

2018年11月27日

证券研究报告·公司研究报告

巨化股份(600160) 化工

买入(维持)

当前价: 6.80元

目标价: 9.80元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

看好公司业绩持续受益于氟化工景气度提升

投资要点

- **公司拥有完整的氟化工产业链, 充分受益行业景气度提升。**公司拥有氢氟酸、液氯、氯仿、三氯乙烯、四氯乙烯、AHF 为配套原料支撑的氟制冷剂、有机氟单体、氟聚合物完整的产业链, 包括第二代制冷剂 R22 产能 10 万吨/年, 规模国内前三; 第三代制冷剂 R134a、R125 和 R32 的产能分别为 7 万吨、4 万吨和 6.2 万吨/年, 均为国内第一, 其中 R134a 规模为全球第一。
- **产业链上游成本支撑制冷剂价格。**近期萤石粉、氢氟酸价格持续上涨, 内蒙及河北的萤石选厂 11 月开始因气温过低无法生产将陆续停产, 进一步使国内供应紧张。长期来看, 萤石被列为我国“战略性资源”, 储采比远低于国际平均水平, 为达到可持续发展, 国家频出政策, 通过出口限制与严格准入标准限制萤石产能扩张。2017 年以来环保措施持续升级, 频繁检查降低企业开工率, 不合格企业被迫关停, 进一步管控萤石产能。中长期萤石粉价格将进入上涨通道, 推动下游氢氟酸、制冷剂氟化工产品价格上涨。
- **生产配额缩减, R22 价格持续上涨。**今年以来, 二代制冷剂 R22 价格持续上涨, 浙江地区均价同比去年均价上涨 32.4%, 价差水平同比上涨 37.8%。目前, 国内制冷剂生产企业 9-12 月的配额已经不足 20%, 同时 11 月开始国内空调企业将开始新的冷年生产周期, 年底前货源紧张的局面将进一步加剧。长期来看, 我国作为《蒙特利尔议定书》第 5 条款缔约方(即发展中国家), 从 2013 年起正式对 R22 实施配额管理, 到 2015 年, 我国 HCFCs 生产要在基线年(2009-2010 年)平均水平基础上削减 10%; 到 2020 年我国 HCFCs 淘汰量要达到 35%, 2025 年淘汰 67.5%, 2030 年将完全淘汰。2018 年的国内 R22 生产配额已经从 2013 年的 43.4 万吨下降至 27.4 万吨, 到 2020 年国内生产配额将下降至 20 万吨。目前我国 HCFC-22 产能约为 60 万吨, 考虑到房间空调 R22 使用配额为 4.7 万吨, 下游 PTFE 产能约为 11 万吨, 还有单体和 TFE 路线 R125 产能 10.6 万吨, 对 R22 整体需求在 42.6 万吨左右。未来新增的 R125 产能和 PTFE 产能将进一步拉动 R22 作为原料的需求, 造成 R22 供应十分紧张。同时 R22 作为其他制冷剂的中间体, 供应紧张也制衡了其它制冷剂的供应, 造成制冷剂整体的供给紧张。
- **氟碱、己内酰胺业务全面开花, 续航业绩增长新动力。**公司氟碱业务氟碱业务配套氟化工, 产业链协同降低成本, 其中 PVDC 为公司专利产品, 国内市占率超 60%。己内酰胺受益景气持续, 需求高涨, 价格抬升增厚利润。同时公司近期收购集团氟化工研发资产, 将有助于公司建立健全自主研发体系, 增加技术储备, 快速增强核心技术自主创新能力, 提升公司核心竞争力。
- **盈利预测与评级。**我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.71 元、0.82 元和 0.96 元, 对应 PE 分别为 9 倍、8 倍和 7 倍, 参照可比公司(多氟多和中欣氟材)2019 年 32 倍平均估值水平, 给予公司 2019 年 12 倍估值, 对应目标价 9.8 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 制冷剂需求减弱的风险; 萤石、氢氟酸价格大幅下降的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	13768.04	15888.42	17856.59	19978.55
增长率	36.30%	15.40%	12.39%	11.88%
归属母公司净利润(百万元)	935.46	1961.99	2255.12	2635.65
增长率	518.57%	109.74%	14.94%	16.87%
每股收益 EPS(元)	0.34	0.71	0.82	0.96
净资产收益率 ROE	8.68%	15.67%	15.68%	15.90%
PE	20	9	8	7
PB	1.73	1.49	1.30	1.13

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杨林

执业证号: S1250518100002

电话: 010-57631191

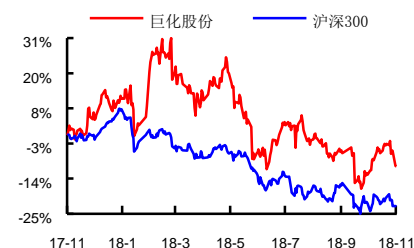
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文

执业证号: S1250517070002

邮箱: hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	27.45
流通 A 股(亿股)	26.58
52 周内股价区间(元)	6.33-13.06
总市值(亿元)	186.67
总资产(亿元)	161.08
每股净资产(元)	4.48

相关研究

1. 巨化股份(600160): 淡季业绩超预期, 持续看好氟化工景气周期 (2018-10-28)

目 录

1 公司是国内氟化工龙头企业，全产业链优势显著	1
1.1 深耕氟化工及制冷剂，拥有配套原料优势	1
1.2 公司业绩持续高增长，制冷剂贡献突出	2
2 氟化工供给收紧，行业持续高景气	4
2.1 国家政策、环保高压双重限制，核心原料供给紧张	4
2.2 制冷剂受制国际公约，发达国家产能退出利好出口	8
2.3 含氟聚合材料性能优异政策支持，未来需求空间较大	12
3 氟碱、己内酰胺业务持续回暖，公司继续加大研发投入	14
3.1 氟碱业务配套氟化工，产业协同助力降本增效	14
3.2 己内酰胺持续景气，价格企稳高位增厚公司业绩	14
3.3 收购研发机构，持续加大研发投入	15
4 盈利预测与估值	16
5 风险提示	18

图 目 录

图 1: 公司布局产业链全景	1
图 2: 公司近年营业收入及增速 (亿元)	3
图 3: 公司近年归母净利润及增速 (亿元)	3
图 4: 公司毛利率及净利率水平	3
图 5: 公司费用结构	3
图 6: 公司 ROE 及资产负债率	3
图 7: 公司 2018H1 营收结构	4
图 8: 公司 2018H1 毛利润结构	4
图 9: 萤石价格	5
图 10: 氢氟酸价格	5
图 11: 中国萤石产量及增速 (万吨)	6
图 12: 中国萤石出口及增速 (万吨)	6
图 13: 中国萤石产能分布	7
图 14: 中国氢氟酸产能分布	7
图 15: R22 价格及价差 (元/吨)	9
图 16: R134a 价格及价差 (元/吨)	9
图 17: R32 价格及价差 (元/吨)	9
图 18: R125 价格及价差 (元/吨)	9
图 19: R401A 价格及价差 (元/吨)	10
图 20: 中国空调产量及增长率	12
图 21: 中国汽车产量及增长率	12
图 22: PTFE 价格及价差走势 (元/吨)	14
图 23: 己内酰胺产能产量	15
图 24: 己内酰胺进出口量	15
图 25: 己内酰胺价格走势	15
图 26: 公司研发投入及增速	16
图 27: 公司研发投入占比	16

表 目 录

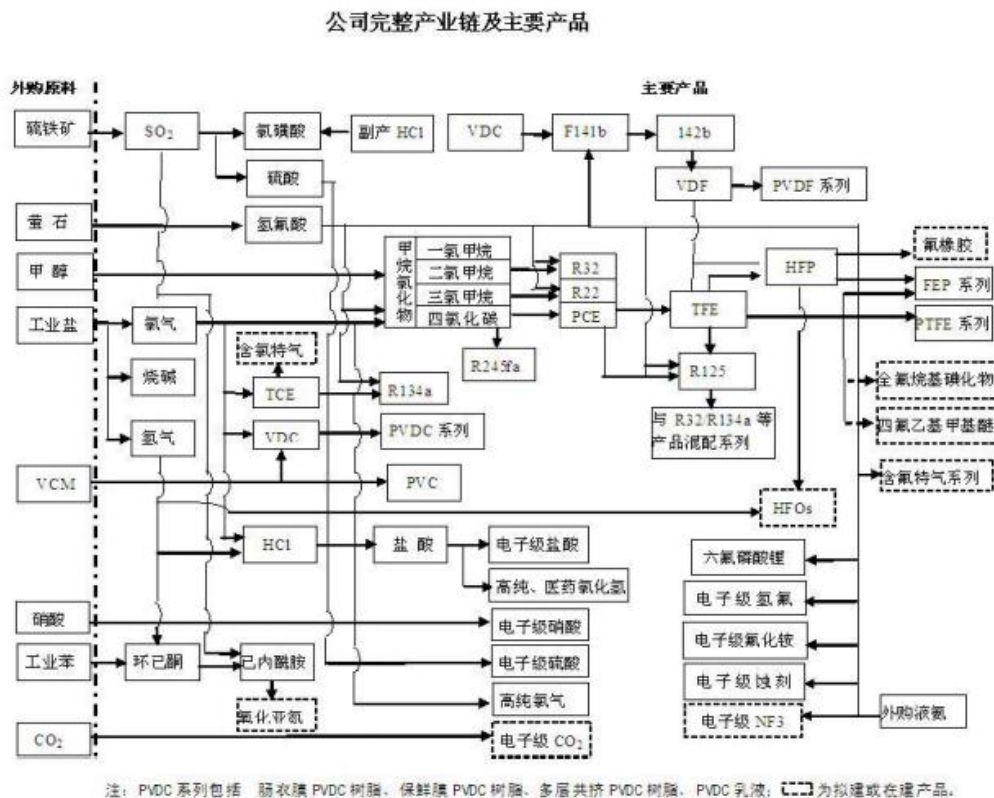
表 1: 公司主要产能分布情况	2
表 2: 世界主要萤石生产国资源现状	5
表 3: 我国对萤石采掘及销售的政策变动	6
表 4: 制冷剂分类、组成及特性	8
表 5: 全球 HCFCs 和 HFCs 削减计划	10
表 6: 我国 R22 产能/万吨	11
表 7: 海外关停氟化工产能	11
表 8: 我国 PTFE 产能	13
表 9: 分业务收入及毛利率	16
附表: 财务预测与估值	19

1 公司是国内氟化工龙头企业，全产业链优势显著

1.1 深耕氟化工及制冷剂，拥有配套原料优势

公司成立于 1998 年 6 月 17 日，于 1998 年 6 月 26 日在上海证券交易所上市交易；是国内最大的氟化工、氯碱化工综合配套的氟化工制造业基地。公司经过二十年的发展，产业逐步拓展，现已形成了完整的氟化工产业链，包括基础配套原料、氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、精细化学品、电子化学材料等。

图 1：公司布局产业链全景



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司产业链配置完善，主要产品及产能包括：

(1) 制冷剂：公司拥有第二代制冷剂 R22 产能 10 万吨/年，国内第三；第三代制冷剂 R134a、R125 和 R32 的产能分别为 7 万吨、4 万吨和 6.2 万吨/年，其中 R134a 规模为全球第一。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。

(2) 含氟含氯新型材料：公司拥有 3.5 万吨/年的 PVDC 食品包装膜，1.5 万吨/年的改性 PTFE 树脂和 5000 吨/年的 FEP。随着 23.5kt/a 含氟新材料(二期)、10kt/aPVDF(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。

(3) 电子化学品：子公司凯圣公司拥有电子级氢氟酸 6000 吨/年、电子级氟化铵 5000 吨/年、电子级盐酸 3000 吨/年、电子级硫酸 10000 吨/年、电子级硝酸 6000 吨/年、缓冲氧化蚀刻剂 5000 吨/年。特种电子气方面，拥有产能高纯氯化氢 1000 吨/年、高纯氯气 500 吨/年和医药级氯化氢 1000 吨/年，现处于认证阶段，未来有望放量增厚利润。

表 1：公司主要产能分布情况

业务板块	细分产品	设计产能/万吨	板块合计/万吨	在建产能情况
氟化工原料	甲烷氯化物	52	81.4	
	四氯乙烯	6		
制冷剂	R22	12	28.2	
	R134a	6		
	R125	4		3.5 万吨技改项目
	R32	4		
	R245fa			在建 1 万吨产能
含氟聚合物	PTFE（聚四氟乙烯）	1.3	6.07	2.35 万吨含氟新材料项目
	PVDF	1.0		
	HFP（六氟丙烯）	1.0		
	FEP	0.33		
电子化学品	湿电子化学品	3.5	3.75	
	特种电子气	0.25		

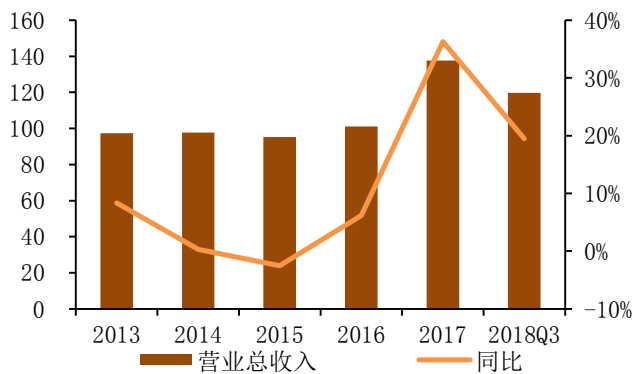
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 公司业绩持续高增长，制冷剂贡献突出

公司 2018 年前三季度实现营业收入 119.8 亿元，同比增长 19.5%；实现归母净利润 16.5 亿元，同比增长 104.7%。公司第三季度实现收入 38.9 亿元，同比增长 10.3%，环比下降 4.7%，实现归母净利润 5.9 亿元，同比增长 111.4%，环比下降 5.5%。三季度销售毛利率为 23.7%，同比增长 5.2 个百分点，环比下降 1.5 个百分点。三季度浙江地区制冷剂 R22 均价同比上涨 50.8%，价差水平同比上涨 51.9%，R134a 均价同比上涨 27.9%，价差水平同比上涨 40.1%，R32 均价同比上涨 33.2%，价差水平同比上涨 46.3%，传统淡季下，制冷剂价格同比大幅上涨，是公司三季度业绩超预期的主要原因。同时，以无水氢氟酸、二氯甲烷和三氯甲烷为代表的氟化工原料三季度均价同比上涨 17.0%，以 PTFE 为代表的含氟聚合物材料均价同比大幅上涨 64.5%，也是公司三季度业绩同比大幅增长的重要原因。此外，以己内酰胺为代表的石化材料业务三季度销售均价同比上涨 19.1%，销量同比增长 6.5%。

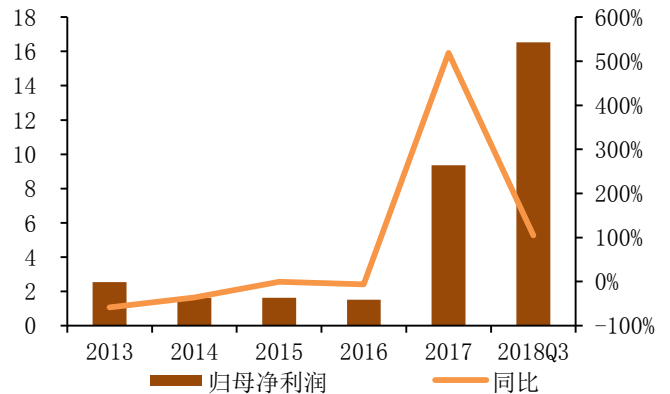
从历史上看，2011 年-2016 年氟化工行业的持续低迷影响了公司业绩。2017 年以来，氟化工产业链受环保政策及自身供需格局的改善，产品持续涨价，少则涨价 80%，多则涨价超 100%。进入 2018 年以来，前期氟化工的高景气继续保持，公司在氟化工行业的布局和规模优势，充分受益此轮氟化工产业链景气周期。

图 2：公司近年营业收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

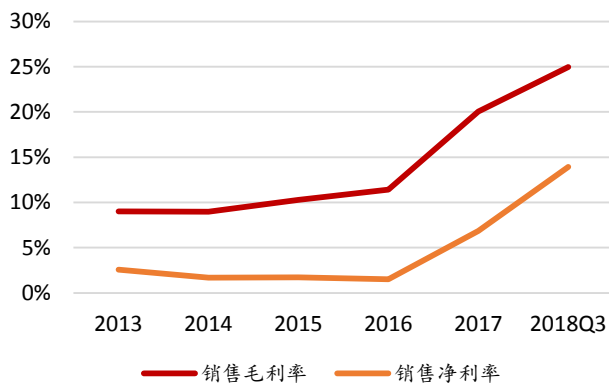
图 3：公司近年归母净利润及增速（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

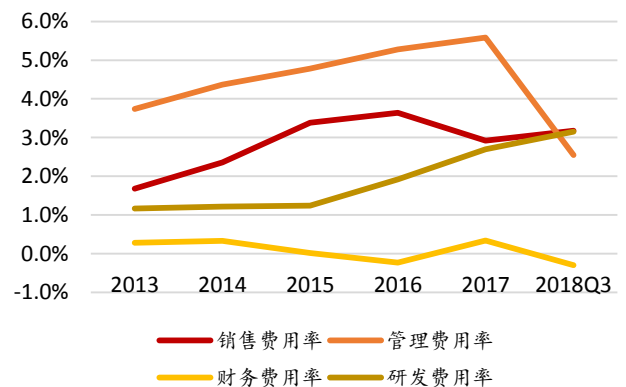
从毛利率及净利率来看，自 2017 年持续上升，主要氟化工高景气导致，且 2018 前三季度继续提升。从费用结构来看，公司管理不断优化，管理费用率下降，同时在营收增长的基础上公司持续加大研发力度，研发费用率上升。近年公司净利率水平上升，同时杠杆率也有一定提升，两者协同带动了 ROE 的上涨，资产利用水平不断提升。

图 4：公司毛利率及净利率水平



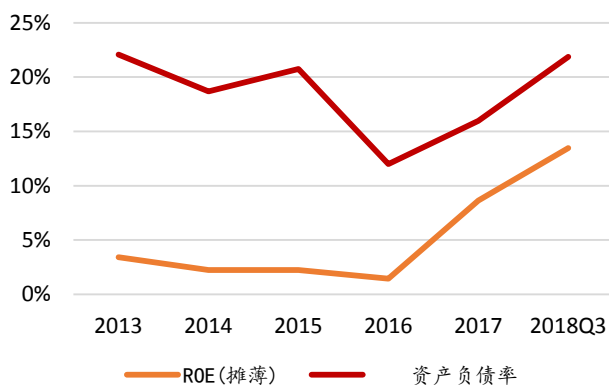
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司费用结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

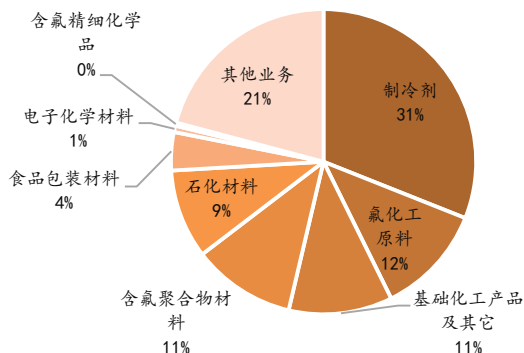
图 6：公司 ROE 及资产负债率



数据来源：公司公告，西南证券整理

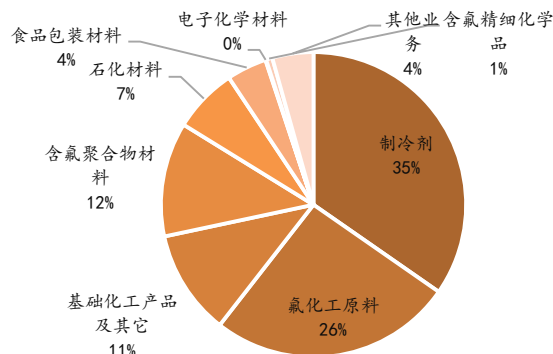
从 2018H1 营收和毛利润结构来看，氟化工业务（包括氟化工原料、制冷剂、含氟聚合物和含氟精细化学品）贡献最大，其中营收占比 57.6%，毛利占比 73.4%，毛利占比大于营收占比，侧面体现了氟化工行业整体高景气带来的高盈利能力。

图 7：公司 2018H1 营收结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司 2018H1 毛利润结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 氟化工供给缩紧，行业持续高景气

2.1 国家政策、环保高压双重限制，核心原料供给紧张

萤石又称氟石，化学成分为 CaF_2 （氟含量 48.9%），是唯一一种可以大量提炼出氟元素的天然矿石，因此也是现代化学工业中氟元素的主要来源。工业上常用浓硫酸与酸级萤石精粉（氟化钙纯度高于 97%）反应生产无水氢氟酸（AHF）来提取氟元素，并由此形成了门类众多、规模庞大的氟化学工业。

国内萤石价格经过 2017 的震荡上行之后，2018 年迎来了一轮新的上涨行情，价格屡创新高。2018 年前三季度均价为 2824 元/吨，同比上涨 28.19%。截至目前价格为 3383 元/吨，相较年初上涨 32.04%，创出历史新高。2017 年萤石价格上涨的主要原因是停车整改以及环保限产，这两个因素在进入 2018 年之后并没有消失，因此支撑了萤石价格在 2017 年高基础之上还能持续上涨，预计在短期内支撑因素并不会弱化。

在萤石价格居高不下的基础之上，国内氢氟酸价格同期也是屡创新高。2018 年前三季度均价为 11985 元/吨，同比上涨 30.23%。一方面，原料萤石与硫酸价格纷纷走高，顺畅传导下带动无水氢氟酸价格上涨；另一方面，环保高压下危化品高度受限，无水氢氟酸供给不足进一步挺价。此外，下游制冷剂市场回归景气，对无水氢氟酸需求旺盛，使其涨幅更甚。

图 9：萤石价格



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 10：氢氟酸价格



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

2.1.1 国家政策限制萤石开采，行业产能扩张受限供给不足

根据美国国家地质局 (USGS) 发布的《2018 年矿物产品概览》数据显示，2017 年全球萤石矿资源矿物量约 5 亿吨，其中查明的储量约 2.7 亿吨，主要分布在南非、中国、墨西哥和蒙古，共计约占全球总量的 50.4%，其中国内储量 4100 万吨，占比 15.19%，但是产量却高达 380 万吨，占比 63.33%，这直接导致了我国萤石资源过度开发，储采比（探明储量可用于开采的年限）仅有 10.8，远低于全球平均值 45.0，也远低于其他三个主要储量国平均值。

表 2：世界主要萤石生产国资源现状

国家	产量/万吨	产量占比	储量/万吨	储量占比	储采比
中国	380	63.33%	4100	15.19%	10.8
墨西哥	99	16.50%	3200	11.85%	32.2
蒙古	20	3.33%	2200	8.15%	110
南非	20	3.33%	4100	15.19%	205

国家	产量/万吨	产量占比	储量/万吨	储量占比	储采比
越南	20	3.33%	500	1.85%	25
西班牙	13	2.17%	600	2.22%	46.2
全球	600	100.00%	27000	100.00%	45

数据来源: USGS, 西南证券整理

近年来,随着萤石资源的战略价值凸显,以及我国萤石过渡开采的状况,国家逐渐限制萤石的开采。一方面,从取消萤石出口退税到征收出口关税,进一步限制萤石出口。另一方面,提高萤石行业准入标准,从生产布局条件、生产规模、工艺与装备、资源综合利用效率、产品质量、环境保护、安全和卫生等方面对萤石企业的资质进行了严格规定,从而遏制萤石产量增长。

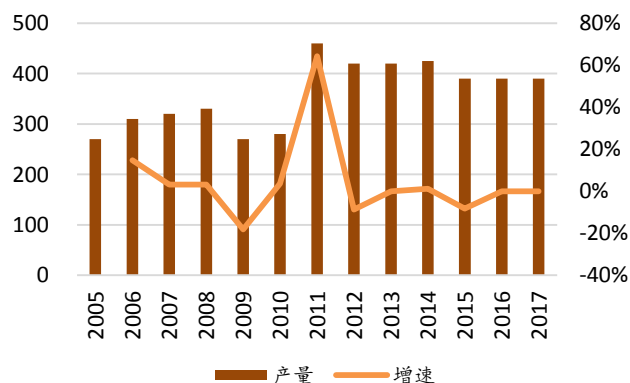
表 3: 我国对萤石采掘及销售的政策变动

国家	
1999 年 1 月	对萤石出口试试配额制
2003 年 1 月	不再发放新的萤石开采许可证
2004 年 7 月	萤石出口退税由 13% 降至 5%
2006 年 2 月	萤石出口退税取消
2007 年 1 月	萤石开始征收 10% 出口关税
2008 年 3 月	萤石关税提升为 15%
2010 年 1 月	《国务院办公厅关于采取综合措施对耐火粘土萤石的开采和生产进行控制的通知》
2010 年 2 月	工业和信息化部等 7 部门联合发布了《萤石行业准入标准》
2016 年 11 月	《全国矿产资源规划 (2016~2020 年)》中,将萤石列为战略资源

数据来源: 政府网站, 西南证券整理

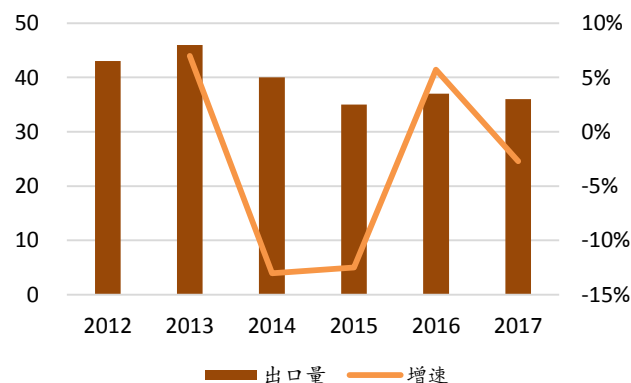
数据显示,2012 年至今,全国萤石产量保持在 400 万吨左右,年增长率趋于零或为负。考虑到该准入标准将持续实施,只有趋严而无放松可能,因此可以预见,萤石产能受此限制仍会保持稀少,行业供给难以大幅扩张。此外,尽管 2013 年因 WTO 纷争取消萤石出口关税,出口量近年来仍保持下降趋势。这可能由于在征收高额出口关税的几年间,国外一些长期从我国进口萤石原料的企业纷纷将产能向我国转移,使得出口量未出现反弹。

图 11: 中国萤石产量及增速 (万吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 中国萤石出口及增速 (万吨)



数据来源: wind, 西南证券整理

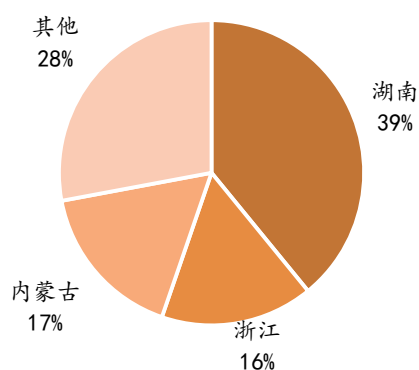
2.1.2 环保高压形势不减，萤石、氢氟酸开工均受限，上游供应进一步缩减

2017 年全国面临环保压力，萤石行业开工率受到较大冲击。一方面，萤石产品在浮选过程中会产生高氟废水，对环境潜在破坏性大，属环保督查重点关注对象。另一方面，萤石行业“散、乱、差”现象突出，中小厂商违规生产普遍，只有部分萤石企业生产线被认为完全合规运行。在环保压力之下，众多违规生产的萤石企业难以生存，多面临关厂停产、收购重整的命运。

2018 年萤石市场在 3~5 月出现一个高点，7 月底之后又再次不断上涨。据百川资讯统计，我国生产萤石的主要企业除内蒙古外，多数集中分布在南部地区。3-5 月，由于南方环保检查持续，受此影响国内萤石工厂整体开工仅有 5-6 成，市场供应紧张，货源流通局面持续，供方挺价，萤石市场一路小幅上扬。近期则受下游氢氟酸及氟化铝价格不断上扬、率探新高带动，加之环保因素导致萤石工厂停车，供应趋紧支撑，国内萤石市场大幅上扬，均价涨至 3383 元/吨附近。

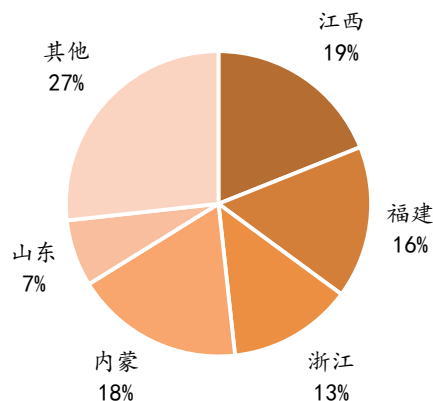
我们认为，未来萤石供给规模仍作为价格的主要驱动因素，大概率保持在高位运行。一方面，出口限制与高准入标准严格限制萤石产能扩张；另一方面，2019 年环保高压将持续，部分企业接受检查开工率走低，不合格企业则面临关停命运，萤石供给不升反降。供应瓶颈现状短期内难以改变，将继续支撑萤石价格高位运行。

图 13：中国萤石产能分布



数据来源：百川资讯，西南证券整理

图 14：中国氢氟酸产能分布



数据来源：百川资讯，西南证券整理

氢氟酸是用途广泛的化工产品，工业上一般使用浓硫酸与酸级萤石精粉（氟化钙纯度高于 97%）反应生产，过程中产生硫酸及其他副产品。氢氟酸分为有水氢氟酸与无水氢氟酸两种，其中，有水氢氟酸具有蚀刻、酸洗、催化剂等功能。无水氢氟酸化学性质非常活泼，能与碱、金属、氧化物以及硅酸盐等反应，被广泛应用于原子能、化工、石油等行业；尤其多被用于制取无机氟化物、氟制冷剂、有机氟化物中，是氟化工产业链的重要原料。

据百川资讯统计，至 2016 年年底，全国共有氢氟酸生产企业 90 家，氢氟酸产能共计 268.1 万吨，但是其中产能超过 5 万吨的仅有 8 家，充分反映了氢氟酸生产行业的散、乱、差。同时氢氟酸产能分布在全国各省份，与萤石生产企业分布相似，以江西、福建、浙江、内蒙古为主，因此在南方地区整体环保加严的背景下，中小生产企业是首要打击对象，造成行业整体实际供给大大下滑，反映在价格上则不断升高。

目前氢氟酸经过今年 5~7 月的回调之后，在下游制冷剂生产的淡季其价格仍不断上涨，体现了环保因素在整体供求关系中决定性作用，我们预计未来环保承压的情况下，氢氟酸的价格仍将继续上行。

2.2 制冷剂受制国际公约，发达国家产能退出利好出口

2.2.1 制冷剂的分类及代际更替

氟制冷剂主要种类是 ODS 及其替代品，因具有良好的热力性能，被广泛应用于冰箱、家用空调、汽车空调等消费领域，在制冷剂市场中占据主导地位；此外还可用于塑料发泡剂、电子清洗剂、气雾剂等。目前，行业按照 ODP 值与 GWP 值对氟制冷剂的环保程度进行评估，将制冷剂分为四代产品。其中，ODP 指大气臭氧消耗潜能值，GWP 指全球变暖潜能值；二者越低，则表示对环境友好度越高。在国际公约的约束下，前代制冷剂正逐渐被淘汰，为更有利环境保护的后代制冷剂所取代。

表 4：制冷剂分类、组成及特性

代际	产品分类	主要产品	ODP	GWP	特点及现状
第一代	氟氯烃类 (CFCs)	R11、R12、R113、R114 等	很高	很高	破坏臭氧层元凶，全球范围内停产
第二代	氢氟氯烃类 (HCFCs)	R22、R123、R141b 等	较高	高	长期来看对臭氧层破坏较大，发达国家基本停用，国内处于减产限产阶段
第三代	氢氟烃类 (HFCs)	R134a、R125、R32 等	低	高	虽然对臭氧层无破坏，但是温室效应较高，国外应用较广，目前处于淘汰初期
第四代	氢氟烯烃类 (HFOs)	R1234yf、R1234ze	低	低	环境友好，但制冷效果及安全性不如之前产品，可燃
	碳氢天然工质制冷剂 (HCs)	R600a、R290	低	低	

数据来源：公司公告，西南证券整理

第一代制冷剂为氟氯烃 (CFCs) 类，主要代表品种为 R12，此外还包括 R11、R113、R114 等产品。氟氯烃 (CFCs) 能与臭氧层发生化学反应，会对臭氧层产生非常严重的破坏作用，因此我国在 2007 年就停止了对该种制冷剂的生产以及在新空调设备上的初装。

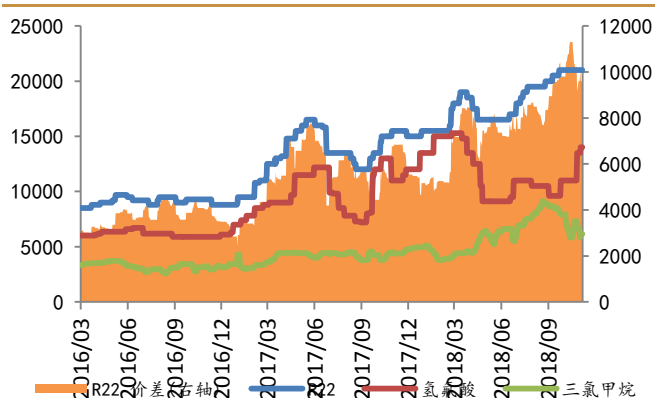
第二代制冷剂为氢氟氯烃 (HCFCs) 类，主要代表产品为 R22，同时包括 R123、R141b 等产品。氢氟氯烃 (HCFCs) 的性能与氟氯烃 (CFCs) 接近，且因其在大气中分解速度更快，对臭氧层的破坏作用相对较低，因此成为氟氯烃 (CFCs) 的中期替代品，得到国际社会广泛应用，一度是我国应用最为广泛的制冷剂品种之一。但随着全球对该类制冷剂的消费增多，其对臭氧层的破坏作用变得不容小觑，蒙特利尔议定书对各国氢氟氯烃 (HCFCs) 产量做出限制，第二代制冷剂将走向完全淘汰。

第三代制冷剂为氢氟烃 (HFCs) 类，主要代表产品为 R-134a、R125、R32 以及混配制冷剂 (如 R410a)。该类制冷剂的 ODP 值为 0，对臭氧层不起破坏作用，且具有性能优异、替代技术成熟的特点。但氢氟烃 (HFCs) 是一种温室气体，已被《京都议定书》列为需要控制的六种温室气体之一，整体 GWP 水平高于二代制冷剂。当前欧盟、美国等国家和地区已经出台相关法规政策，对特定用途、一定 GWP 水平的氢氟烃 (HFCs) 实施淘汰或减排规定。

第四代制冷剂多指氢氟烯烃(HFOs)类,属于新型制冷剂,主要代表产品包括 R1234yf、R1234ze 等;也包括碳氢天然工质制冷剂(HCs),主要产品有 R600a、R290 等。这一代制冷剂 ODP 值也为 0,同时对全球变暖的影响也较小,正在全球范围内逐渐开始投入使用。尽管如此,该种制冷剂的效果与安全性不及传统二三代产品。

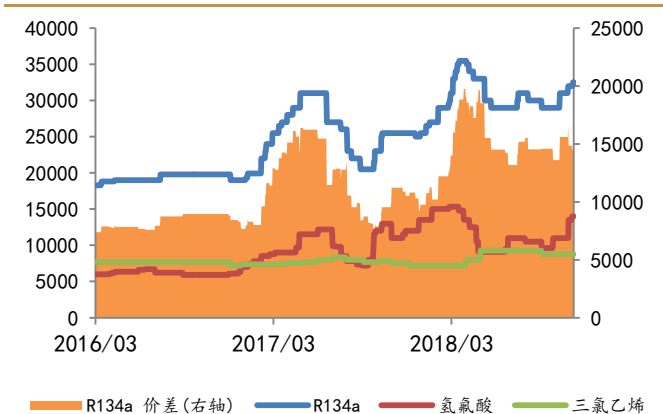
2018 年初以来,制冷剂产品全线价格持续上涨。截至 2018 年 11 月,主要制冷剂产品价格大幅上扬。其中 R22 价格由 8800 元/吨涨至 21000 元/吨,涨幅 139%;R134a 价格由 19000 元/吨上涨至 32500 元/吨,涨幅为 71%;R32 价格由 11800 元/吨上涨至 21000 元/吨,涨幅为 78%;R125 价格由 21000 元/吨涨至 28000 元/吨,涨幅为 33%;R410a 价格从 17500 元/吨上涨至 25000 元/吨,涨幅达 43%。

图 15: R22 价格及价差(元/吨)



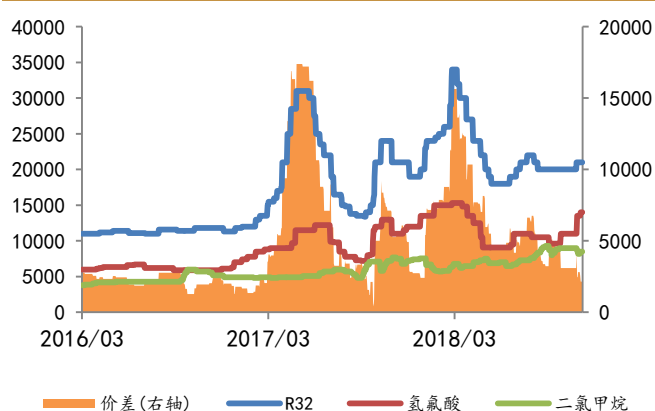
数据来源:百川资讯,西南证券整理

图 16: R134a 价格及价差(元/吨)



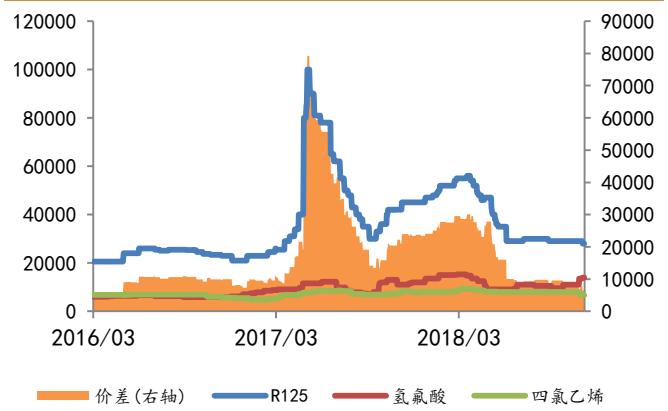
数据来源:百川资讯,西南证券整理

图 17: R32 价格及价差(元/吨)



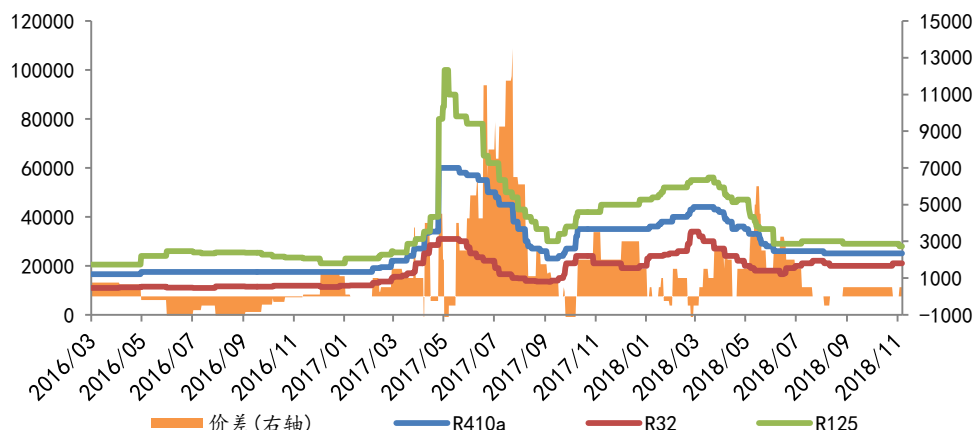
数据来源:百川资讯,西南证券整理

图 18: R125 价格及价差(元/吨)



数据来源:百川资讯,西南证券整理

图 19: R401A 价格及价差 (元/吨)



数据来源: 百川资讯, 西南证券整理

2.2.2 国际公约限制下制冷剂配额生产, 供给不足价格走高

目前全球范围内一代制冷剂已完全淘汰。第一代制冷剂氟氯烃 (CFCs) 类产品因其是破坏臭氧层的主要原因之一, 根据国际公约《蒙特利尔议定书》的规定, 该类产品早在 2010 年就于全球范围内禁止使用, 目前我国除保留用于满足药用吸入式气雾剂的特殊用途和原料外, 其余 CFCs 生产线已关闭。

二代制冷剂完全淘汰提上日程。在 2007 年召开的蒙特利尔议定书第 19 届缔约方大会上, 国际社会又进一步达成了加速淘汰第二代制冷剂氢氟氯烃 (HCFCs) 类产品的调整案。协议为发达国家与发展中国家制定了不同的退出时间表, 可以预见第二代制冷剂将在不久的将来走向完全淘汰。就二代制冷剂作为非原料的产量与消费量来说, 发达国家于 1996 年开始冻结消费基数, 给予 24 年缓冲期, 将在 2020 年前完全淘汰。发展中国家则必须于 2013 年冻结生产和消费量, 并于 2030 年完全淘汰使用。中国作为议定书第 5 条款缔约方 (即发展中国家), 从 2013 年起正式对 R22 实施配额管理, 到 2015 年, 我国 HCFCs 生产要在基线年 (2009-2010 年) 平均水平基础上削减 10%; 到 2020 年我国 HCFCs 淘汰量要达到 35%, 2025 年淘汰 67.5%, 2030 年将完全淘汰。目前中国生产和使用的受 HCFCs 包括: R22、R123、R124、R141b 和 R142b 等。

表 5: 全球 HCFCs 和 HFCs 削减计划

国家	产品	2013	2015	2016	2019E	2020E	2024E	2025E	2030E
中国	第二代 HCFCs	实施配额制生产	削减 10%	累计削减 20%		累计削减 35%		累计削减 67.5%	淘汰, 保留 2.5% 的维修量
	第三代 HFCs		政策: 处置销毁的补贴安排				开始减少使用		
欧盟	第三代 HFCs		冻结生产, 开始逐步削减	开始限制应用, 打击需求端					累计削减 79%
美国	第三代 HFCs				开始每年削减 10%				

数据来源: 《蒙特利尔协定书》, 西南证券整理

目前我国 HCFC-22 产能约为 60 万吨,生产配额为 27.43 万吨,内用的生产配额为 18.90 万吨。考虑到房间空调 R22 使用配额为 4.75 万吨,下游 PTEF 产能约为 11 万吨,还有单体和 TFE 路线 R125 产能 10.6 万吨,对 R22 整体需求在 42.6 万吨左右。R22 自身可作为制冷剂,同时也是 R125、R410a 和 R407 的原料,R22 供应紧张也制衡了其它制冷剂的供应,造成制冷剂整体的供给紧张。

表 6: 我国 R22 产能/万吨

有效产能	2014	2015	2016	2017
山东东岳	22	22	22	22
江苏美兰	11	11	11	11
浙江巨化	10	10	10	11
常熟三爱富	4.5	4.5	4.5	4.5
常熟阿科玛	3.5	3.5	3.5	3.5
浙江临海利民	3	3	3	3
浙江永和	2.5	2.5	2.5	2.5
浙江三美	2.5	2.5	2.5	1.5
中昊晨光	2	2	2	2
中化赣州	2	2	2	2
山东鲁西	1	1	1	1
全国总产能	69.4	64	64	63.2

数据来源:百川资讯,西南证券整理

三代制冷剂未来受限预期高,生产企业持谨慎态度。随着二代制冷剂 HCFCs 产品的淘汰提上日程,第三代制冷剂氢氟烃 (HFCs) 类产品的消耗量急剧增加,且因其 GWP 值高达二氧化碳的几百甚至数千倍,因此全球范围内尤其是发达国家已经开始对其产能的淘汰与替代品四代制冷剂的研发与投入使用。2016 年 10 月 10 日,《蒙特利尔议定书》第 28 次缔约方会议通过了关于削减氢氟烃 (HFCs) 类产品的修正案。该修正协定下,我国承诺于 2024 年开始逐步削减第三代制冷剂产品。虽然目前国内尚无明确的产能限制指标,但可以预见未来相关政策下该类产品会类同二代制冷剂进行阶段性减产,这使得三代制冷剂生产项目的收益具有较强的不确定性。对第三代制冷剂生产企业来说,未来限产政策下拆除生产线与销毁设备成本巨大,因此可预见其扩产意愿较低,未来国内第三代制冷剂总产能难有显著增长。

目前,海外氟化工企业逐渐关停传统制冷剂产能。欧洲地区第二代制冷剂产能已经完全退出,第三代制冷剂产能也在逐渐下滑;美洲地区第二代制冷剂产能处于快速缩减状态。因此,海外市场对第二三代制冷剂的需求,主要依赖于中国企业生产,利好出口。

表 7: 海外关停氟化工产能

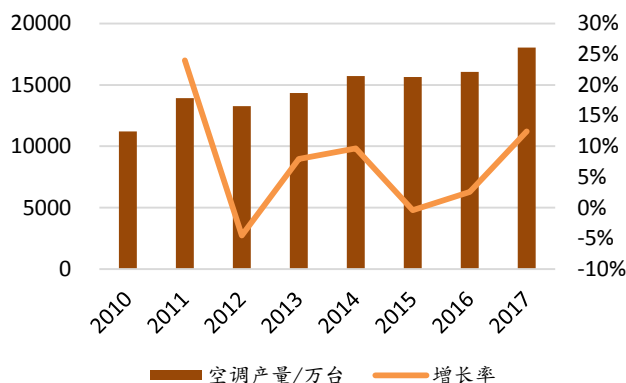
公司名称	时间	地区	关停情况
Chemours	2018.1.28	加拿大	关停所有 R123 产能
Honeywell	2017.4.10	欧洲	从 2018 年起关停
Arkema	2016.9.14	法国	2017.1.1 起关停所有 R134a 产能
Arkema	2014.9.9	西班牙	2014 年底关停 R32 产能
Arkema	2014.9.9	西班牙	2014 年底关停 R134a 和其他含氟混合物

数据来源:百川资讯,西南证券整理

2.2.3 下游空调、汽车制冷剂需求不减，制冷剂行业有望维持景气

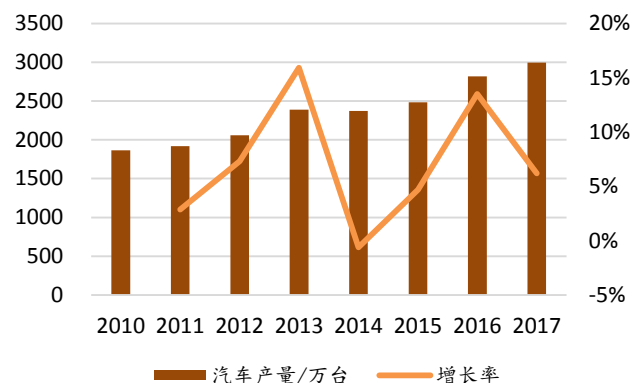
氟制冷剂主要用于家用空调、冰箱与车用空调的制冷，其需求包括生产与维修替换两大领域，受到空调、冰箱、汽车的产量与保有量的较大影响。其中，我国现有的存量空调以定频空调为主，主要采用 R22 作为制冷剂；而在国际淘汰二代制冷剂的强劲趋势下，新型家用空调与汽车空调大多转向使用三代制冷剂，其中新式家用空调多为变频空调，以 R410a 与 R32 代替部分 R22，而汽车空调则更多使用 134a；冰箱目前更多使用环境最为友好的第四代制冷剂，如无氟制冷剂异丁烷 (R600a)。由于冰箱采用制冷剂大多不含氟元素，尤其以家用空调为主的空调产品实际上占制冷剂需求的最大部分。

图 20：中国空调产量及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 21：中国汽车产量及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

国内空调产量在经历前期去库存之后，于 2017 年恢复高增长，2017 年总产量 1.8 亿台，同比增长 12%。新生产空调增量带来制冷剂旺盛需求的同时，存量空调更换制冷剂也会带来很大的空间。一般空调制冷剂更换间隔为 5 年，因此 2013、2014 生产的空调在近期更换制冷剂也会带来较大的需求，恰逢这两年产量增长接近 10%，叠加下未来一两年空调方面的制冷剂需求将迎来快速增长。

汽车方面，2017 年国内汽车产量增速有所下滑，但仍然保持正增长。同时新能源汽车产销两旺，不同于燃油车可以通过发动机余热提供热量，新能源汽车需要配置全新的空调系统（包括制冷和制热），因此在制冷剂方面的需求更加旺盛。基于过去几年汽车复合增速高达 8%，存量市场也会带来更换制冷剂的需求。

综合来看，未来空调和汽车产量将继续保持较高的增速，同时存量市场替换需求较为刚性，因此我们认为制冷剂价格会在后期维持较高位运行。

2.3 含氟聚合物性能优异政策支持，未来需求空间较大

2.3.1 含氟聚合物用途广泛，国内以 PTFE 为主

含氟聚合物主要包括氟树脂、氟橡胶和氟涂料，占据了氟化工行业氟消耗总量的 20%。其中氟树脂是指分子中含有氟原子的合成树脂的总称，具有很高的耐热性、化学腐蚀性、耐久性和耐候性，在工业建筑、石油化学和汽车工业、航天工业等有广泛的应用。

全球方面,以聚四氟乙烯(PTFE)、PVDF(聚偏二氟乙烯)与全氟乙烯丙烯共聚物(FEP)为主,占据全球约 90%的含氟聚合物市场。国内方面,已产业化的氟树脂主要有聚四氟乙烯(PTFE)、PVDF(聚偏二氟乙烯)、全氟乙烯丙烯共聚物(FEP)和聚氟乙烯(PVF),其他氟树脂仍处于开发阶段,其中又以 PTFE 为主。PTFE 是由四氟乙烯单体聚合而成的聚合物,是一种类似于 PE 的透明或不透明的蜡状物,耐热、耐化学品性能良好,摩擦系数低,电气绝缘性能十分优异,能在高温下连续使用。

2.3.2 含氟聚合物政策支持力度大, PTFE 行业快速发展

根据《中国氟化工行业“十三五”发展规划》,预计“十三五”期间,PTFE、PVDF、FEP、PVF 分别保持 8%、10%、10%、15%的增速。目前国内 PTFE 产能约在 12.01 万吨;按照规划测算,预计 2018 年全年 PTFE 的表观消费量达到约 10.38 万吨,开工率需达到约 90%才可满足需求,行业处于快速发展阶段。

表 8: 我国 PTFE 产能

生产厂家	产能/吨	生产厂家	产能/吨
三爱富	10000	杜邦	3000
东岳	45000	山东华氟化工	3000
巨化	6000	苏威特种聚合物	5000
梅兰	6000	鑫巨高分子	600
中昊晨光	15000	鲁西化工	1000
辽宁阜新	3000	江西理文化工	6500
大金	10000	福建三农化学	6000
合计		120100	

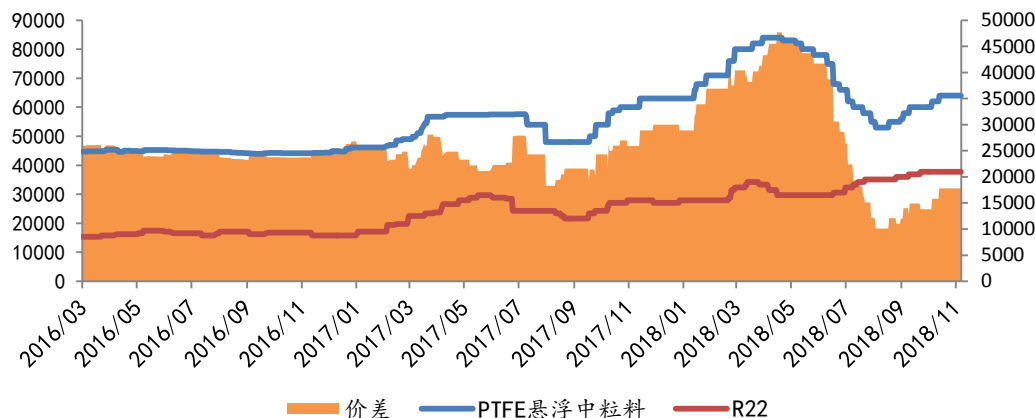
数据来源:百川资讯,西南证券整理

2.3.3 原料 R22 价格支撑, PTFE 价格不断上涨

含氟聚合物是用含氟单体为原料聚合而成,如 PTFE 需用 TFE(四氟乙烯)聚合反应而成。然而,含氟单体的供给非常稀少,企业多需要用 R22 制成 TFE 再进一步制成 PTFE。因此,含氟聚合物受更上游原料的产量与价格影响较大。就 PTFE 来说,其原料 R22 在国际公约下冻结产能并实施生产配额,原料供给受到强制约束,同时限制 PTFE 产能的大幅增长。

PTFE 价格在 2018 年年初继续上行趋势,6~9 月经历了一波回调后继续上涨。后期预计环保检查力度不减,副产品(废酸、污水等)处理限制产量提升,同时原料壁垒使得含氟聚合物行业供应长期受限,产能扩张难度大;连同政策利好下游需求稳中有升,我们认为含氟聚合物价格或将止跌回升。

图 22: PTFE 价格及价差走势 (元/吨)



数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

3 氯碱、己内酰胺业务持续回暖, 公司继续加大研发投入

3.1 氯碱业务配套氟化工, 产业协同助力降本增效

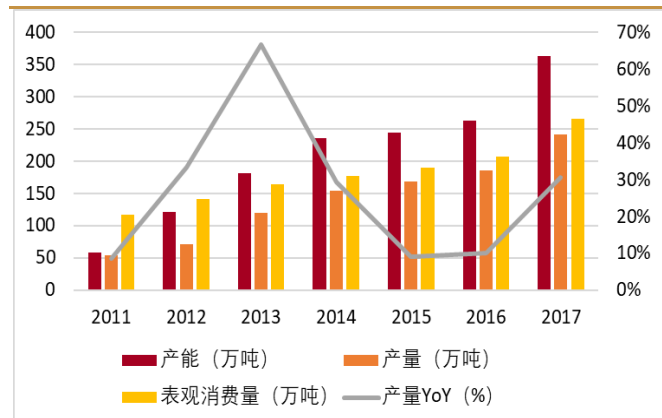
目前, 公司烧碱在浙江省具有主导地位, 主要销往省内轻工、化工、纺织等行业; 液氯产品为公司内部消化, 从而使公司氯碱平衡水平、氯碱装置运行率处于国内同行前列, 产业协同效应明显。公司通过淘汰年产 10 万吨隔膜法烧碱、23 万吨 PVC 生产装置及电石法 VCM 等装置, 优化提升 46 万吨离子膜法烧碱装置、甲烷氯化物装置, 发展壮大 PCE、TCE、VDC、PVDC 等特色氯碱产品, 实现氟氯联动, 进一步降本增效。

公司 PVDC 产品为国内唯一具有自主知识产权产品, 在国内占据主导地位, 市场占有率超过 60%。公司 PVDC 规模与品种并行发展, 巩固肠衣膜 PVDC 树脂, 发展保鲜膜 PVDC 树脂、多层共聚 PVDC 树脂、PVDC 乳液、配套发展 VDC 单体, 积极拓展国内国际市场。

3.2 己内酰胺持续景气, 价格企稳高位增厚公司业绩

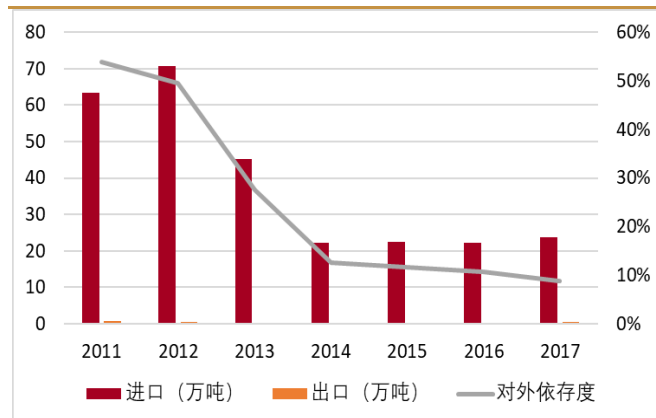
己内酰胺(CPL)主要用途是通过聚合生成尼龙 6(PA6), 尼龙具有无毒、质轻、优良的机械强度, 耐磨性及较好的耐腐蚀性, 主要用于合成锦纶、薄膜和工程塑料等产品。我国己内酰胺在 2011 年之前, 囿于行业壁垒, 发展缓慢, 对外依存度较高。2011 年以后, 我国己内酰胺发展快速。2012 年产能就翻了一番, 达到 131 万吨/年, 2017 年底产能达到 363 万吨, 年均增长率达到 20% 以上。2017 年我国己内酰胺产量达到 242 万吨, 表观消费量达到 265 万吨, 进口量为 23.7 万吨, 对外依存度降低为 8.8%。

图 23: 己内酰胺产能产量



数据来源: wind, 西南证券整理

图 24: 己内酰胺进出口量



数据来源: 中国石化联合会, 西南证券整理

近年来, 随着国内己内酰胺产能逐渐增加, 己内酰胺价格逐渐下降。从 2016 年国内己内酰胺价格开始复苏, 2017 年全年均价达到 15276 元/吨, 相比于 2016 年全年均价增长 38.3%。进入 2018 年后, 行业景气度继续提升, 截止到 2018 年 11 月, 己内酰胺均价达到 16504 元/吨, 较 2017 年全年均价提高了 8%。公司现有己内酰胺产能 15 万吨/年、配套 14 万吨/年吨环己酮原材料产能供应, 拥有二十多年的己内酰胺生产经验, 通过引进技术消化吸收和创新, 综合技术水平处于行业领先地位, 公司业绩将受益于己内酰胺行业景气度的提升。

图 25: 己内酰胺价格走势



数据来源: wind, 西南证券整理

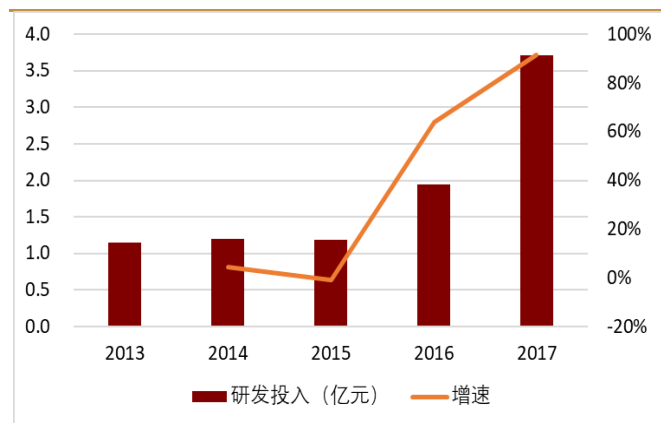
3.3 收购研发机构, 持续加大研发投入

公司注重自主研发, 坚持技术创新; 公司在氟化工、氯碱化工等方面积累了一批先进实用的自有技术, 是国内唯一拥有自主知识产权的 PVDC 生产企业; 公司“科研-技术储备-生产”三大环节有序衔接, 形成了具有公司特色的产业集群及规模技术优势。公司主导产品规模国内领先, 主要产品采用国际先进标准生产; 核心业务氟化工处于国内龙头地位, 其中氟致冷剂处于全球龙头地位; 特色氯碱新材料、甲烷氯化物、三氯乙烯、四氯乙烯等有效产能处国内龙头地位。2017 年公司研发投入 3.71 亿元, 同比增长 91.7%, 营收占比达到 2.7%。截至 2018 年上半年, 公司拥有有效发明专利 82 项, 其中美国专利 3 项, 日本专利 3 项。

2018 年 11 月，公司以支付对价 2.53 亿元和 0.70 亿元收购巨化集团所持有的浙江巨化技术中心有限公司 100% 股权和浙江巨化新材料研究院有限公司 100% 股权。巨化技术中心现有员工 173 人，其中 65% 为技术人员；拥有高分子材料、氟化工、环境科学等 5 个研究所、1 个质检中心、1 个实验工厂；聚焦含氟高分子、专用氟化学品、环保技术等三大领域研发。截止 2018 年上半年，巨化技术中心拥有 131 项专有技术、104 项专利、62 项专利申请权。巨化新材院现有员工 16 人，其中 81% 为专业技术人员；拥有高性能复合材料、高分子材料加工、复配应用和共聚模拟 4 个实验室；主要协助公司进行 VDF/CTFE 共聚树脂开发、JX 系列混配工质制冷剂开发。截止 2018 年上半年，巨化新材院拥有 3 项专有技术、7 项发明专利，1 项发明专利申请权。

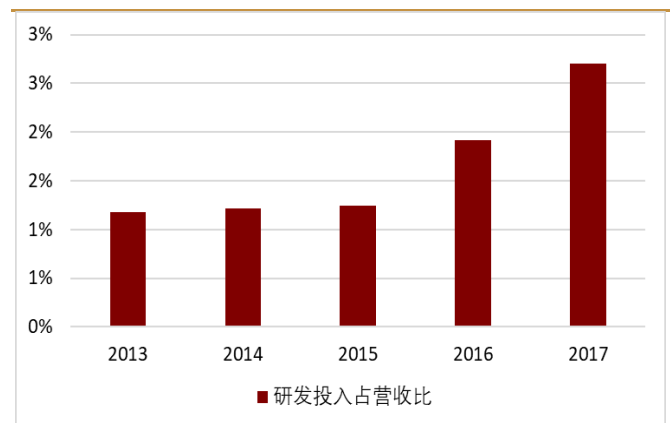
对研发机构的收购，将有助于公司建立健全自主研发体系，增加技术储备，快速增强核心技术自主创新能力，提升公司核心竞争力。

图 26：公司研发投入及增速



数据来源：wind，西南证券整理

图 27：公司研发投入占比



数据来源：wind，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司制冷剂产品销量维持不变，2018-2020 年销售均价分别同比增长 28%、20% 和 20%，毛利率分别为 34%、32% 和 32%；

假设 2：公司氟化工原料产品销量维持不变，2018-2020 年销售均价分别同比增长 30%、15% 和 10%，毛利率分别为 24%、25% 和 25%；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：万元		2017A	2018E	2019E	2020E
制冷剂	收入	369,842	473,398	568,077	681,693
	增速	53.65%	28.00%	20.00%	20.00%
	成本	260,295	312,443	374,931	449,917

单位：万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	毛利率	29.62%	34.00%	32.00%	32.00%
氟化工原料	收入	125,776	163,509	188,035	206,839
	增速	17.63%	30.00%	15.00%	10.00%
	成本	114,544	124,267	141,026	155,129
	毛利率	8.93%	24.00%	25.00%	25.00%
基础化工产品及其他	收入	149,159	158,109	167,595	175,975
	增速	46.90%	6.00%	6.00%	5.00%
	成本	73,401	74,311	78,770	82,708
	毛利率	50.79%	53.00%	53.00%	53.00%
含氟聚合物材料	收入	119,065	154,785	193,481	232,177
	增速	52.00%	30.00%	25.00%	20.00%
	成本	86,036	108,349	131,567	157,880
	毛利率	27.74%	30.00%	32.00%	32.00%
食品包装材料	收入	65,985	85,781	107,226	128,671
	增速	9.79%	30.00%	25.00%	20.00%
	成本	53,474	64,335	80,419	96,503
	毛利率	18.96%	25.00%	25.00%	25.00%
石化材料	收入	143,885	158,274	170,935	181,192
	增速	41.70%	10.00%	8.00%	6.00%
	成本	126,029	129,784	140,167	148,577
	毛利率	12.41%	18.00%	18.00%	18.00%
含氟精细化学品	收入	4,274	5,556	6,667	7,668
	增速	26.75%	30.00%	20.00%	15.00%
	成本	1,598	2,778	3,334	3,834
	毛利率	62.60%	50.00%	50.00%	50.00%
电子化学材料	收入	15,175	5,789	-	-
	增速	-5.49%	-61.85%	0.00%	0.00%
	成本	13,638	5,950	-	-
	毛利率	10.13%	-2.78%	0.00%	0.00%
其他业务收入	收入	383,643	383,643	383,643	383,643
	增速	27.23%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	371,904	364,461	364,461	364,461
	毛利率	3.06%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	收入	1,376,804	1,588,842	1,785,660	1,997,856
	增速	36.30%	15.40%	12.39%	11.88%
	成本	1,100,919	1,186,678	1,314,675	1,459,009
	毛利率	20.04%	25.31%	26.38%	26.97%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.71 元、0.82 元和 0.96 元，对应 PE 分别为 9 倍、8 倍和 7 倍，参照可比公司（多氟多和中欣氟材）2019 年 32 倍平均估值水平，给予公司 2019 年 12 倍估值，对应目标价 9.8 元，维持“买入”评级。

表 10：可比公司估值表

代码	简称	股价 (元, 2018 年 11 月 27 日)	每股收益(元)				市盈率			
			17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E
002407.SZ	多氟多	13.32	0.40	0.44	0.51	0.57	33.3	30.3	26.1	23.4
002951.SZ	中欣氟材	26.13	0.42	0.57	0.68	—	62.2	45.8	38.4	—
算术平均值							47.8	38.1	32.3	—

数据来源: wind (一致性预测), 西南证券整理

5 风险提示

制冷剂需求减弱的风险；萤石、氢氟酸价格大幅下降的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13768.04	15888.42	17856.59	19978.55	净利润	944.20	1980.33	2276.19	2660.28
营业成本	11009.15	11866.78	13146.74	14590.09	折旧与摊销	595.99	647.35	647.35	647.35
营业税金及附加	98.71	127.11	142.85	159.83	财务费用	47.21	2.64	1.74	2.55
销售费用	401.96	501.80	549.75	620.38	资产减值损失	307.54	80.00	80.00	80.00
管理费用	768.01	889.75	964.26	1038.88	经营营运资本变动	-352.83	-486.83	-397.42	-423.07
财务费用	47.21	2.64	1.74	2.55	其他	-593.71	-283.74	-171.74	-108.76
资产减值损失	307.54	80.00	80.00	80.00	经营活动现金流净额	948.39	1939.74	2436.13	2858.34
投资收益	71.74	200.00	50.00	50.00	资本支出	101.74	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.79	0.04	0.10	0.19	其他	-763.24	200.04	50.10	50.19
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-661.50	200.04	50.10	50.19
营业利润	1238.27	2620.39	3021.34	3537.02	短期借款	253.27	-258.27	0.00	0.00
其他非经营损益	-20.73	20.05	13.58	10.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1217.54	2640.44	3034.92	3547.04	股权融资	-2.73	0.00	0.00	0.00
所得税	273.34	660.11	758.73	886.76	支付股利	-527.92	-187.09	-392.40	-451.02
净利润	944.20	1980.33	2276.19	2660.28	其他	40.91	-42.56	-1.74	-2.55
少数股东损益	8.74	18.33	21.07	24.63	筹资活动现金流净额	-236.46	-487.93	-394.14	-453.57
归属母公司股东净利润	935.46	1961.99	2255.12	2635.65	现金流量净额	-6.99	1651.86	2092.08	2454.96
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1797.35	3449.21	5541.30	7996.26	成长能力				
应收和预付款项	2254.54	2617.34	2928.18	3278.45	销售收入增长率	36.30%	15.40%	12.39%	11.88%
存货	868.14	943.15	1091.23	1189.82	营业利润增长率	608.46%	111.62%	15.30%	17.07%
其他流动资产	1170.80	1350.72	1517.73	1697.79	净利润增长率	512.73%	109.74%	14.94%	16.87%
长期股权投资	876.60	876.60	876.60	876.60	EBITDA 增长率	153.43%	73.82%	12.23%	14.07%
投资性房地产	28.93	28.93	28.93	28.93	获利能力				
固定资产和在建工程	5248.21	4629.80	4011.39	3392.97	毛利率	20.04%	25.31%	26.38%	26.97%
无形资产和开发支出	516.53	494.15	471.77	449.38	三费率	8.84%	8.77%	8.49%	8.32%
其他非流动资产	187.65	181.10	174.55	168.00	净利率	6.86%	12.46%	12.75%	13.32%
资产总计	12948.76	14571.01	16641.67	19078.20	ROE	8.68%	15.67%	15.68%	15.90%
短期借款	258.27	0.00	0.00	0.00	ROA	7.29%	13.59%	13.68%	13.94%
应付和预收款项	1438.39	1552.35	1719.43	1924.40	ROIC	10.63%	20.24%	23.25%	27.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.67%	20.58%	20.56%	20.96%
其他负债	370.15	381.97	401.76	424.07	营运能力				
负债合计	2066.81	1934.32	2121.19	2348.47	总资产周转率	1.11	1.15	1.14	1.12
股本	2111.67	2111.67	2111.67	2111.67	固定资产周转率	2.85	3.40	4.41	5.82
资本公积	5342.56	5342.56	5342.56	5342.56	应收账款周转率	34.54	31.20	31.11	31.06
留存收益	3331.99	5106.89	6969.61	9154.23	存货周转率	13.83	12.48	12.64	12.65
归属母公司股东权益	10824.70	12561.11	14423.83	16608.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	107.39%	—	—	—
少数股东权益	57.24	75.57	96.64	121.27	资本结构				
股东权益合计	10881.94	12636.68	14520.48	16729.73	资产负债率	15.96%	13.28%	12.75%	12.31%
负债和股东权益合计	12948.76	14571.01	16641.67	19078.20	带息债务/总负债	12.50%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.26	4.82	5.76	6.59
					速动比率	2.80	4.27	5.19	6.03
					股利支付率	56.43%	9.54%	17.40%	17.11%
					每股指标				
					每股收益	0.34	0.71	0.82	0.96
					每股净资产	3.94	4.58	5.25	6.05
					每股经营现金	0.35	0.71	0.89	1.04
					每股股利	0.19	0.07	0.14	0.16
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1881.47	3270.37	3670.43	4186.92					
PE	20.01	9.54	8.30	7.10					
PB	1.73	1.49	1.30	1.13					
PS	1.34	1.16	1.03	0.92					
EV/EBITDA	6.60	3.21	2.29	1.42					
股息率	2.87%	1.02%	2.13%	2.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn