



宏昌电子(603002)

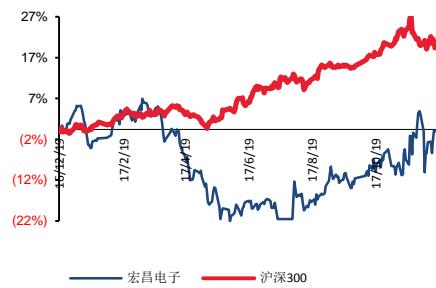
目标价: 8.50

昨收盘: 6.2

材料 材料 II

环氧树脂供需格局持续改善，公司业绩弹性极大

■ 走势比较



目录

一、 环氧树脂行业概况	4
(一) 下游应用领域	4
(1) 电子电器：迎来快速发展期	4
(2) 涂料：重点在于防腐	6
(3) 复合材料	7
(二) 上游原材料和主要工艺	7
二、 环氧树脂供需格局重塑，产品价格大涨，价差扩大	7
(一) 行业供需格局重塑	7
(二) 上游原材料价格上涨，提供有力支撑	11
(三) 环氧树脂价格持续走高，价差不断拉大，后市持续看好	14
三、 募投项目开车在即，业绩有望快速放量	15
四、 风险提示	16

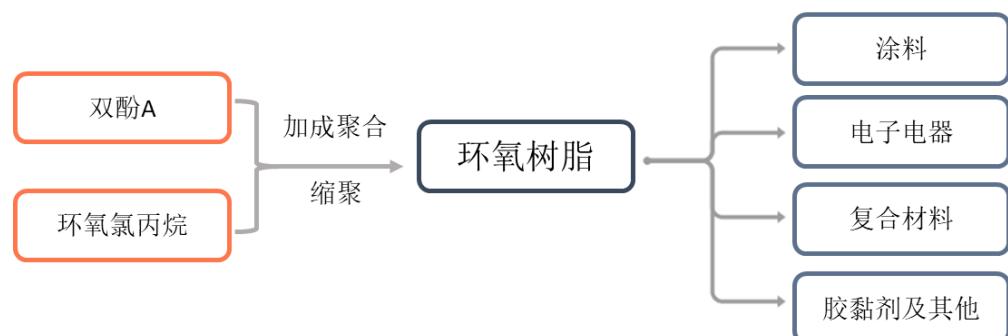
图表目录

图表 1: 环氧树脂产业链	4
图表 2: 环氧树脂分类	4
图表 3: 环氧树脂下游消费结构	4
图表 4: 环氧树脂在下游电子电器行业的应用	5
图表 5: 国内主流 PCB 厂商未来 2-3 年扩产计划	6
图表 6: 环氧树脂在下游涂料行业的应用	7
图表 7: 环氧树脂在下游复合材料行业的应用	7
图表 8: 环氧树脂产能产量情况	8
图表 9: 环氧树脂产量&表观消费量稳中有升	8
图表 10: 环氧树脂进口依存度在 10%以上	8
图表 11: 环氧树脂主要生产厂家	8
图表 12: 环氧树脂产能分布地图	9
图表 13: 环氧树脂区域产能分布占比	9
图表 14: 环氧树脂厂家开工情况	9
图表 15: 环氧树脂其他厂家开工情况	10
图表 16: 环氧树脂新增产能	10
图表 17: 环氧氯丙烷新增产能	10
图表 18: 环氧氯丙烷产业链	11
图表 19: 环氧氯丙烷产能产量	11
图表 20: 环氧氯丙烷行业格局	11
图表 21: 环氧氯丙烷厂家开工情况	12
图表 22: 双酚 A 产业链	12
图表 23: 双酚 A 产能产量	13
图表 24: 双酚 A 产量表观消费量稳步增长	13
图表 25: 双酚 A 进口依存度不断降低	13
图表 26: 双酚 A 竞争格局	13
图表 27: 双酚 A 厂家开工情况	13
图表 28: 环氧树脂、环氧氯丙烷、双酚 A 价格价差	14
图表 29: 2016 年公司营收占比	15
图表 30: 公司环氧树脂销量	15
图表 31: 环氧树脂每涨价 1000 元/吨对应业绩弹性	15
图表 32: 公司分产品盈利预测表	16

一、环氧树脂行业概况

环氧树脂是泛指分子中含有两个或两个以上环氧基团的有机化合物，世界上使用最广泛的环氧树脂品种是双酚A型环氧树脂，约占总消费量的80%以上。环氧树脂具有力学性能高、内聚力强、分子结构致密，粘接性能优异，固化收缩率小（产品尺寸稳定、内应力小、不易开裂），绝缘性好，防腐性好，稳定性好，耐热性好（可达200°C或更高）的特点，因此被广泛应用于涂料、电子电器、复合材料、胶黏剂等各个领域。

图表1：环氧树脂产业链

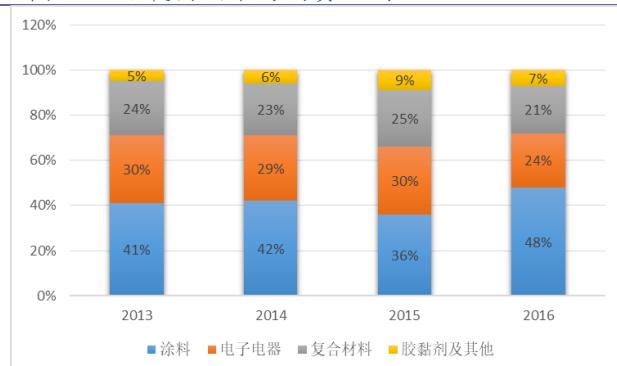


资料来源：太平洋研究院整理

图表2：环氧树脂分类

按形态分类	按最终用途分类	按成分分类
阻燃型环氧树脂	电子电器用环氧树脂	低溴型
液态型环氧树脂	基础应用环氧树脂	双酚A型
溶剂型环氧树脂	复合材料用环氧树脂	双酚A型
固态型环氧树脂	专用涂料环氧树脂	双酚A型
其他型环氧树脂	其他应用环氧树脂	其他环氧树脂

图表3：环氧树脂下游消费结构



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

（一）下游应用领域

（1）电子电器：迎来快速发展期

电子电器是环氧树脂最重要的应用领域之一。由于优异的绝缘性能，环氧树脂被用作覆铜板（CCL）的基材，而覆铜板作为印制电路板的基础材料几乎应用于每一种电子产品当中，为环氧树脂在电子工业耗用量最大的应用领域；其次是用于各种电子零件的封装，包括传统显像管显示器

使用的高压包、电容器及 LED 的封装材料；半导体和集成电路的封装中也大量使用环氧塑封材料。

图表 4：环氧树脂在下游电子电器行业的应用



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

近年来，汽车电子和虚拟现实对于印刷电路板的需求拉动效应明显。汽车电子行业高速增长，且汽车电子主要需求大电流器件，对于 MPCB(多层印刷电路板)拉动巨大。2015 年，全球汽车电子市场规模达到 2019 亿美元，同比增长 13.03%，预计未来增长率将持续变大。随着汽车电子行业的高速增长，将为上游金属基板厂商带来巨大机遇。此外，新能源汽车 BMS 拉动 MPBC 需求。作为新能源汽车电池供电系统的核心，电池管理系统 BMS 必须以 MPCB 作为依托。2015 年全球 BMS 市场规模达到 165 亿元，预计 2020 年将达到 820 亿元，年均复合增长率达到 37.8%。随着新能源汽车电池管理系统的爆发式增长，MPCB 市场也将迎来机遇。虚拟现实对于 PCB 行业同样有较强的拉动效应。

太平洋证券电子组统计了国内主流 PCB 厂商的扩产计划，未来 2-3 年其产能扩产规模在 60% 以上。在汽车电子和虚拟现实的带动下，行业正处于大扩产趋势中，保守估计全球 PCB 扩产规模在 40% 左右。根据我们测算，目前全球 PCB 用环氧树脂在 80 万吨，国内需求在 35 万吨。未来 2-3 年，国内电子级环氧树脂的需求有望快速成长到 50 万吨。

图表 5：国内主流 PCB 厂商未来 2-3 年扩产计划

公司	现有产能 (万平方米)	未来扩产产能 (万平方米)	公司	现有产能 (万平方米)	未来扩产产能 (万平方米)
深南电路	162	94	博敏电子	174	68
东山精密 (MFLX)	175		奥士康	340	200
沪电股份	160	375	比亚迪电子	11	60
景旺电子	500	700	弘信电子	72	100
兴森快捷	72		上达电子	120	180
依顿电子	324	145	安捷利	120	120
方正科技	97		明阳电路	64	60
崇达技术	131	48	中京电子	160	
五株科技	576		广东骏亚	225	240
超声电子	100	30	珠海元盛	41	25
胜宏科技	291	60	丹邦科技	8	
世运电路	247	200	兴达鸿业	180	
生益电子	50	100			
合计	4400	2805			

资料来源：太平洋研究院电子组整理

(2) 涂料：重点在于防腐

涂料是环氧树脂的另一个重要应用领域。由于环氧树脂具有优良的防腐蚀性和耐化学性，主要用作涂料的成膜物质，包括船舶和海洋工程用的重防腐涂料、汽车电泳漆涂料、家电、IT 产品等金属表面的粉末涂料、罐头涂料以及紫外线光固化涂料和水性环氧树脂涂料。

船舶、海上石油平台、输油管道及海上建筑的设施由于长期处于海水侵蚀的环境中，金属腐蚀率较高，环氧树脂由于其优异的防腐蚀性能在这些重防腐领域得到了广泛的应用，且难以被取代。由于汽车整车底漆防锈必须达到十年保证，对环氧树脂涂料需求较大。环氧树脂可制成不含溶剂污染且可回收使用的固体型态的粉末涂料，应用在金属表面需要装饰性及基本防锈功能的产品，包括家用电气、办公家具、金属建材、灯饰等。环氧树脂涂料由于其耐腐蚀性和粘结性，可用于抗酸、硫等物质的食品罐头以及啤酒和饮料罐头内壁的防护涂料。

图表 6：环氧树脂在下游涂料行业的应用



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

图表 7：环氧树脂在下游复合材料行业的应用



资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

(3) 复合材料

环氧树脂具有优异的强度重量比、耐高温和耐腐蚀等性能，是制造复合材料的理想原料，在民用以及航空、航天和军工等领域有着广泛的应用。环氧复合材料在工业领域主要被用作风力发电机叶片、飞机、卫星和航天器等的结构件和固体火箭发动机壳体等。在民用领域，环氧复合材料主要被用作羽毛球拍和网球拍、高尔夫球球杆、钓鱼杆、滑雪板、碳纤维自行车、赛艇等高级体育及日常用品的基材等。其中，风电行业在近两年发展迅速，未来 2 年预计累积装机量增幅在 60%以上，拉动对应的环氧树脂的需求。此外，消费升级带来的高级体育用品的普及同样会拉动环氧树脂的需求。

(二) 上游原材料和主要工艺

环氧树脂的上游主要是环氧氯丙烷和双酚 A。按照合成路线来分，主要分为加成聚合法和缩聚法，目前国内的主流是加成聚合法。其中 1 吨环氧树脂，采用加成聚合法的单耗为 0.57 吨环氧氯丙烷和 0.68 吨双酚 A，采用缩聚法的单耗为 0.39 吨环氧氯丙烷和 0.78 吨双酚。目前国内的主流工艺为加成聚合法。

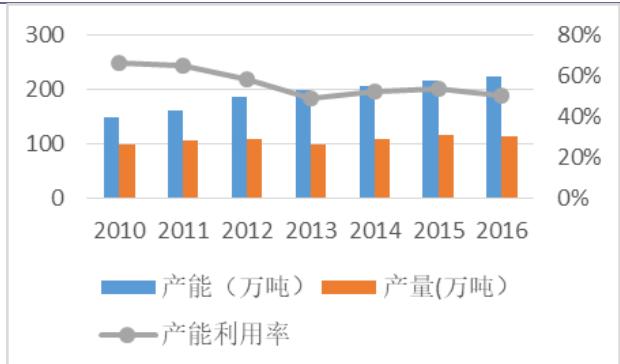
二、环氧树脂供需格局重塑，产品价格大涨，价差扩大

(一) 行业供需格局重塑

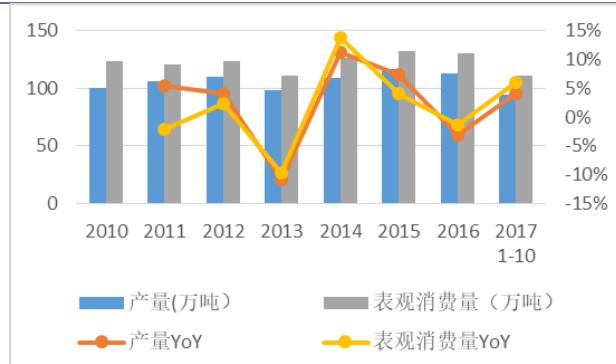
2016 年，国内环氧树脂产能为 225 万吨，产量为 113 万吨，产能利用率在 50%左右，国内环氧树脂的产能多数以低端产品为主，技术含量较高的复合材料用环氧树脂仍然主要依赖进口。2016 年，国内环氧树脂进口量为 24 万吨，出口量为 7 万吨，净进口量为 17 万吨，表观消费量为 130 万吨，进口依存度在 10%以上。

环氧树脂供需格局持续改善，公司业绩弹性极大

图表 8：环氧树脂产能产量情况



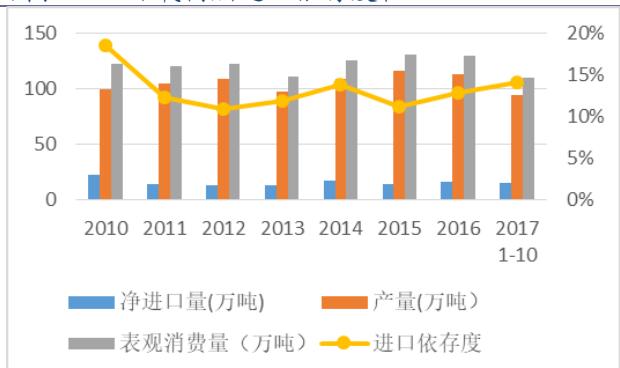
图表 9：环氧树脂产量&表观消费量稳中有升



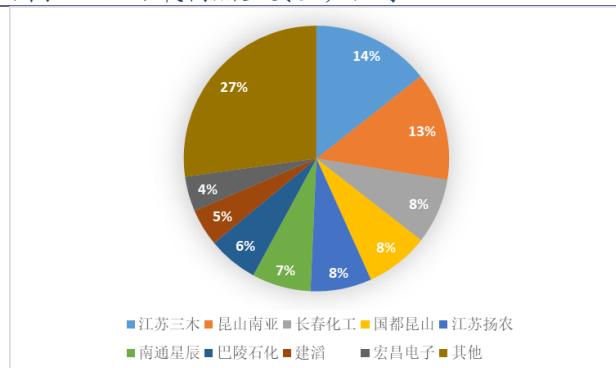
资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

经历了 2010–2012 年的快速投放以后，我国环氧树脂的产能从不到 100 万吨迅速扩张到 200 万吨左右，近几年产能投放趋缓。需求方面，环氧树脂的表观消费量稳步上移，目前在 130 万吨左右。

图表 10：环氧树脂进口依存度在 10%以上



图表 11：环氧树脂主要生产厂家



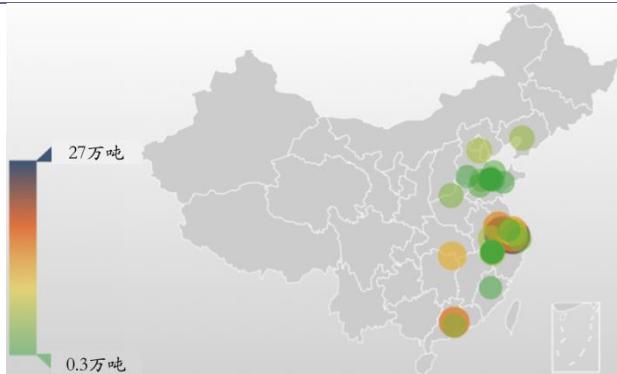
资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

我国的环氧树脂的主要生产企业有江苏三木（27 万吨）、昆山南亚（24.8 万吨）、长春化工（15 万吨）、国都昆山（14.8 万吨）、江苏扬农（14 万吨）、南通星辰（13.5 万吨）、巴陵石化（11.5 万吨）、建滔（8.5 万吨）、宏昌电子（7.3 万吨）等。

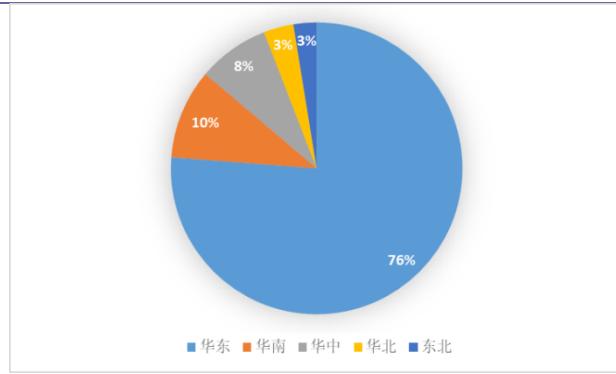
资料来源：CNKI，太平洋研究院整理

环氧树脂供需格局持续改善，公司业绩弹性极大

图表 12：环氧树脂产能分布地图



图表 13：环氧树脂区域产能分布占比



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

区域分布来看，华东区域集中了全国 75%以上的产能，且相关厂家产能较大，集中了国内大多数主流厂商。华南区域占比在 10%左右，主要厂家包括宏昌电子，番禹建滔等。华北和东北相对占比不高，且相关厂家产能相对较小。

图表 14：环氧树脂厂家开工情况

区域	厂家	产能/ 万吨	形态	7月		8月		9月		10月		11月	
华北	潍坊众鑫	1	固体	五成	0.5	停车	0	五成	0.5	五成	0.5	五成	0.5
	胜利方圆	1.5	固体	五成	0.5	停车	0	五成	0.5	五成	0.5	低位	0.2
	潍坊益佳	0.5	固体	稳定	1	停车	0	低位	0.2	稳定	1	停车	0
	山东天迈	2	固体	稳定	1	低位	0.2	稳定	1	稳定	1	稳定	1
	肥城德源	2	液体	高位	0.8	高位	0.8	高位	0.8	高位	0.8	高位	0.8
	济南天茂	1.5	液体	六七成	0.65	六七成	0.65	七八成	0.75	七八成	0.75	七八成	0.75
	河北喜信	0.5	固体	五成	0.5	五成	0.5	停车	0	五成	0.5	五成	0.5
	廊坊诺尔信	6	液体+固体	高位	0.8	停车	0	停车	0	停车	0	停车	0
湖南	巴陵石化	11.5	液体+固体	七八成	0.75	七八成	0.75	七八成	0.75	七八成	0.75	七八成	0.75
黄山	黄山恒远	4.5	固体	高位	0.8	高位	0.8	高位	0.8	高位	0.8	高位	0.8
	黄山锦峰	1.5	固体	稳定	1	稳定	1	稳定	1	六七成	0.65	七成	0.7
	黄山善孚	5.8	固体	低位	0.2	稳定	1	稳定	1	稳定	1	稳定	1
	黄山恒泰	2	固体	六成	0.6	六成	0.6	八成	0.8	八成	0.8	八成	0.8
	黄山源润	2	固体	六成	0.6	七八成	0.75	五成	0.5	六成	0.6	停车	0
	黄山五环	0.6	固体	五六成	0.55	五六成	0.55	停车	0	五成	0.5	五成	0.5
华东	南通星辰	13.5	液体	七八成	0.75	七八成	0.75	七八成	0.75	七八成	0.75	七八成	0.75
	长春化工 (常熟)	10	液体	九成	0.9	五成	0.5	五成	0.5	九成	0.9	六成	0.6
	扬农锦湖	14	液体	四成	0.4	四成	0.4	四成	0.4	四成	0.4	停车	0
	江苏三木	27	液体	八成	0.8	高位	0.8	高位	0.8	八成	0.8	八成	0.8
	上海元邦	3.6	液体	五成	0.5	六七成	0.65	六七成	0.65	六七成	0.65	六七成	0.65
	国都昆山	14.5	液体	七八成	0.75	七八成	0.75	八成	0.8	八成	0.8	八成	0.8
	张家港衡业	1	液体	稳定	1	稳定	1	稳定	1	稳定	1	稳定	1
华东	昆山南亚	24.8	液体	七成	0.7	八成	0.8	八九成	0.85	八九成	0.85	八九成	0.85
东北	长春化工 (盘锦)	5	液体	停车	0	恢复稳定 开车	0.8	九成	0.9	九成	0.9	九成	0.9
华南	广东宏昌	7.3	液体	稳定	1	稳定	1	稳定	1	稳定	1	稳定	1
	合计	163.6			113.7		113.5		118.3		123.0		112.3

资料来源：太平洋研究院整理

环氧树脂供需格局持续改善，公司业绩弹性极大

近几年来，由于环氧树脂价格相对低迷，小厂陆续退出，尤其是在严格的环保政策持续高压下，国内相关企业开工率较低，其中华北、黄山以及华东区域的相关厂家的开工受到影响较大。根据我们追踪的开工情况，有统计的 164 万吨产能的实际有效产能在 110 万吨左右。此外，33.3 万吨的其他厂家产能中，有 20 万吨的产能已经停车。环氧树脂的有效产能在 120 万吨左右，接近过去几年的行业 110 万吨以上的产量，行业已经处于供需格局较为紧张的状态。

图表 15：环氧树脂其他厂家开工情况

省份	厂家	产能/万吨	情况
安徽	安徽美佳	6	2017.4 最后一次报价
	徽州天马	1.6	
	友谊化工	1.4	
河南	开元化工	4	2016.8 停车
江苏	太仓建滔	4.5	稳定
广东	番禺建滔	4	稳定
福建	南平双龙	0.8	2016.2 停车
山东	山东永流	0.7	
	临淄双力	0.3	
	淄博隆源	0.3	
	山东德源	1	停车
	淄博育林	0.7	停车
	大连齐化	8	停车
	合计	33.3	

资料来源：太平洋研究院整理

行业新增产能方面，宏昌电子 2018 年一季度有 11.7 万吨的产能投放。安徽美佳和廊坊诺尔信的投放主要在 18 年底和 19 年底，短期对行业供给影响不大。

图表 16：环氧树脂新增产能

省份	厂家	产能/万吨	投产时间
广东	宏昌电子	11.7	2018.1
安徽	安徽美佳	5	2018.12
河北	廊坊诺尔信	8	2019.12

图表 17：环氧氯丙烷新增产能

省份	厂家	产能/万吨	投产时间
上海	苏威	10	2017.12
浙江	浙江豪邦	6	2017.12
河北	河北珈奥	3	2017.12
山东	山东民基	0.3	2017.12

资料来源：太平洋研究院整理

资料来源：太平洋研究院整理

(二) 上游原材料价格上涨，提供有力支撑

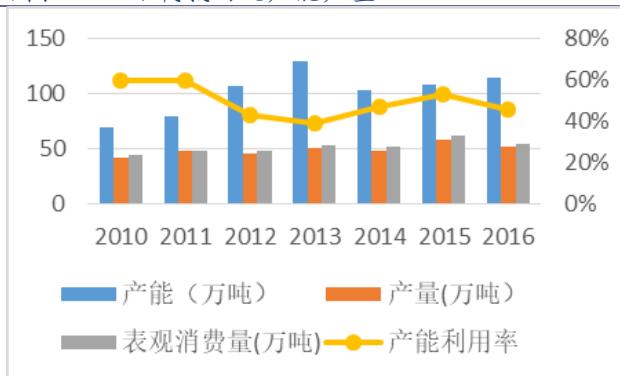
图表 18：环氧氯丙烷产业链



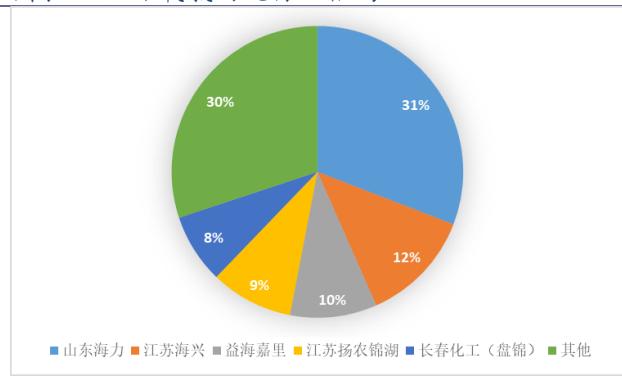
资料来源：太平洋研究院整理

环氧氯丙烷是合成环氧树脂的重要原材料，主要有三种合成工艺，分别是高温丙烯氯化法、甘油法和醋酸丙烯酸酯法。其中高温丙烯氯化法的主要原料为丙烯和氯气，目前产能占比 53%，该工艺技术成熟，技术转让费用低，中间体氯丙烯有一定的市场需求，副产物也是部分农药的重要中间体，但此工艺收率低能耗高，对设备腐蚀严重，三废排放量高带来的环保压力较大，目前国内已不再批准新建。甘油法主要原料为甘油和氯化氢，近几年发展迅速，目前产能占比 40%，该工艺流程短，生产成本低，副产物及废物排放量较少，生产过程无高温高压相对安全，代表着行业发展的方向，但目前此工艺技术相对较新，技术工艺仍需改进。醋酸丙烯酯法占比较少。

图表 19：环氧氯丙烷产能产量



图表 20：环氧氯丙烷行业格局



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

环氧氯丙烷的下游接近 90%为环氧树脂，消费量主要跟随环氧树脂的需求变动。国内环氧氯丙烷的产能在经历了 2011-2013 年的快速增长以后达到了接近 130 万吨，随后由于环保等因素对于高温丙烯氯化法的产能进行了部分关停，行业产能有所回落，近几年新投产的产能均为甘油法。

资料来源：太平洋研究院整理

环氧树脂供需格局持续改善，公司业绩弹性极大

图表 21：环氧氯丙烷厂家开工情况

区域	厂家	产能/万吨	工艺	8月		9月		10月		11月	
山东	山东海力	32	丙烯氯化法	稳定	1	稳定	1	五成	0.5	稳定	1
	中盐华祥	3.5	丙烯氯化法	停车	0	停车	0	停车	0	停车	0
	东营联成	3.5	丙烯氯化法	五成	0.5	五成	0.5	五成	0.5	五成	0.5
	东营赫邦	4	甘油法	停车	0	稳定	1	高位	0.8	高位	0.8
华东	江苏扬农锦湖	9.5	甘油法	五成	0.5	四成	0.4	五成	0.5	高位	0.8
	江苏海兴	13	丙烯氯化法	稳定	1	稳定	1	稳定	1	稳定	1
	益海嘉里	10	甘油法	停车	0	停车	0	停车	0	停车	0
	江苏安邦	2.5	丙烯氯化法	停车	0	停车	0	停车	0	停车	0
	宁波环洋	6	甘油法	五成	0.5	稳定	1	稳定	1	稳定	1
湖南	巴陵石化	3.2	丙烯氯化法	稳定	1	高位	0.8	高位	0.8	高位	0.8
河北	河北迦奥	3	甘油法	低位	0.2	低位	0.2	稳定	1	稳定	1
	河北卓泰	3	甘油法	低位	0.2	低位	0.2	低位	0.2	低位	0.2
福建	福建豪邦	2.5	甘油法	稳定	1	稳定	1	稳定	1	稳定	1
东北	长春化工（盘锦）	8	醋酸丙烯酯法	停车	0	停车	0	停车	0	停车	0
	合计	103.7			61.4		66.8		53.4		72.2

开工率 低于两成



开工率 两成-八成



开工率 高于八成

资料来源：太平洋研究院整理

今年以来，环保的持续高压对于丙烯氯化法的开工造成了较大的影响，甘油法则受困于成本大幅提升，行业开工率不高。从可以追踪的 103.7 万吨产能的开工情况，近四个月的有效产能在 60 万吨左右，行业供需已经处于较紧的状态。目前，行业在建产能主要为甘油法，合计为 19.3 万吨，预计 2017 年底投产。

图表 22：双酚 A 产业链



资料来源：太平洋研究院整理

双酚 A 是合成环氧树脂的另一个重要原材料，主要原料为苯酚和丙酮，通过离子交换树脂法制备。双酚 A 的下游主要为环氧树脂和聚碳酸酯。中国双酚 A 缺乏专利技术，很大程度上限制其发展，中国双酚 A 行业蓬勃发展始于 2005 年之后，主要是外商投资、中外合资方式进行。国内双酚 A 行业长期依赖进口。2008 年之前进口依存度在 80% 之上，之后伴随中国产能增加不断下降，2016 年已降低至 30% 左右。下游方面，2016-2020 年中国新建和规划项目众多，合计产能在 100 万吨以上，对于双酚 A 的拉动效应明显。

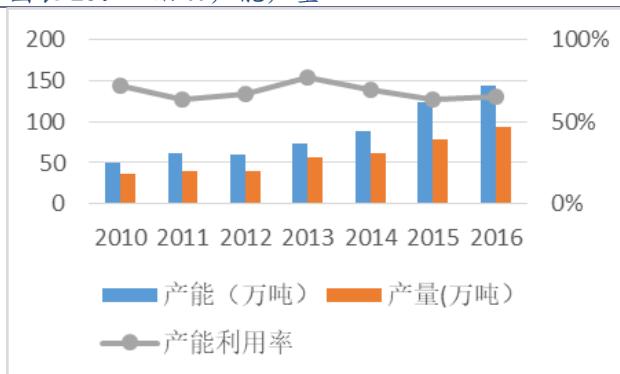
2017 年 11 月 9 号，商务部发布公告，宣布对泰国进口双酚 A 反倾销调查初裁决定。公告内容显示：调查机关初步认定，原产于泰国的双酚 A 存在倾销，国内双酚 A 产业受到实质损害，而

环氧树脂供需格局持续改善，公司业绩弹性极大

且倾销与实质损害之间存在因果关系。从11月9日起，将对泰国进口双酚A征收相应的的保证金。

2016年我国双酚A表观消费量在134万吨，其中从泰国进口14万吨，占比10%以上。此次反倾销，对于双酚A价格有较强的支撑作用。

图表 23：双酚A产能产量



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

图表 24：双酚 A 产量表观消费量稳步增长



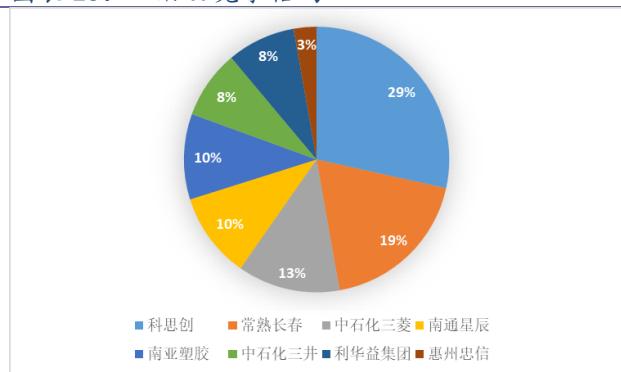
资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

图表 25：双酚 A 进口依存度不断降低



资料来源：卓创资讯，太平洋研究院整理

图表 26：双酚 A 竞争格局



资料来源：太平洋研究院整理

图表 27：双酚 A 厂家开工情况

省份	厂家	产能/万吨	8月		9月		10月		11月	
			产能	开工率	产能	开工率	产能	开工率	产能	开工率
上海	科思创	41	稳定	1	稳定	1	稳定	1	稳定	1
	中石化三井	12	稳定	1	稳定	1	稳定	1	稳定	1
江苏	南通星辰	15	七成	0.7	三成	0.3	七成	0.7	七成	0.7
	常熟长春	27	七八成	0.75	五成	0.5	九成	0.9	九成	0.9
浙江	南亚塑胶	15	稳定	1	稳定	1	稳定	1	稳定	1
广东	惠州忠信	4	稳定	1	稳定	1	五成	0.5	稳定	1
河北	中石化三菱	18	一成	0.1	八成	0.8	八成	0.8	八成	0.8
山东	利华益集团	12	七成	0.7	七八成	0.75	七八成	0.75	八成	0.8
	合计	144		104.6		104.4		119.2		121.2

开工率 低于两成



开工率 两成-八成



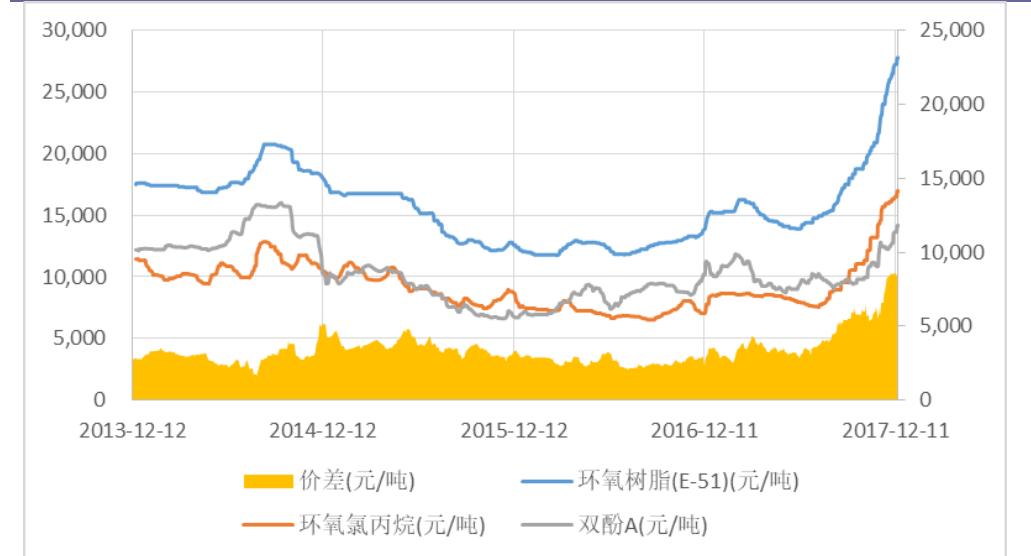
开工率 高于八成



资料来源：太平洋研究院整理

(三) 环氧树脂价格持续走高，价差不断拉大，后市持续看好

图表 28：环氧树脂、环氧氯丙烷、双酚 A 价格价差



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

环氧树脂行业在经历了几年的低迷之后，小厂陆续退出，今年环保高压下行业开工率不高，有效开工产能在 120 万吨左右，相比于国内 2016 年 110 万吨产量，行业已经处于供需偏紧的状态，此外，下游需求稳中有升，PCB 行业对应的电子级环氧树脂在下游扩产的拉动下预计增速较快。环氧树脂的价格从 7 月份 14000 元/吨迅速上涨到 28000 元/吨。成本端，环氧氯丙烷受制于环保限产和甘油法成本推动，产品价格从 8000 元/吨迅速上涨到 16000 元/吨。双酚 A 在今年 11 月份商务部宣布对泰国反倾销之后迎来了快速上涨，目前价格在 14000 元/吨左右。我们跟踪的环氧树脂价差从 7 月份的 4000 元/吨左右迅速上涨并维持在 8000 元/吨以上。

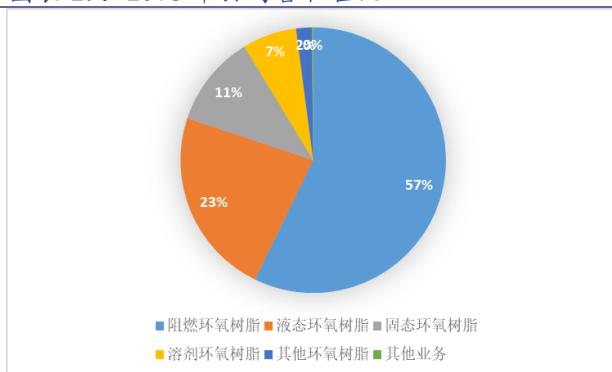
近日，昆山市为确保国省考断面达到国家考核要求，对吴淞江赵屯的 270 相关企业自 2017 年 12 月 25 号至 2018 年 1 月 10 日实施全面停产，到期视水质情况决定是否延期。其中涉及到的环氧树脂的厂家主要有南亚昆山（24.8 万吨）和昆山国都（14.5 万吨），南亚昆山和昆山国都均为国内环氧树脂龙头企业，环氧树脂种类齐全，且为电子用环氧树脂的主要供应商。两大龙头企业开工率在 8 成左右，对应产量 32 万吨，占比国内 110 万吨产量的 30% 左右，一旦停产，对于行业供给冲击将非常大。

目前虽然该项政策暂缓实施，但我们认为此次昆山环保整顿仅仅是一个开始，后续其他区域有望跟进，环保高压在未来只会更紧，行业环保不达标产能会陆续退出。新增产能方面，未来两年明确投产的只有宏昌电子，且在环保高压下，新进入者很难顺利通过环评。我们认为行业供需格局有望重塑，企业的盈利中枢有望稳步抬升，盈利能力持续改善。

三、募投项目开车在即，业绩有望快速放量

宏昌电子是我国第一家有能力生产高端电子级环氧树脂的专业生产厂商，主要产品为电子级环氧树脂。公司目前产能已达7.3万吨/年，其中液态环氧树脂产能为5.5万吨/年，大部分转产阻燃型环氧树脂，2016年公司57%的营收来自阻燃型环氧树脂。公司产品主要应用于电子行业的覆铜板、发光二极管、回扫变压器、电容器等电子零件，以及环氧模塑料、航天及军事用途的特殊复合材料、胶粘剂与工艺品等行业。受益于公司良好的产品结构和优异的性能，公司过去5年环氧树脂销量稳定在7万吨左右，公司在行业产能过剩的情况下基本实现满产满销。

图表 29：2016 年公司营收占比



图表 30：公司环氧树脂销量



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2017年9月12号，公司取得“危险化学品建设项目试生产(使用)方案备案告知书”。2017年9月27号，公司试生产首次投料顺利产出。公司募投11.7万吨产能有望于2018年初实现量产，总产能将达到19万吨。募投项目中电子级环氧树脂占比较高，有望受益于国内覆铜板行业的持续发展，实现快速放量，显著增厚业绩。以明年19万吨产能测算，环氧树脂价格每上涨1000元/吨，公司净利增厚1.38亿元，EPS增厚0.22元。

图表 31：环氧树脂每涨价 1000 元/吨对应业绩弹性

公司	股本(亿股)	产能(万吨)	增厚净利(亿元)	EPS 弹性(元)
宏昌电子	6.14	7.3	0.53	0.04
宏昌电子 (18年扩产后)	6.14	19	1.38	0.22

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 32：公司分产品盈利预测表

产品	项目	2016A	2017E	2018E	2019E
阻燃环氧树脂	销售收入 (百万元)	520.7	726.91	1515.57	2173.19
	yoy (%)		40%	108%	43%
	经营成本 (百万元)	463.39	623.69	1220.03	1695.08
液态环氧树脂	销售收入 (百万元)	208.23	288.26	553.30	768.97
	yoy (%)		38%	92%	39%
	经营成本 (百万元)	191.44	252.23	453.71	630.56
固态环氧树脂	销售收入 (百万元)	101.88	137.86	173.21	200.60
	yoy (%)		35%	26%	16%
	经营成本 (百万元)	84.47	114.43	142.03	164.49
溶剂环氧树脂	销售收入 (百万元)	60.26	81.46	132.31	167.17
	yoy (%)		35%	62%	26%
	经营成本 (百万元)	52.52	71.28	108.50	137.08
其他	销售收入 (百万元)	18.82	18.80	31.27	33.43
	yoy (%)		0%	66%	7%
	经营成本 (百万元)	13.07	14.84	10.88	12.52
合计	销售收入 (百万元)	909.89	1253.30	2405.66	3343.36
	yoy (%)		38%	92%	39%
	经营成本 (百万元)	804.89	1076.47	1935.15	2639.74

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、 风险提示

产品价格回落，新产能投放不达预期的风险

环氧树脂供需格局持续改善，公司业绩弹性极大

资产负债表				单位:百万元				利润表				单位:百万元											
	2016A	2017E	2018E		2016A	2017E	2018E		2016A	2017E	2018E		2016A	2017E	2018E	2019E							
流动资产合计	987	1386	2303	3194	营业收入				910	1253	2406		3343										
货币资金	435	672	962	1337	营业成本				805	1076	1935		2640										
应收账款	272	343	659	916	营业税金及附加				3	5	9		12										
其他应收款	1	1	2	2	营业费用				31	41	63		75										
预付款项	15	20	30	43	管理费用				60	66	99		127										
存货	53	68	122	166	财务费用				-15	-7	10		42										
其他流动资产	47	59	100	133	资产减值损失				0.00	-0.20	0.00		0.00										
非流动资产合计	524	500	465	427	公允价值变动收益				0.00	0.00	0.00		0.00										
长期股权投资	0	0	0	0	投资净收益				1.99	0.00	0.00		0.00										
固定资产	70.11	253.98	324.11	340.05	营业利润				28	72	290		447										
无形资产	33	30	26	23	营业外收入				1.77	7.00	8.00		8.00										
其他非流动资产	2	2	2	2	营业外支出				0.05	0.70	0.70		0.70										
资产总计	1511	1886	2768	3620	利润总额				30	79	298		454										
流动负债合计	482	529	1225	1794	所得税				3	9	33		50										
短期借款	0	0	456	826	净利润				27	70	265		405										
应付账款	115	147	265	362	少数股东损益				0	0	0		0										
预收款项	1	3	6	11	归属母公司净利润				27	70	265		405										
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	EBITDA				20	99	346		537										
非流动负债合计	0	0	0	0	EPS (元)				0.04	0.11	0.43		0.66										
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率				2016A	2017E	2018E		2019E										
应付债券	0	0	0	0																			
负债合计	482	529	1225	1794	成长能力																		
少数股东权益	0	0	0	0	营业收入增长				-4.3%	37.7%	91.9%		39.0%										
实收资本(或股本)	614	614	614	614	营业利润增长				-56.1%	155.9%	302.0%		53.9%										
资本公积	95	375	375	375	归属于母公司净利润增长				-57.1%	162.2%	279.0%		52.6%										
未分配利润	275	209	-42	-424	获利能力																		
归属母公司股东权益合计	1028	1356	1542	1825	毛利率(%)				12%	14%	20%		21%										
负债和所有者权益	1511	1886	2767	3620	净利率(%)				3%	6%	11%		12%										
现金流量表				单位:百万元				总资产净利润(%)				2016A				2017E		2018E		2019E			
	2016A	2017E	2018E	2019E				ROE(%)				3%	5%	17%	22%								
经营活动现金流	54	-20	-66	178	偿债能力																		
净利润	27	70	265	405	资产负债率(%)				32%	28%	44%		50%										
折旧摊销	7.03	33.28	45.10	48.32	流动比率				2.05	2.62	1.88		1.78										
财务费用	-15	-7	10	42	速动比率				1.94	2.49	1.78		1.69										
应付帐款的变化	0	33	118	97	营运能力																		
预收帐款的变化	0	2	3	4	总资产周转率				0.64	0.74	1.03		1.05										
投资活动现金流	-46	-10	-10	-10	应收账款周转率				3	4	5		4										
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率				7.98	9.56	11.66		10.67										
长期投资	0	0	0	0	每股指标(元)																		
投资收益	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)				0.04	0.11	0.43		0.66										
筹资活动现金流	12	265	367	207	每股净现金流(最新摊薄)				0.03	0.38	0.47		0.61										
短期借款	0	0	456	826	每股净资产(最新摊薄)				1.67	2.21	2.51		2.97										
长期借款	0	0	0	0	估值比率																		
普通股增加	14	0	0	0	P/E				155.25	54.51	14.38		9.43										
资本公积增加	40	280	0	0	P/B				3.71	2.81	2.47		2.09										
现金净增加额	19	235	291	375	EV/EBITDA				166.01	31.88	9.57		6.14										

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyiing@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍		
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。