



制冷剂均价上移、18年景气可期，静待电子化学品业务放量

——巨化股份（600160）事件点评

事件：

截止 2017 年 12 月 5 日，R22 浙江地区市场价（高端）报 15500 元/吨，10 月至今均价 15947 元/吨，较三季度均价上涨 1317 元/吨；R134a 浙江地区市场价报 27000 元/吨，10 月至今均价 26697 元/吨，较三季度均价上涨 1697 元/吨；R32 浙江地区市场价报 21000 元/吨，10 月至今均价 23606 元/吨，较三季度均价上涨 6253 元/吨。

主要观点：

1. 氟化工产业链尤其是制冷剂价格全线上涨是公司业绩改善主要原因

供给侧结构性改革深化和下游需求改善等有利影响，氟化工上下游工业品价格全线上涨：原材料方面，无水氟化氢、甲醇、苯、VCM 和萤石合计占公司原材料成本的 85%，2017 年前三季度均价分别同比上涨 27.4%、22.9%、17.4%、9.4% 和 7.9%；产品方面，2017 年前三季度公司主要产品制冷剂出厂均价同比上涨 32.4% 至 17630 元/吨。年初至今，R22、R125、R134a 和 R32 市场价分别上涨 64.8%、90.5%、36.8% 和 108.3% 至 15000 元/吨、42000 元/吨、25500 元/吨和 24000 元/吨，公司作为国内龙头对应产能分别为 10 万吨（配额 5.7 万吨）、4 万吨、6 万吨和 2.2 万吨，充分受益。公司上下游一体化配套程度较高，能够一定程度抵御原材料的价格上涨。

2. 2018 年制冷剂价格仍较为乐观

制冷剂需求旺季在一季度，空调企业一季度备货、生产，采购制冷剂需求增加，加之 2011 年制冷剂市场曾经出现历史高位，市场一

2017 年 12 月 05 日

推荐/维持

巨化股份

事件点评

分析师：

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480510120014

廖鹏飞

010-66554121

liaopf@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480517090001

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480516110002

研究助理：

张明烨

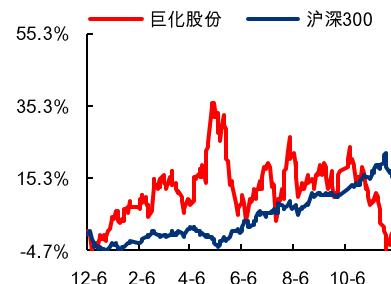
010-66554030

zhang_my@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	10.17-10.54
总市值（亿元）	214.76
流通市值（亿元）	207.97
总股本/流通 A 股（万股）	211167/204494
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.5

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

直预期 2017 年五年大周期到来，价格看涨失去理智，中间商企业炒作囤货。随后泡沫破裂时，中间商抛货，价格下滑迅速，库存去化较为彻底，中间商和厂家的心态更为谨慎，因此库存的压制因素在 18 年大概率不复存在。

1、《巨化股份（002341）3 季报点评：氟化工产品链量价齐增，制冷剂 Q4 再入上涨通道》2017-10-27

2、《巨化股份（600160）点评报告：供应偏紧，制冷剂持续涨价》2017-04-14

空调制冷剂方面,今年房地产销售面积增速虽然度过高峰,但目前仍为正增长,并且空调产量是商品房销售的后周期,增速峰值大约滞后1年,明年新房交付和装修将带动空调制冷剂的需求;车用制冷剂方面,发达国家后续有望实行进口配额带动对制冷剂的备货。

供给方面,制冷剂行业因生产过程中所产生的含氟离子副产酸的排放问题,仍然是环保部门重点监测对象,且吸收副产酸的全国各个地区的小型清洗酸厂,因废酸利用率不足等原因均受到波及,下游副产物吸收企业停工、整改,制约制冷剂开工;虽然2018年R22生产配额尚未出台,但配额的缩减趋势不改,同时龙头倾向购买配额,行业集中度进一步提高。

3、公司在电子化学品领域培育新的盈利增长点

公司分别通过全资子浙江凯圣和浙江博瑞电子在湿电子化学品和电子特气方面布局,浙江凯圣国内首家实现电子级氢氟酸工业化生产,并且是国内唯一一家填补国内空白、替代进口的PPT级氢氟酸的企业,也是国内电子级氢氟酸规模最大、品种最全、规格最高的企业,当前产能电子级氢氟酸0.6万吨、电子级氟化铵0.5万吨、电子级盐酸0.3万吨、电子级硫酸1万吨、电子级硝酸0.6万吨和缓冲氧化蚀刻液0.5万吨。博瑞电子高纯电子气体项目一期(年产0.1万吨高纯氯化氢、500吨高纯氯气和0.1万吨医药级氯化氢)已经投产,目前处于产品认证、市场拓展阶段。单三季度公司电子化学材料销量0.74万吨,环比+61.2%,收入4089万元,环比+40.2%,预计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。

结论:

需求改善、环保高压及成本推动下制冷剂价格有望维持强势,公司作为国内制冷剂龙头产业链配套完善,充分受益价格上涨,新项目2.35万吨含氟新材料二期HFP5万吨、10万吨PVDC高性能阻隔材料有望带来新增盈利,布局电子化学材料领域远期增长可期。预计公司17-19年实现营收132.7、150.2、168.6亿元,归母净利润11.64、13.40、15.23亿元,对应EPS为0.55、0.63和0.72,当前股价对应PE为18和16和14倍。当前公司股价安全边际较高,公司去年增发价10.64元,控股股东发行的EB换股价13.49元,现已倒挂,维持公司“推荐”评级。

目 录

1. 公司为国内领先的氟化工企业以及制冷剂龙头	3
2. 制冷剂价格中枢提升促盈利改善,后续价格仍有看点	5
3. 公司在电子化学品领域培育新的盈利增长点	11
4. 公司当前股价安全边际较高	11
5. 盈利预测及估值	12
6. 风险提示	12

表格目录

表 1: 公司主要产品所属细分行业、原材料、应用领域以及价格影响因素	4
表 2: 二代制冷剂禁用路线时间表 (R22)	8
表 3: 三代制冷剂削减路线时间表	8
表 4: 二代制冷剂产能明细 (R22)	9
表 5: R134a 产能明细	9
表 6: R125 产能明细	10
表 7: R32 产能明细	10

插图目录

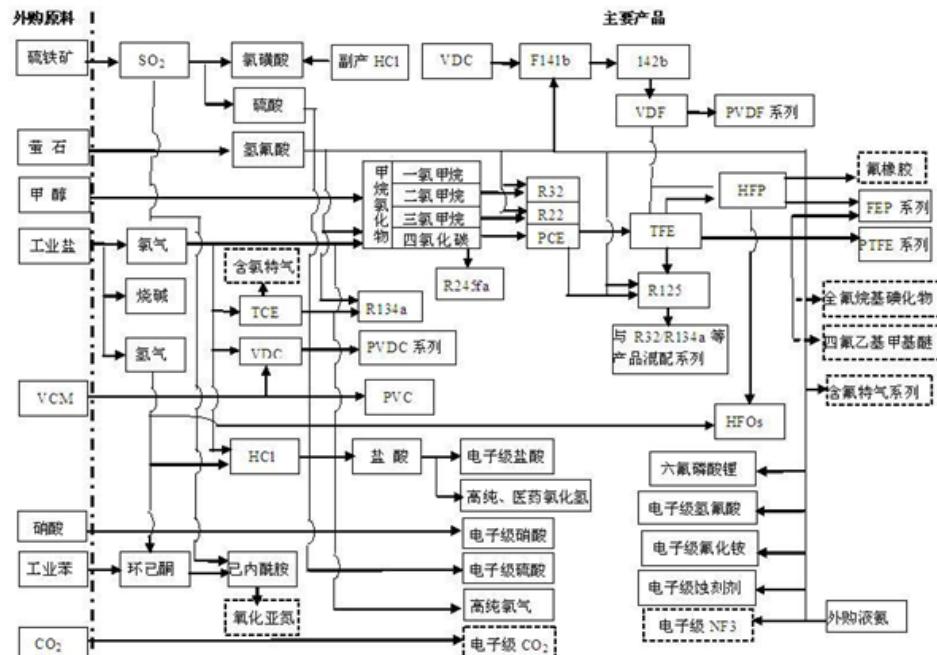
图 1: 公司完整产业链及主营产品	3
图 2: 2017 前 10 月国内商品房销售面积同比增长 8.2%	6
图 3: 2017 前 10 月国内汽车产量同比增长 5.3%	6
图 4: 2017 前 10 月国内空调产量同比增长 18.5%	6
图 5: 2017 前 10 月国内家用电冰箱产量同比增长 13.7%	6
图 6: R22 与氢氟酸价格	7
图 7: R134a 价格	7

1. 公司为国内领先的氟化工企业以及制冷剂龙头

公司为国内氟化工行业领先企业, 具备国内领先的氟化工、氯碱化工综合配套的氟化工制造基地, 主要集中在衢州、宁波、兰溪, 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、电子化学品等在内的完整的氟化工产业链。

- ◆ 制冷剂方面: 公司氟致冷剂是国内龙头品牌。第二代氟致冷剂 R22 产能国内第二位; 第三代氟致冷剂(包括 R125、R134a、R32 等)规模处全球龙头地位, 其中, R134a 规模和开工率处全球龙头地位; 混配小包装致冷剂市场占有率亚洲第一位; 公司是国内唯一用自有技术实现第四代氟致冷剂产业化生产的企业。随着募投项目 R245(一期)、新型氟致冷剂技改等项目的投产、达产, 公司氟致冷剂行业全球龙头地位进一步巩固。
- ◆ 含氟聚合物方面: 公司 HFP 产品产能处于行业领先地位, FEP、PTFE 产品以产能计算在国内均位居前列。随着 23.5kt/a 含氟新材料(二期)、10kt/a PVDF(一期)等项目的实施, 公司含氟聚合物将进一步向新品种、新用途、高端化拓展, 竞争实力将进一步增强。
- ◆ 氯碱产品方面: 公司已进行了氯碱产品结构调整, 先后淘汰了年产 10 万吨隔膜法烧碱、23 万吨 PVC 生产装置及电石法 VCM 等装置, 优化提升 46 万吨离子膜法烧碱装置、甲烷氯化物装置, 发展壮大 PCE、TCE、VDC、PVDC 等特色氯碱产品, 实现由基础氯碱化工向与氟化工配套转型, 逐步向 PVDC 为主的氯碱新材料转型。
- ◆ 石化产品方面: 公司涉及的石化行业产品主要为己内酰胺及其原料环己酮产品, 现有产能为己内酰胺产能 15 万吨/年、配套 14 万/年环己酮, 38 万吨/年硫铵。
- ◆ 电子化学品方面: 公司分别通过全资子公司浙江凯圣和浙江博瑞电子在湿电子化学品和电子特气方面布局, 浙江凯圣国内首家实现电子级氢氟酸工业化生产, 并且是国内唯一一家填补国内空白、替代进口的 PPT 级氢氟酸的企业, 也是国内电子级氢氟酸规模最大、品种最全、规格最高的企业, 当前产能电子级氢氟酸 0.6 万吨、电子级氟化铵 0.5 万吨、电子级盐酸 0.3 万吨、电子级硫酸 1 万吨、电子级硝酸 0.6 万吨和缓冲氧化蚀刻液 0.5 万吨。博瑞电子高纯电子气体项目一期(年产 0.1 万吨高纯氯化氢、500 吨高纯氯气和 0.1 万吨医药级氯化氢)已经投产, 目前处于产品认证、市场拓展阶段。

图 1: 公司完整产业链及主营产品



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 1: 公司主要产品所属细分行业、原材料、应用领域以及价格影响因素

产品	所属细分行业	主要原材料	主要应用领域	价格主要影响因素
AHF(无水氢氟酸)	氟化工原料	萤石、硫酸	氟化工	成本、供需
甲烷氯化物	氟化工原料	氯气、甲醇	氟化工、致冷剂	成本、供需
TCE	氟化工原料	乙炔、氯气	氟化工、致冷剂、清洗剂	成本、供需
PCE	氟化工原料	氯气、二氯乙烷、四氯化碳	氟化工、致冷剂、清洗剂	成本、供需
HCFC-141b	氟化工	偏氟乙烯、无水氢氟酸	发泡剂、清洗剂	成本、供需、产业政策
R11、R12	致冷剂	AHF、CCL4	现主要用于医药中间体	产业政策
R22	致冷剂	AHF、CHCL3	空调、氟化工	成本、供需、产业政策
R32	致冷剂	AHF、CH2CL2	空调、冰箱、混合氟致冷剂	成本、供需
R-1234yf	致冷剂	H2、HFP	空调	成本、供需
HFC-134a	致冷剂	AHF、TCE	汽车空调、商业和工业用制冷系统	成本、供需
R410A	致冷剂	R32、R125	空调	成本、供需
R404A	致冷剂	R134a、R125	空调、中低温冷冻领域	成本、供需
R507	致冷剂	R134a、R125	空调、中低温冷冻领域	成本、供需
R125	致冷剂	AHF、TFE 单体	混配工质、空调	成本、供需

R245	致冷剂	CCL4、VCM	空调、发泡剂	成本、供需
TFE	含氟聚合物	F22、水蒸汽	氟化工原料	成本、供需
PTFE	含氟聚合物	TFE 单体	化工防腐、密封、航天、建材等	成本、供需
HFP	含氟聚合物	TFE 单体	新型致冷剂、消防灭火剂、含氟聚合物、医药中间体	成本、供需
FEP	含氟聚合物	HFP 单体	高温电线电缆, 阀门内衬等	成本、供需
PVDF	含氟聚合物	F142b、VDF	太阳能背板膜、水处理膜等	成本、供需
VDC	食品包装材料	氯气、VCM	氟化工原料、食品包装材料原料	成本、供需
PVDC 树脂	食品包装材料	VDC、VCM	食品、药品、军品的包装材料加工	成本、供需
烧碱、液氯	氯碱	工业盐(NaCl)	基础化工、氟化工	成本、供需
环己酮	石化	苯、H2	有机溶剂、合成己内酰胺和己二酸等有机原料	成本、供需
己内酰胺	石化	环己酮、氯、双氧水	尼龙、工程塑料、塑料薄膜	成本、供需
电子级氯气	电子化学品	工业氯气	平板显示、光纤、集成电路等	供需
电子级氯化氢	电子化学品	工业级盐酸或工业级氢气与氯气	平板显示、光纤、集成电路等	国内外市场供需情况
电子级硫酸	电子化学品	硫酸	平板显示、光纤、集成电路等	产品质量、供需
电子级硝酸	电子化学品	硝酸	平板显示、光纤、集成电路等	产品质量、供需
BOE	电子化学品	NH4F、HF	平板显示、光纤、集成电路等	产品质量、供需
电子级盐酸	电子化学品	盐酸	平板显示、光纤、集成电路等	产品质量、供需
高纯 HF	电子化学品	无水氢氟酸	平板显示、光纤、集成电路等	产品质量、供需
高纯氨水	电子化学品	液氨	平板显示、光纤、集成电路等	产品质量、供需
NH4F	电子化学品	氨水、氢氟酸	平板显示、光纤、集成电路等	产品质量、供需
工业硫酸	基础化工	硫铁矿、水、空气	基础化工, 氟化工等	原料成本、供需
氯磺酸	基础化工	氯化氢、三氧化硫	基础化工产品	原料成本、供需
氯化钙	基础化工	石灰石、盐酸	融雪剂、干燥剂	产品质量、供需

资料来源: 政府网站, 东兴证券研究所

2. 制冷剂价格中枢提升促盈利改善, 后续价格仍有看点

受制冷剂价格中枢在需求改善+环保压力+成本推动大幅改善影响, 年初至今 R22、R125、R134a 和 R32 市场价分别上涨 64.8%、90.5%、36.8% 和 108.3% 至 15000 元/吨、42000 元/吨、25500 元/吨和 24000 元/吨。公司作为国内龙头对应产能分别为 10 万吨、4 万吨、6 万吨和 2.2 万吨, 上游配套完善充分受益价格上涨。公司前三

季度实现营收 100.23 亿元,同比+36.03%,实现归母净利润 8.08 亿元,同比+1043%,单三季度实现归母净利润 2.82 亿元,同比+1187%,环比-17.6%。

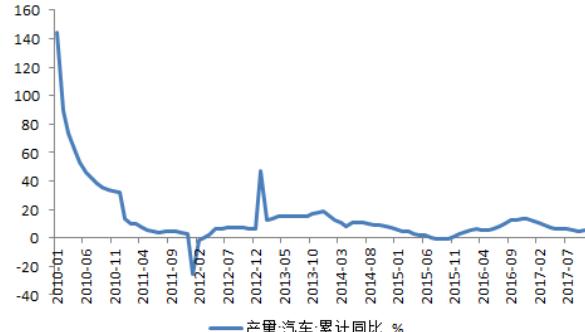
- 需求方面:氟制冷剂下游主要应用于冰箱、家用空调、汽车空调等消费领域,属地产后周期品种,今年前三季度国内商品房销售面积累计 YOY+10.3%,汽车产量累计 YOY+4.9%,空调产量累计 YOY+18.9%,家用冰箱产量累计 YOY+13.3%;
- 供给方面:今年环保压力空前,配套不完善的小厂家因废酸胀库开工受限,无水氢氟酸受环保影响货源供应紧张,制冷剂企业被迫降负,预计后期环保压力有望持续,供需格局继续改善。
- 成本方面:受供给侧结构性改革深化和下游需求改善等有利影响,氟化工上下游工业品价格全线上涨,无水氟化氢、甲醇、苯、VCM 和萤石合计占公司原材料成本的 85%,2017 年前三季度均价分别同比上涨 27.4%、22.9%、17.4%、9.4% 和 7.9% 至 7811 元/吨、2488 元/吨、6093 元/吨、4722 元/吨和 1598 元/吨。公司上下游一体化配套程度较高,能够有效抵御原材料价格大幅上涨、提升盈利能力。

图 2: 2017 前 10 月国内商品房销售面积同比增长 8.2%



资料来源:wind, 东兴证券研究所

图 3: 2017 前 10 月国内汽车产量同比增长 5.3%



资料来源:wind, 东兴证券研究所

图 4: 2017 前 10 月国内空调产量同比增长 18.5%

图 5: 2017 前 10 月国内家用冰箱产量同比增长 13.7%



资料来源: wind, 东兴证券研究所

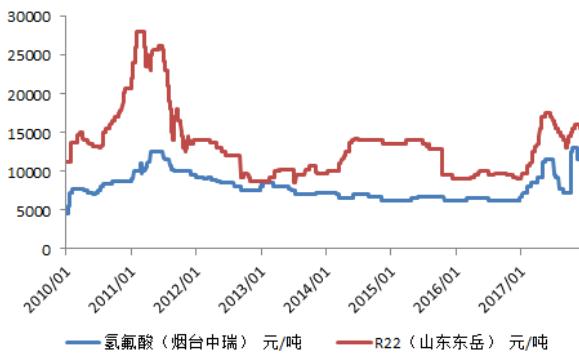


资料来源: wind, 东兴证券研究所

具体分析今年制冷剂价格的急涨急跌，以 R22 为例：

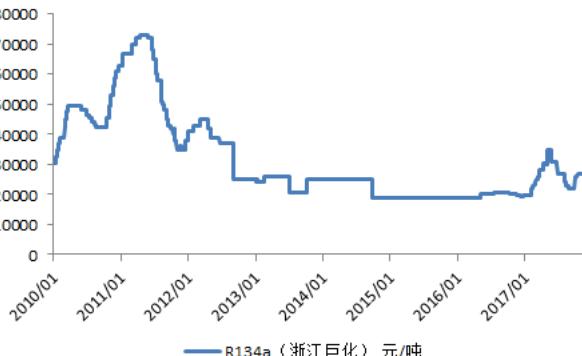
- 成本方面: R22 主要原料为无水氢氟酸和三氯甲烷。年初 AHF 受环保检查影响，工厂扎堆停车较多，整体供应水平下滑，部分地区现货供应偏紧，加上原料萤石采购困难、供应不足下，市场价格不断走高 R22 受原料 AHF 推动，成本升高下，价格上涨；二季度，AHF 价格呈现大幅度下跌，跌至涨价前，R22 成本坍塌、价格也开始出现回落；三季度，环保、局部地区煤改气及装置例行检修成为导致无水氢氟酸装置开工下滑的主要因素，加之十一期间局部地区危化品运输禁行、及 10 月份的十九大召开持续影响氢氟酸供应，供货偏紧的局面压制制冷剂企业的开工，产量在 10 月份又出现下滑，市场价格再次冲高。
- 需求方面: 制冷剂需求旺季在一季度，空调企业一季度备货、生产，采购制冷剂需求增加，加之 2011 年制冷剂市场曾经出现历史新高，市场一直预期 2017 年五年一周期到来，价格看涨失去理智，中间商企业炒作囤货。随后泡沫破裂时，叠加中间商抛货，价格下滑迅速。但因环保压力常态化，企业开工难有提高，且原料成本有所支撑，R22 价格依旧在盈利水平线之上。对 2018 年的旺季需求保持乐观。

图 6: R22 与氢氟酸价格



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 7: R134a 价格



资料来源: wind, 东兴证券研究所

对 2018 年制冷剂价格保持乐观:

- 需求之空调制冷剂:今年房地产销售面积增速虽然度过高峰,但目前仍为正增长。并且空调产量是商品房销售的后周期,增速峰值大约滞后 1 年,明年新房交付和装修将带动空调制冷剂的需求。
- 需求之车用制冷剂:发达国家后续的进口配额会带动对制冷剂的备货。预计 2019 年 R134a 国外发达国家实行进口配额,2018 年有望大幅补库存。
- 库存方面:今年上半年价格快速上涨后又快速下跌主要是旺季需求叠加库存周期的原因,厂家去库存加上经销商推波助澜导致价格急速下跌。9 月份开始价格回升主要因为以氢氟酸为代表的原材料成本推动,当前库存较低,对涨价压力不大。
- 供给方面:制冷剂行业因生产过程中所产生的含氟离子副产酸的排放问题,仍然是环保部门重点监测对象,且吸收副产酸的全国各个地区的大型清洗酸厂,因废酸利用率不足等原因均受到波及,下游副产物吸收企业停工、整改,制约制冷剂开工,因此考虑原料紧缺以及下游副产酸吸收能力不足等因素,明年副产酸胀库风险仍然存在;最新的 2018 年 R22 生产配额尚未出台,但配额的缩减趋势不改,新型制冷剂使用将会增多,国家供给侧改革依旧,三代制冷剂继续落后产能淘汰。

表 2: 二代制冷剂禁用路线时间表 (R22)

发达国家 (第 2 条款国家)		发展中国家 (第 5 条款国家)	
时间	削减量	时间	削减量
2010	75%	2015	10%
2015	90%	2020	35%
2020	99.50% (允许保留 0.5% 维修用途使用)	2025	67.50%
2020-2030	99.50% (允许保留 0.5% 维修用途使用)	2030	97.50% (允许保留 2.5% 维修用途使用)
2030 后	100%	2030-2040	97.50% (允许保留 2.5% 维修用途使用)
		2040 后	100%

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

表 3: 三代制冷剂削减路线时间表

发达国家 (第 2 条款国家)		发展中国家 (第 5 条款国家)	
时间	削减量	时间	削减量
2016	确认削减基准值,用 HFCs 使用量平均值 (2011-2013) 来计算	2024	冻结 HFCs 的消费和生产
2019	削减 HFCs 的消费和生产 (至少每年削减 10%)	2045	HFCs 使用量削减至其基准值的 20% 以内
2036	年后将 HFCs 使用量削减至其基准值的 15%		

资料来源: 公告, 东兴证券研究所

表 4: 二代制冷剂产能明细 (R22)

区域	生产厂家	2015 年产能 (万吨/年)	2016 年产能 (万吨/年)
山东	山东东岳	22	22
	山东中氟	1.2	1.2
	山东鲁西	1	1
	浙江巨化	10	10
浙江	浙江永和	2.5	2.5
	浙江三美	2.5	2.5
	浙江荧光	1.8	0
	浙江临海利民	3	3
江苏	阿科玛 (常熟)	3.5	3.5
	常熟三爱富	4.5	4.5
	江苏梅兰	11	11
四川	中昊晨光	2	2
	四川鸿鹤	3.8	3.8
江西	中化赣州	2	2
合计		70.8	69

资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

表 5: R134a 产能明细

区域	生产厂家	2016 年产能(万吨)
山东	山东东岳	1.5
	浙江巨化	6
浙江	浙江三美	1.5
	中化蓝天	0.3
陕西	中化西安	0.5
	中化太仓	3.5
江苏	江苏康泰	3
	江苏三美	2
江西	江西百炼	2
合计		23.6

资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

表 6: R125 产能明细

区域	生产厂家	2016 产能 (万吨)	备注
江苏	中昊	1	单体
	梅兰	1	单体
	中化太仓	2	乙烯
	大金阿科玛	2	乙烯
山东	东岳	2.5	(1.8 单体, 0.7 四氟乙烯)
	华安	1	单体
	中氟	2	停产
	山东鲁西	1	单体
	山东滨化	1.1	乙烯
浙江	中化蓝天	0.3	乙烯
	浙江永和	0.5	单体
	巨化	2.6	2 万吨乙烯, 1.6 万吨单体
	临海	0.5	单体
陕西	浙江三美	1	乙烯
	中化西安	0.8	乙烯
江西	格美化工	1	停产
广东	乳源东阳光氟	2	乙烯
合计		22.3	

资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

表 7: R32 产能明细

区域	生产厂家	2016 年产能 (万吨)
江苏	中昊	1
	中润	1
	梅兰	2
	东岳	2.7
山东	鲁西	1
	新龙	1
	飞源	2
	华安	1
浙江	中化蓝天	0.5
	永和	1.2
	巨化	1.5
	三美	1
	鹰鹏	0.8

江西	临海利民	0.5
	常熟三爱富	1
	理文化工	1
	乳源东阳光氟	1
	合计	20.2

资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

公司作为制冷剂龙头在行业中具有显著优势。制冷剂方面公司是国内第二大二代制冷剂厂商, 产能 10 万吨, 拥有 27 万吨配额中的 5.7 万吨; 全球最大的第三代制冷剂厂商, R134a 全球产能 38 万吨, 国外 12 万吨, 国内 26 万吨, 公司有 6 万吨产能。公司目前拥有 5 万多吨 R125 产能。TFE 产能总规模大概在 22 万吨。R32 产品国内总产能二十余万吨, 公司拥有产能 2.2 万吨。其中 R22 小产能配额基本不生产, 倾向交易自己的配额, 行业龙头倾向购买小企业的配额, 集中度继续提升, 基本上为寡头垄断格局, 由两家龙头定价为主。

3. 公司在电子化学品领域培育新的盈利增长点

公司分别通过全资子公司浙江凯圣和浙江博瑞电子在湿电子化学品和电子特气方面布局。

- 浙江凯圣国内首家实现电子级氢氟酸工业化生产, 并且是国内唯一一家填补国内空白、替代进口的 PPT 级氢氟酸的企业, 也是国内电子级氢氟酸规模最大、品种最全、规格最高的企业, 当前产能电子级氢氟酸 0.6 万吨、电子级氟化铵 0.5 万吨、电子级盐酸 0.3 万吨、电子级硫酸 1 万吨、电子级硝酸 0.6 万吨和缓冲氧化蚀刻液 0.5 万吨, 下游客户为主要芯片制造商, 电子级硫酸是用量最大的湿电子化学品, 但公司目前硫酸还未大规模放量。
- 博瑞电子高纯电子气体项目一期 (年产 0.1 万吨高纯氯化氢、500 吨高纯氯气和 0.1 万吨医药级氯化氢) 已经投产, 目前等待生产许可证的下发, 处于产品认证、市场拓展阶段。二期项目主要包括: 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和 4,000 瓶高纯电子级混合气体、2,000 吨高纯三氟化氮和 50 吨高纯六氟丁二烯生产装置。
- 单三季度公司电子化学材料销量 0.74 万吨, 环比+61.2%, 收入 4089 万元, 环比+40.2%, 预计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。

4. 公司当前股价安全边际较高

综合来看, 当前公司股价安全边际较高。

- 公司于 2016 年 9 月 20 日完成非公开发行股票, 增发发行价格为 10.64 元, 共募集资金总额接近 32 亿元。从参与的投资者看, 巨化集团认购 22.2%, 自然人袁志敏 (金发科技董事长) 认购 40%, 浙江浙盐控股有限公司 (浙江盐业集团子

公司)认购30%、浙江浙旅投资有限责任公司(浙江旅游集团子公司)认购7.8%。显示公司控股股东及产业资本对公司未来发展充满信心。考虑公司年初“10派1.5”分红,增发认购成本为10.49元,当前股价9.86元,倒挂6%。

- ◆ 公司控股股东巨化集团2017年9月以其持有的本公司部分A股股票为标的,面向合格投资者公开发行了可交换公司债券,实际发行规模为20亿元,票面利率为1.00%,换股价格13.49元。

5. 盈利预测及估值

需求改善、环保高压及成本推动下制冷剂价格有望维持强势,公司作为国内制冷剂龙头产业链配套完善,充分受益价格上涨,新项目2.35万吨含氟新材料二期HFP5万吨、10万吨PVDC高性能阻隔材料有望带来新增盈利,布局电子化学材料领域远期增长可期。预计公司17-19年实现营收132.7、150.2、168.6亿元,归母净利润11.64、13.40、15.23亿元,对应EPS为0.55、0.63和0.72,当前股价对应PE为18和16和14倍,维持公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

制冷剂价格大幅下跌;原材料价格大幅上涨;制冷剂下游需求增速持续性不及预期;环保压力持续性不及预期。

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				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E						2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	2985	5429	6039	6962	7773	营业收入					9516	10101	13274	15015	16862
货币资金	942	1826	1413	1733	1904	营业成本					8539	8949	10526	11860	13281
应收账款	358	321	414	468	526	营业税金及附加					30	62	108	122	137
其他应收款	62	65	85	96	108	营业费用					322	367	483	546	613
预付款项	36	93	109	123	138	管理费用					455	533	700	792	890
存货	782	638	751	846	948	财务费用					2	-23	17	18	16
其他流动资产	806	2486	3267	3696	4150	资产减值损失					42	77	8	10	11
非流动资产合计	6208	6431	6654	6873	7102	公允价值变动收益					0	-1	0	0	0
长期股权投资	408	489	489	489	489	投资净收益					39	40	40	30	20
固定资产	4678	4674	4956	5107	5237	营业利润					166	175	1472	1699	1935
无形资产	532	499	543	586	628	营业外收入					73	95	0	0	0
其他非流动资产	590	769	666	691	748	营业外支出					16	32	0	0	0
资产总计	9193	11861	12693	13835	14875	利润总额					223	238	1472	1699	1935
流动负债合计	1730	1236	1411	1558	1716	所得税					59	83	286	334	383
短期借款	472	5	5	5	5	净利润					164	154	1186	1365	1552
应付账款	529	547	644	725	812	少数股东损益					3	3	22	25	29
预收款项	109	197	232	261	292	归属母公司净利润					162	151	1164	1340	1523
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA					720	740	2126	2377	2629
非流动负债合计	178	186	186	186	186	BPS (元)					0.09	0.07	0.55	0.63	0.72
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E					
负债合计	1909	1422	1597	1744	1902	成长能力									
少数股东权益	28	23	45	71	100	营业收入增长					-2.5%	6.1%	31.4%	13.1%	12.3%
实收资本 (或股	1811	2112	2112	2112	2112	营业利润增长					-18%	5%	742%	15%	14%
资本公积	2469	5345	5345	5345	5345	归属于母公司净利润					-0.5%	-6.5%	669.4%	15.1%	13.7%
未分配利润	2954	2924	3560	4529	5382	盈利能力									
归属母公司股东	7234	10381	11017	11986	12839	毛利率 (%)					10.27%	11.41%	20.71%	21.02%	21.24%
负债和所有者权	9171	11826	12659	13801	14841	净利率 (%)					1.70%	1.50%	8.77%	8.92%	9.03%
现金流量表						单位:百万元									
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E										
经营活动现金流	792	922	907	1558	1744	总资产净利润 (%)					1.76%	1.28%	9.17%	9.68%	10.24%
净利润	162	151	1164	1340	1523	ROE (%)					2.24%	1.46%	10.56%	11.18%	11.86%
折旧摊销	554	590	636	661	679	资产负债率 (%)					21%	12%	13%	13%	13%
财务费用	0	-16	17	18	16	流动比率					1.72	4.39	4.28	4.47	4.53
应付帐款的变化	18	96	82	87	81	速动比率					1.27	3.88	3.75	3.92	3.98
预收帐款的变化	88	35	29	31	29	总资产周转率					1.04	0.85	1.05	1.09	1.13
投资活动现金流	-554	-2455	-815	-880	-907	应收账款周转率					30	30	36	34	34
公允价值变动收	0	-1	0	0	0	应付账款周转率					16.01	16.63	17.68	17.33	17.28
长期股权投资减	33	23	0	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	39	40	40	30	20	每股收益(最新摊薄)					0.09	0.07	0.55	0.63	0.72
筹资活动现金流	-157	2409	-505	-358	-666	每股净现金流(最新)					0.44	0.44	0.43	0.74	0.83
应付债券增加	-1	-1	0	0	0	每股净资产(最新摊					3.99	4.92	5.22	5.68	6.08
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	0	301	0	0	0	P/E					110.37	137.68	17.89	15.54	13.67
资本公积增加	5	2876	0	0	0	P/B					2.47	2.01	1.89	1.74	1.62
现金净增加额	81	875	-413	320	171	EV/EBITDA					24.44	23.78	8.28	7.41	6.69

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。

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。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士,CFA持证人。2013年起就职于中金公司研究部,从事基础化工行业研究,2016年8月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

张明烨

清华大学化学工程学士,工业催化与反应工程硕士,2年化工实业经验,2015年10月起从事基础化工行业分析,2017年6月加入东兴证券研究所化工团队。

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,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下,本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议,市场有风险,投资者在决定投资前,务必要审慎。投资者应自主作出投资决策,自行承担投资风险。

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：

看好评好：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。