



供应偏紧，制冷剂持续涨价

——巨化股份（600160）事件点评

2017 年 04 月 13 日

强烈推荐

巨化股份

事件点评

事件：

春节后国内制冷剂市场迅速进入旺季，制冷剂产品近期大幅走高。R22、R134a、R32、R125、R410a 等产品年初以来涨价幅度在 50%-100% 左右。制冷剂产品需求较好，制冷剂行业盈利迅速改善。

主要观点：

1、制冷剂需求持续增长，但供应受限，供应偏紧导致价格快速上涨

我国是全球最大的制冷剂生产国，2016 年全国制冷剂总产量约 70 万吨。制冷剂下游应用领域主要包括：汽车空调、家用制冷、工商制冷和维修制冷等。其中汽车空调、家用制冷和工商制冷分别占制冷剂消费量的 50%、30%和 10%。

空调行业数据显示，我国空调月产量从 2016 年 6 月开始实现同比增长，目前增速维持在 15%左右，显示了良好的增长势头。汽车行业从 2016 年初就呈现良好的发展势头，2016 年 9 月我国汽车月产量达到 258 万辆，同比增速 31.5%。此后，我国汽车月度产量虽然同比增速有所回落，但依然保持 10%左右的增速。空调和汽车产量的持续增长，带动了制冷剂的需求。

我国制冷剂产能在 2010 至 2013 年间增长较快，但随后几年制冷剂价格低迷，行业陷入微利甚至亏损，导致部分装置停产。2016 年 4 季度以来，在需求的带动下制冷剂价格开始上涨，虽然部分装置产量有所增加，但仍有部分装置已经无力复产，同时在制冷剂生产过程中复产盐酸较多，由于无法处理大量的盐酸，导致部分装置不得不限制开工率。上述原因导致，虽然制冷剂价格涨幅较大，但供应增长依然无法满足需求。预计未来 3-6 个月内制冷剂仍将处于供应偏紧的局面，这将对制冷剂价格形成较强支撑。

2、制冷剂上游原料氢氟酸价格上行，成本上升也将支撑制冷剂价格

氢氟酸是含氟制冷剂的上游原料，生产 1 吨 R22 需要消耗约 0.5

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060006

杨若木

010-66554032

y angm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

刘宇卓

010-66554030

liuy uzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

联系人：廖鹏飞

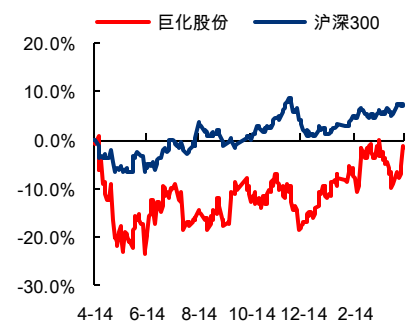
010-66554121

liaopf @dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	12.16-12.2
总市值（亿元）	256.78
流通市值（亿元）	220.21
总股本/流通 A 股（亿股）	211167/181092
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.32

52 周股价走势图



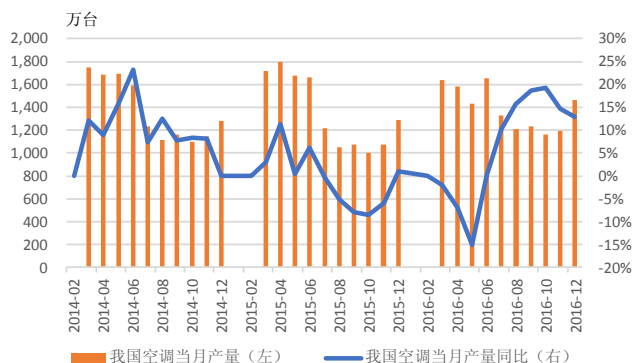
资料来源：wind

相关研究报告

- 1、《巨化股份（600160）调研简报：制冷剂涨价氟化工回暖》2017-03-09
- 2、《巨化股份（600160）事件点评报告：旗下公司引入外部投资，巨化逆周期扩张》2016-11-08
- 3、《巨化股份（600160）深度报告：新型制冷剂、电子化学品双翼齐飞》2016-07-29

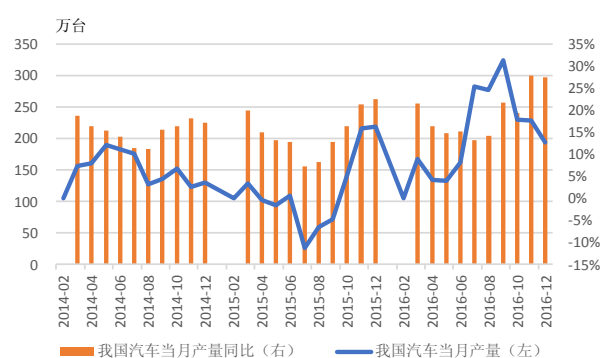
吨氢氟酸，生产 1 吨 R134a 需要消耗约 0.8 吨氢氟酸。我国氢氟酸生产较为分散，且生产过程产生污染较大。在环保政策日益严厉的情况下，工艺落后且环保措施不到位的氢氟酸产能开始退出。氢氟酸供应收缩，同时下游制冷剂对氢氟酸的需求增长，双重因素作用下，氢氟酸价格走高。成本上升也对制冷剂价格形成支撑。

图 1：我国空调产量保持同比增长



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 2：我国汽车产量保持同比增长



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

3、制冷剂价格已经大幅上涨，企业盈利将明显改善

目前我国汽车用制冷剂主要采用 R134a，空调制冷剂主要采用 R410a（R32 和 R125 按 1: 1 比例混合）。今年以来 R22、R134a、R410a 价格普涨，其中 R22 价格从年初 9200 元/吨，涨至 15500 元/吨，涨幅 68%；R134a 价格从年初的 19500 元/吨，涨至 30500 元/吨，涨幅 56%；R410a 价格从年初的 18000 元/吨，涨至 35000 元/吨，涨幅 94%。

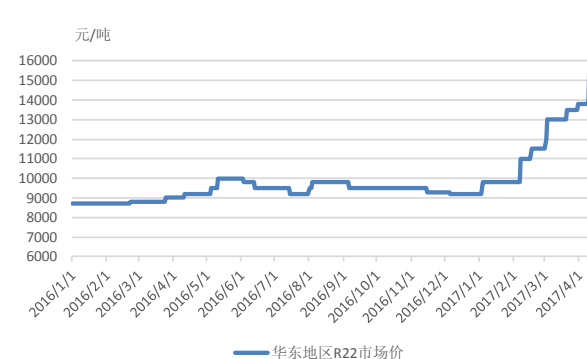
扣除原料成本、环保成本等上涨的因素，我们估算 R22、R134a、R410a 等产品毛利较去年增加约 3000-10000 元/吨。在经历多年的低迷后，制冷剂行业的盈利将在 2017 年明显改善。

图 3：上游原料氢氟酸价格走高



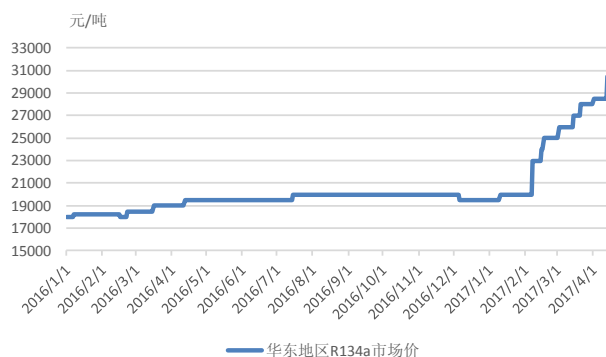
资料来源：Wind, 东兴证券研究所

图 4：华东地区 R22 价格走势



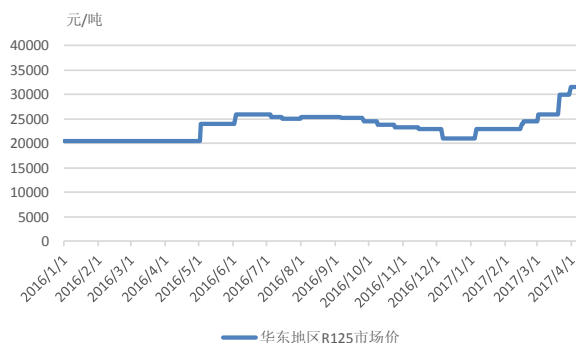
资料来源：百川资讯, 东兴证券研究所

图 5：华东地区 R134a 价格走势



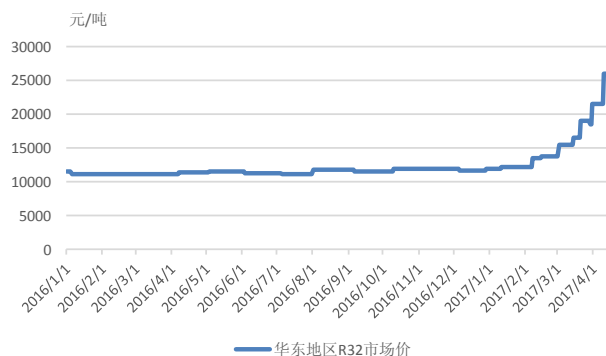
资料来源：百川资讯,东兴证券研究所

图 6：华东地区 R125 价格走势



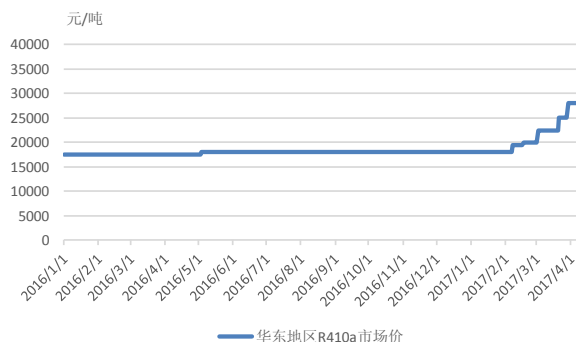
资料来源：百川资讯,东兴证券研究所

图 7：华东地区 R32 价格走势



资料来源：Wind,东兴证券研究所

图 8：华东地区 R410a 价格走势



资料来源：百川资讯,东兴证券研究所

4、巨化股份将受益于制冷剂涨价，今年二季度业绩有望大幅增长

A 股市场上巨化股份和三爱富（600636）的主营业务包括制冷剂，目前三爱富由于资产重组处于停牌状态，巨化股份将成为受益于制冷剂涨价的唯一标的。巨化股份目前拥有 R22 产能约 10 万吨/年，R134a 产能约 7 万吨/年，R125 产能约 3.5 万吨/年，R32 产能约 3 万吨/年，制冷剂产能合计约 23.5 万吨。2015 年公司制冷剂业务收入规模 22.4 亿元，2016 年上半年公司制冷剂业务收入规模约 11.9 亿元。

假设 2017 年制冷剂产品价格较去年同期上涨 30%-50%，销量维持不变，巨化股份制冷剂业务年化收入将增加约 7-11 亿元，达到约 29-33 亿元。按照制冷剂业务毛利率为 30%测算，2017 年巨化股份制冷剂业务毛利将达到 8.7-9.9 亿元，预计较 2016 增加约 5.7-6.9 亿元。制冷剂价格上涨将使巨化股份的盈利能力大幅提升。

结论：

我们认为巨化股份经过长期的积累和布局，在氟化工领域的竞争优势日益明显，而新型制冷剂产品、电子化学品等项目陆续投产，将使公司高附加值产品的占比大幅提升。今年以来制冷剂产品在需求推动下进入涨价通道，制冷剂业务盈利能力大幅改善，将有助于公司业绩回升。预计公司 2016 至 2018 年 EPS 分别为 0.07 元，0.35 元和 0.41 元，对应 PE 分别为 167 倍，35 倍和 29 倍。考虑到公司在行业内的竞争优势，维持巨化股份“强烈推荐”评级。

风险提示：

制冷剂价格如果出现大幅回落，将对公司业绩产生较大负面影响。

表 1：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2870	2985	6230	7191	8210	营业收入	9764	9516	10560	12091	13930
货币资金	824	942	3950	4655	5302	营业成本	8887	8539	9515	10175	11673
应收账款	275	358	405	464	534	营业税金及附加	29	30	32	36	42
其他应收款	57	62	68	78	90	营业费用	230	322	317	363	418
预付款项	151	36	55	75	98	管理费用	426	455	507	580	669
存货	781	782	886	948	1087	财务费用	32	2	45	55	60
其他流动资产	297	143	143	143	143	资产减值损失	33.85	42.01	16.00	5.00	5.00
非流动资产合计	6087	6208	6362	6297	6284	公允价值变动收	0.96	0.18	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	344	408	550	550	550	投资净收益	76.90	39.01	75.00	80.00	90.00
固定资产	4232.20	4678.23	4474.69	4663.15	4703.61	营业利润	203	166	204	957	1154
无形资产	522	532	478	425	372	营业外收入	38.07	72.95	16.00	28.00	20.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	24.07	16.08	15.00	8.00	8.00
资产总计	8957	9193	12592	13488	14494	利润总额	217	223	205	977	1166
流动负债合计	1534	1730	1582	1683	1878	所得税	53	59	51	244	291
短期借款	430	472	0	0	0	净利润	164	164	154	732	874
应付账款	538	529	600	641	736	少数股东损益	1	3	0	0	0
预收款项	180	109	136	166	201	归属母公司净利	163	162	154	732	874
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	1251	1227	905	1776	2026
非流动负债合	140	178	431	677	832	EPS（元）	0.09	0.09	0.07	0.35	0.41
长期借款	0	0	400	600	700	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	1674	1909	2013	2360	2710	成长能力					
少数股东权益	25	28	28	28	28	营业收入增长	0.3%	-2.5%	10.97%	14.50%	15.21%
实收资本（或	1811	1811	2112	2112	2112	营业利润增长	-29.2%	2.9%	22.42%	369.52%	20.59%
资本公积	2464	2469	5369	5369	5369	归属于母公司净	-35.9%	-0.5%	-5.08%	377.00%	19.35%
未分配利润	2486	2453	2530	2896	3333	获利能力					
归属母公司股	7258	7256	10550	11100	11755	毛利率（%）	9%	10%	10%	16%	16%
负债和所有者	8957	9193	12592	13488	14494	净利率（%）	2%	2%	1%	6%	6%
现金流量						总资产净利润（%）		2%	2%	1%	5%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE（%）	2%	2%	1%	7%	7%
经营活动现金	622	792	686	1323	1486	偿债能力					
净利润	164	164	154	732	874	资产负债率（%）	19%	21%	16%	17%	19%
折旧摊销	1015.91	1059.43	0.00	764.69	812.69	流动比率	1.87	1.72	3.94	4.27	4.37
财务费用	32	2	45	55	60	速动比率	1.36	1.27	3.38	3.71	3.79
应付账款的变	0	0	71	42	94	营运能力					
预收账款的变	0	0	26	30	35	总资产周转率	1.05	1.05	0.97	0.93	1.00
投资活动现金	-1225	-554	-750	-625	-715	应收账款周转率	36	30	28	28	28
公允价值变动	1	0	0	0	0	应付账款周转率	20.05	17.84	18.72	19.49	20.24
长期股权投资	344	408	550	550	550	每股指标（元）					
投资收益	77	39	75	80	90	每股收益（最新摊	0.09	0.09	0.07	0.35	0.41
筹资活动现金	-693	-157	3072	8	-123	每股净现金流（最	-0.72	0.04	1.42	0.33	0.31
应付债券增加	430	472	0	0	0	每股净资产（最新	4.01	4.01	5.00	5.26	5.57
长期借款增加	0	0	400	600	700	估值比率					
普通股增加	0	0	301	0	0	P/E	135.11	135.11	167.22	35.06	29.37
资本公积增加	0	5	2900	0	0	P/B	3.03	3.03	2.43	2.31	2.18
现金净增加额	-1296	81	3008	705	647	EV/EBITDA	17.28	17.56	24.44	12.17	10.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

联系人简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。