0.8	56306.3								
19Q3	3.2	0.9	34078.8								
19Q4	3.9	6.1	6428.5								
20Q1	3.0	0.7	40429.0	7.1	6.9	0.3	1.6	43253.1	42034.7	1827.6	4.2%
20Q2	4.2	0.9	46694.7								
20Q3	3.5	1.2	30141.2								
20Q4	3.2	0.9	37571.9								
21Q1	3.9	0.8	48617.8	10.1	8.6	1.5	1.7	59804.5	50922.6	8881.9	14.9%
21Q2	6.1	0.9	68797.4								
21Q3	3.7	1.0	38589.2								
21Q4	6.2	0.9	67958.4								
22Q1	6.1	0.9	69022.6	16.1	12.3	3.8	1.8	89427.7	68320.5	21107.2	23.6%
22Q2	10.0	0.9	109102.6								
22Q3	8.4	0.9	94100.5								
22Q4	0.5	8.7	574.9								
19FY	15.3	8.5	17915.3	15.3	12.6	2.8	8.5	17915.3	14753.8	3278.6	18.3%
20FY	13.8	3.7	37762.7								
21FY	20.0	3.6	56180.1								
22FY	25.0	11.4	21949.5								
				25.0	17.2	7.7	11.4	21949.5	15101.3	6760.5	30.8%

资料来源: iFinD, 公司公告, 华安证券研究所

注: 销售均价=营收/销量

图表 36 含氟聚合物板块产品半年度价格价差

元/吨	半年度均价									
	20H1	20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	22H1 同比	22H1 环比	22H2 同比	22H2 环比
PTFE 分散树脂	53431	50235	62796	63403	59288	57530	-5.6%	-6.5%	-9.3%	-3.0%
PTFE 分散树脂价差	23078	22177	33406	23591	25596	23115	-23.4%	8.5%	-2.0%	-9.7%
PVDF 电池级	90800	99500	147850	349050	460600	343650	211.5%	32.0%	-1.5%	-25.4%
PVDF 电池级价差	59994	60827	60036	65042	106248	155458	77.0%	63.4%	139.0%	46.3%
氟橡胶三元胶	68400	65740	80485	170705	206380	162580	156.4%	20.9%	-4.8%	-21.2%

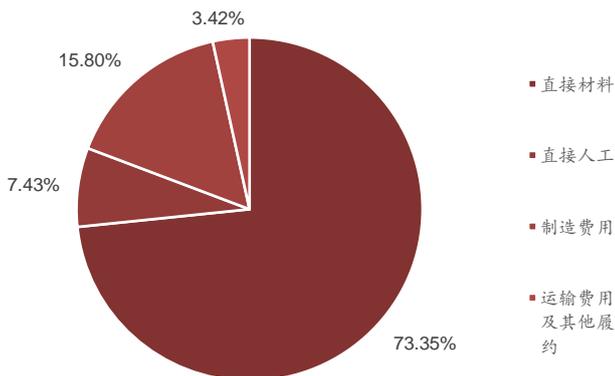
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 37 含氟聚合物板块产品季度价格价差

元/吨	季度均价									
	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	22Q4 同比	22Q4 环比	23Q1 同比	23Q1 环比
PTFE 分散树脂	69685	58092	60484	59077	55984	51929	-19.7%	-5.2%	-10.6%	-7.2%
PTFE 分散树脂价差	26669	24467	26726	26165	20065	14348	-24.8%	-23.3%	-41.4%	-28.5%
PVDF 电池级	417300	454700	466500	385400	301900	174200	-27.7%	-21.7%	-61.7%	-42.3%
PVDF 电池级价差	70042	69867	142629	144015	166900	113486	138.3%	15.9%	62.4%	-32.0%
氟橡胶三元胶	206790	216330	196430	178750	146410	103100	-29.2%	-18.1%	-52.3%	-29.6%

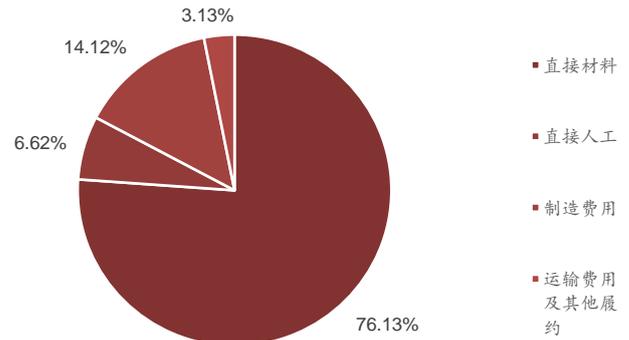
资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

图表 38 2021 年公司含氟聚合物板块成本拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 2022 年公司含氟聚合物板块成本拆分



资料来源：公司公告，华安证券研究所

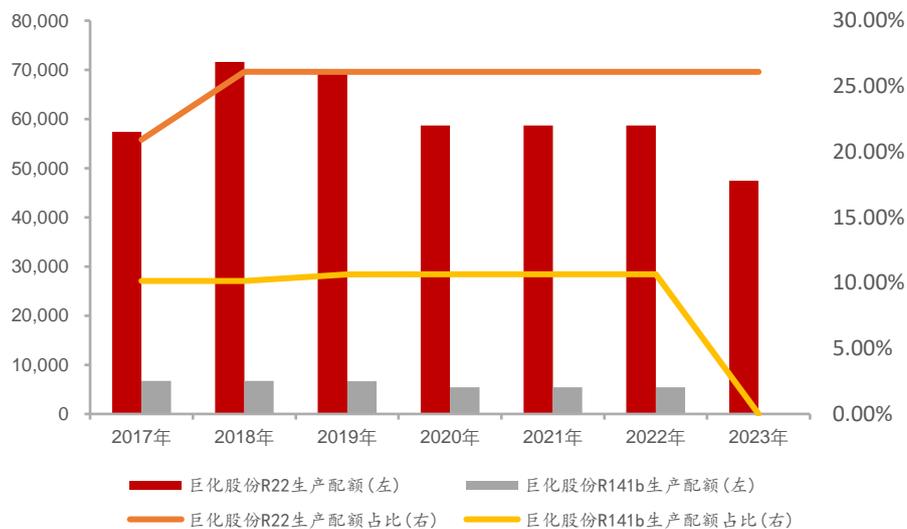
3 在建项目有序进行

3.1 制冷剂板块：布局巨芯冷却液，深入高端市场，展现公司前瞻战略眼光

二代制冷剂配额提前削减，R22 价格大幅增长。根据《蒙特利尔议定书》，我国二代制冷剂原计划在 2020 年削减基准数量的 35%，在 2025 年削减 67.5%，在 2020-2025 年之间保持二代制冷剂配额不变；但 2022 年 12 月，生态环境部发布《关于核发 2023 年度消耗臭氧层物质生产和使用配额的通知》，提前削减了二代制冷剂配额，2020-2022 年三年二代制冷剂维持 22.4807 万吨，2023 年削减至 18.1847 万吨，削减了 19.11%。二代制冷剂配额的加速削减一方面拉动了价格快速提升，据百川盈孚数据，截至 2023 年 4 月 21 日，制冷剂 R22 市场均价为 2 万元，较年初增长 11.11%，2023 年巨化股份 R22 制冷剂配额约为 4.75 万吨，有望受益于 R22 价格上涨带来的业绩增量。

三代制冷剂配额基线年结束，价格价差逐步回升。配额基线年结束，“负利润”抢占市场的行为逐渐消失，三代制冷剂价格回暖预期明显。供需结构修复叠加价格回暖预期，未来制冷剂行业景气度将迎来拐点，进入持续提升的景气周期。公司三代制冷剂产能 48.07 万吨，处于全球龙头地位，近三年三代制冷剂销量位于行业首位，据我们测算，若按照制冷剂 GWP 值的二氧化碳当量来计算，巨化股份未来配额占比在 30%~38%之间，位于行业首位，未来有望充分受益三代制冷剂价格上涨带来的业绩增量。

图表 40 巨化股份二代制冷剂配额历史情况 (万吨)



资料来源：生态环境部，华安证券研究所

全氟聚醚具有优异的耐热性、低温性能，抗氧化性、化学稳定性（耐极强酸，碱，液氧等）、润滑性等，因而其应用领域极为广泛，尤其在某些高温高腐蚀性的严苛环境下，全氟聚醚往往是唯一的选择。全氟聚醚是目前唯一一种具有-100℃~400℃使用温度范围的润滑剂，广泛应用于核工业和航空航天等高端技术要求领域。

巨化股份建设 5000t/a 巨芯冷却液项目，于 2021 年 04 月 07 日取得衢州市投资项目备案（赋码）信息表。

图表 41 巨芯冷却液项目产品方案 (吨/年)

	一期产量	二期产量	合计
全氟聚醚	1000	4000	5000
20%氟氮气	250	1000	1250
有水氢氟酸 (浓度≥30%)	100	400	500

资料来源：环评报告，华安证券研究所

目前，一期实施 1000 吨/年现已投入运营。项目产品主要有 JHT 电子流体系列、JHLO 润滑油系列以及 JX 浸没式冷却液等产品。作为全氟聚醚新材料，具有优异的电绝缘、无腐蚀、低挥发、热稳定性好等优点，广泛应用于半导体、数据中心、电子、机械、核工业、航空航天等领域。

图表 42 巨芯冷却液项目产品

系列产品	应用
JH 系列热传导液产品	广泛应用于各种温控散热系统，特别适用于半导体生产制备的各种环节中温控系统、数据中心服务器冷却、风力发电机和发电机组内部散热、高压变压器的冷却散热介质以及相控阵雷达散热，以实现冷却降温，节能减耗。
JHLO 系列润滑油产品	广泛用于化工、电子、汽车、军工、航空航天、半导体、机械轴承、机械制造等，尤其在某些高温高磨蚀性的严苛环境下，全氟聚醚润滑油是最优选择。
JX 浸没式冷却液	单相浸没式数据中心冷却液，替代数据中心作为计算、存储、信息交互场所传统的散热方式，确保 IT 设备长期稳定高效运行，降低数据中心能耗。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 氟化工原料板块：扩产无水氟化氢，增强原料自给率，逐步实现成本控制

无水氟化氢作为一种重要的化工原料，广泛用于制造含氟制冷剂、有机氟化物（含氟树脂）、元素氟、以及脱水剂和催化剂。采矿中用于开采某些矿床时腐蚀地层。冶金工业用于稀有元素的提取。原子能工业用于制造六氟化铀、火箭燃料和添加剂。还用于制造含氟医药，含氟农药，含氟染料的中间体等。此外，也用于刻蚀玻璃和浸渍木材等。

巨化股份目前拥有多套氟化合物生产装置，需消耗大量 AHF，并且未来对 AHF 的需求将进一步增长，AHF 供应的短缺已逐步成为制约巨化股份含氟化学品做大做强的关键因素。根据公司年报披露信息，65kt/aAHF 在建产能预计 2023 年 12 月份完工，届时公司 AHF 自给率进一步提升，奠定氟化工产业链坚实的基础。

3.3 含氟聚合物板块：PVDF 加速投产，锂电池级产能再上新台阶

为了充分发挥公司 VDC→HCFC-142b→VDF→PVDF 产业链优势，支撑公司 PVDF（聚偏氟乙烯）产业发展，适应当前国内新能源、新材料行业快速发展需要，进一步提高公司 PVDF 产品市场占有率，巩固和提升全球竞争地位，提高经济效益，巨化股份着力产业升级，延链、强链、补链，推进 PVDF 项目发展建

设。

公司于2021年底新增48kt/aVDF技改扩建项目，项目采用VDC液相催化氟化生产HCFC-142b、热裂解脱氯化氢制备VDF，设计规模为新增48kt/aVDF单体，配套新增80kt/aHCFC-142b，联产10kt/aHFC-143a、32.5kt/a有水氢氟酸、93kt/a盐酸(31%)、37.49kt/a氯化氢产品，目前项目正在有序进行中。

公司目前规划的PVDF产能为40kt/aPVDF，其中：10kt/aPVDF项目已建成，新增30kt/aPVDF技改扩建项目（一期新增23.5kt/aPVDF）处于项目建设扫尾阶段。

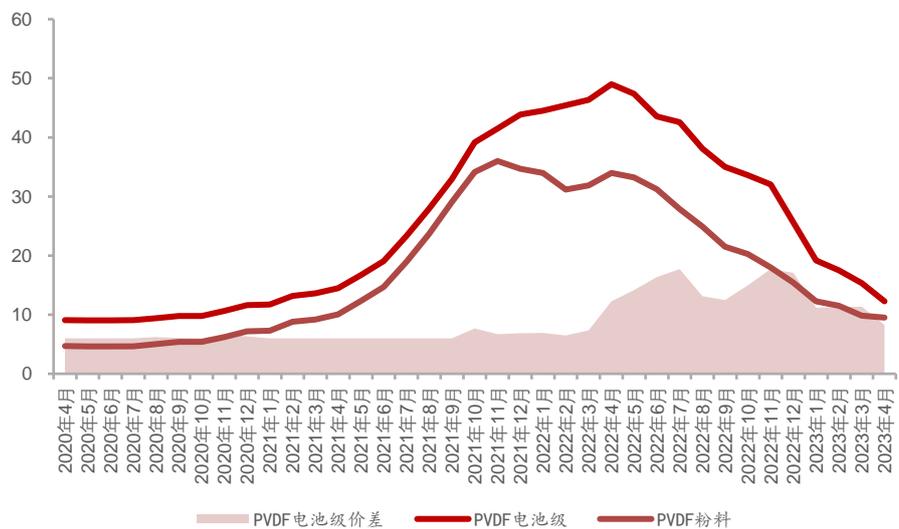
10kt/a的PVDF项目中，2.5kt/a采用乳液聚合，剩余7.5kt/a采用悬浮聚合工艺；23.5kt/a的PVDF项目中，悬浮聚合法17.5kt/a，乳液聚合法6kt/a。

图表 43 巨化股份 PVDF 投产历史跟踪

	项目分期	进展	明细
1万吨/年 PVDF	一期 0.35 万吨/年	2017年12月达到可使用状态	0.5kt/a 涂料级 PVDF 树脂、4kt/a 太阳能背板膜用 PVDF 树脂、1kt/a 水处理膜用 PVDF 树脂、3.5kt/a 电线电缆用 PVDF 树脂、1kt/a 锂电池粘结用 PVDF 树脂
	二期 0.65 万吨/年	2022年7月投产	
3万吨/年 PVDF	一期 2.35 万吨/年	2023年3月处于扫尾阶段	1.65万吨用于锂电池粘结剂
	二期 0.65 万吨/年	未开工	

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 44 PVDF 价格及价差 (万元/吨)



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

3.4 基础化工板块：电化厂布局 40 万吨/年次氯酸钠，稳定集团原料端需求

浙江巨化股份有限公司 40 万吨/年次氯酸钠扩能技改项目在浙江巨化股份有限公司电化厂内实施。

电化厂是巨化集团公司下属的主要生产厂家，创建于 1959 年，面积占地 32 万平方米，以生产基本化学原料为主的大型氯碱化工企业，也是浙江省最大的氯碱企业，设有七个化工生产车间，主要产品有：烧碱、液氯、盐酸、工业氢、F141b、PVDF 树脂等 10 余种主要产品。产品远销全国各地和东欧、东南亚等国家和地区。

巨化电化厂次钠装置已成为耗氯主要装置，目前形成了 3 万吨/年水处理剂次氯酸钠、1 万吨/年次氯酸钠消毒液、6 万吨/年次氯酸钠的生产能力。巨化电化厂整合原有 4 套次氯酸钠装置，将原有间歇生产工艺升级为连续生产工艺。随着疫情放开和常态化，电化厂积极组织生产 84 消毒液的生产；84 消毒液是一种以次氯酸钠为主要成分的含氯消毒剂，可以使病毒的核酸物质发生氧化作用进而杀灭病毒，被广泛用于宾馆、旅游、医院、食品加工行业、家庭等的卫生消毒，也可以用于衣物漂白，日常使用量非常大。

电化厂计划新增次钠 30 万吨/年，实施完成后将形成 40 万吨/年次氯酸钠生产能力。随着次钠产品产能增加，原料氯气和烧碱的用量也增加。目前电化厂 46 万吨/年离子膜烧碱装置，年产氯气 40.756 万吨/年，主要供应巨化甲烷氯化物、VDC、TCE、盐酸、次氯酸钠、高纯酸等装置，年缺口超过 10 万吨，日常生产通过外购液氯、调节各装置负荷来保持公司内部液氯的平衡需求。本项目实施后联产氯气约 2.7 万吨/年，为满足本项目次钠连续生产工艺装置原料烧碱及氯气的连续供应，拟将离子膜一期低电密的 NCSZ 电槽及配套设施进行改造升级，进一步提高烧碱和氯气产能。

此外，根据公司 2022 年年报披露，公司 70kt/a 烧碱在建产能预计于 2023 年 3 月投产。

4 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氯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。预计公司 2023-2024 年归母净利润分别为 31.5、35.6、40.5 亿元，同比增速为+32.3%、+13.1%、+13.6%。对应 PE 分别为 14.7、13.0、11.4 倍。维持“买入”评级。

风险提示：

- (1) 三代制冷剂配额分配方案不理想；
- (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；
- (5) 宏观政策风险。

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7830	10834	18846	21964	营业收入	21489	24678	28389	31522
现金	2547	5682	12474	16086	营业成本	17393	19928	22910	25628
应收账款	980	1384	1361	1673	营业税金及附加	87	91	110	119
其他应收款	23	27	31	34	销售费用	157	180	208	230
预付账款	77	130	125	154	管理费用	723	887	988	1115
存货	1728	2060	2398	2531	财务费用	-108	-69	-166	-373
其他流动资产	2474	1550	2458	1486	资产减值损失	-150	0	0	0
非流动资产	14797	14408	13988	13584	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	1852	1852	1852	1852	投资净收益	374	481	524	598
固定资产	6517	5928	5338	4748	营业利润	2755	3345	3936	4376
无形资产	687	687	687	687	营业外收入	11	15	13	14
其他非流动资产	5740	5942	6111	6297	营业外支出	40	49	44	47
资产总计	22627	25242	32835	35548	利润总额	2725	3311	3905	4344
流动负债	4904	3562	6549	4294	所得税	329	196	351	324
短期借款	182	132	63	4	净利润	2396	3115	3553	4019
应付账款	2073	1923	2904	2364	少数股东损益	16	-35	-8	-27
其他流动负债	2649	1507	3581	1926	归属母公司净利润	2381	3150	3561	4046
非流动负债	1938	2690	3637	4486	EBITDA	3170	3382	3830	3990
长期借款	1327	1988	2889	3669	EPS (元)	0.88	1.17	1.32	1.50
其他非流动负债	611	702	748	817					
负债合计	6842	6252	10185	8780					
少数股东权益	316	281	273	246					
股本	2700	2700	2700	2700					
资本公积	4290	4290	4290	4290					
留存收益	8479	11719	15387	19532					
归属母公司股东权益	15468	18709	22376	26521					
负债和股东权益	22627	25242	32835	35548					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3317	1773	5272	2071	成长能力				
净利润	2396	3115	3553	4019	营业收入	19.5%	14.8%	15.0%	11.0%
折旧摊销	888	590	590	590	营业利润	147.3%	21.4%	17.7%	11.2%
财务费用	-92	7	5	2	归属于母公司净利	114.7%	32.3%	13.1%	13.6%
投资损失	-375	-481	-524	-598	获利能力				
营运资金变动	347	-1488	1623	-1969	毛利率 (%)	19.1%	19.2%	19.3%	18.7%
其他经营现金流	2202	4634	1956	6016	净利率 (%)	11.1%	12.8%	12.5%	12.8%
投资活动现金流	-3562	576	540	655	ROE (%)	15.4%	16.8%	15.9%	15.3%
资本支出	-3455	-31	-26	-28	ROIC (%)	11.4%	12.3%	11.4%	10.2%
长期投资	-153	121	35	78	偿债能力				
其他投资现金流	47	486	531	604	资产负债率 (%)	30.2%	24.8%	31.0%	24.7%
筹资活动现金流	709	694	873	788	净负债比率 (%)	43.3%	32.9%	45.0%	32.8%
短期借款	-87	-50	-69	-59	流动比率	1.60	3.04	2.88	5.11
长期借款	1139	661	900	781	速动比率	1.13	2.30	2.41	4.36
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	3	0	0	0	总资产周转率	1.06	1.03	0.98	0.92
其他筹资现金流	-346	83	42	67	应收账款周转率	20.50	20.87	20.69	20.78
现金净增加额	584	3135	6791	3613	应付账款周转率	9.05	9.98	9.49	9.73

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。