

强于大市

供应紧张大幅推涨制冷剂价格

制冷剂行业点评

- 与去年同期相比，制冷剂价格整体出现较大增幅。进入8月以来，制冷剂价格出现大幅上涨，截止9月26日，R22市场报价为25,500元/吨，月度均价环比增长达40.9%，与2021年初价格相比，涨幅达到82.1%。R410a市场报价为33,000元/吨，月度均价环比增长21.3%，较21年初价格上涨88.6%；R32市场报价为18,000元/吨，月度均价环比增长54.1%，与21年初价格相比涨幅也达到了38.5%。
- R22配额余量少，各企业降低负荷导致供应紧张。2021年度R22的总生产配额为22.48万吨，比2020年度减少了364吨。根据百川盈孚数据，各企业全年配额余量紧张，使用率均已超过85%，陆续下调开工率，导致货紧价高，价格连续上涨。受此影响，R22库存自7月中旬下旬开始下滑，目前已达到三年新低。
- 原材料价格高位。制冷剂市场价格上涨除了配额影响供应外，也得益于原料价格的上涨。由于国内硫磺市场价格连续上涨以及下游订单量态势强劲，2021年的硫酸价格持续攀升。氢氟酸价格近期上涨同样凶猛。能耗双控政策同样影响上游甲烷氯化物及氟代烯烃等高能耗原材料价格。
- 在反倾销初裁落地的影响下，R125出口抢跑，价格快速上涨。R125由8月初2.5万元/吨左右价格涨至5万元/吨。目前厂家以供应出口订单和自用混配制冷剂为主，而美国企业则抓紧终裁落地前窗口期大量进口，内销货源紧张；现阶段外贸出口需求利好延续，加上空调生产方面需求将提升，短期内货源紧张现状预计难以改善。
- 投资建议：配额紧张及当前能耗双控政策预计短时间难以缓解，将导致原材料价格高位及生产供应紧张局面持续。在此影响下，预计制冷剂产品价格大概率依然高位易涨难跌。制冷剂价格上涨对氟化工产业链企业业绩增厚有显著利好，从弹性测试角度看，R22价格每上涨5000元，巨化股份EPS增厚0.209元；R125价格每上涨5000元，三美股份EPS可增厚0.321元；R32价格每上涨5000元，三美股份EPS可增厚0.247元，巨化股份EPS增厚0.167元。推荐产业链产品相对完善、R22全国产能第二的巨化股份，关注三美股份等。
- 风险提示：宏观经济风险，能耗政策变化影响等。

相关研究报告

《化工行业周报 20210926：供给受限，硅、氯碱、纯碱、氟化工产业链全线大涨》 20210926

《化工行业周报 20210919：能耗双控加码，磷、硅、氯碱产业链全线大涨》 20210922

《化工行业周报 20210912：金属硅、氟化工产业链持续大涨》 20210912

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

证券分析师：余嫻嫻

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：王海涛

(8610)66229353

haitao.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020002

联系人：曹擎

(8621)20328621

qing.cao_SH@bocichina.com

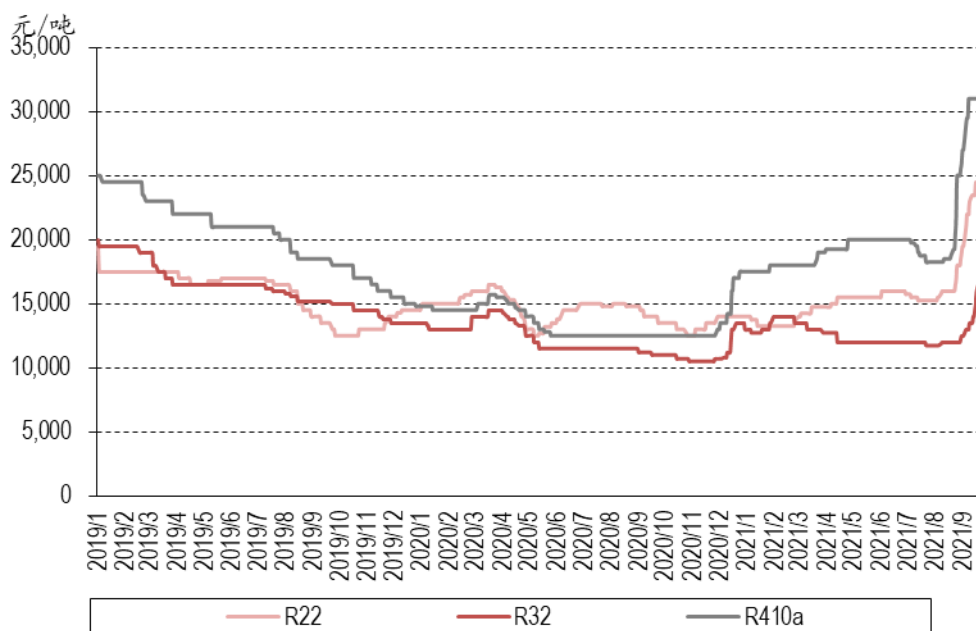
一般证券业务证书编号：S130012012004

制冷剂价格大涨

进入8月以来，制冷剂价格出现大幅上涨，截止9月26日，R22市场报价为25,500元/吨，月度均价环比增长达40.9%，与2021年初价格相比，涨幅达到82.1%。R410a市场报价为33,000元/吨，月度均价环比增长21.3%，较2021年初价格上涨88.6%；R32市场报价为18,000元/吨，月度均价环比增长54.1%，与21年初价格相比涨幅也达到了38.5%。与去年同期相比，制冷剂价格整体出现较大增幅。

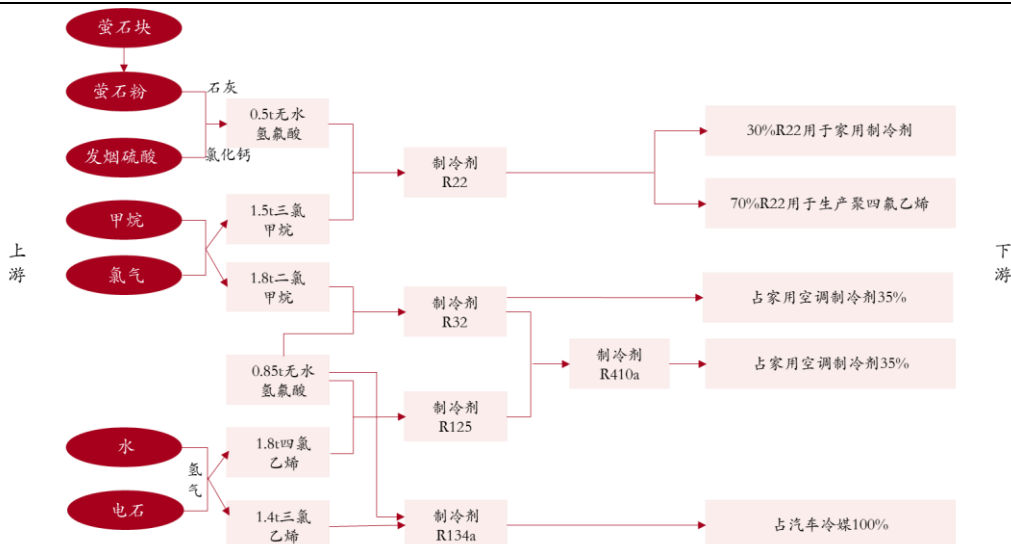
在2020年1月至2021年1月期间，制冷剂价格均稳定在较低水平。今年8月前，制冷剂价格仍维持在整体稳定的区间内波动，而近1-2个月价格上升曲线则表现十分陡峭。

图表 1. 制冷剂价格 (R22,R32,R410A)



资料来源：百川盈孚，中银证券

图表 2. 制冷剂产业链

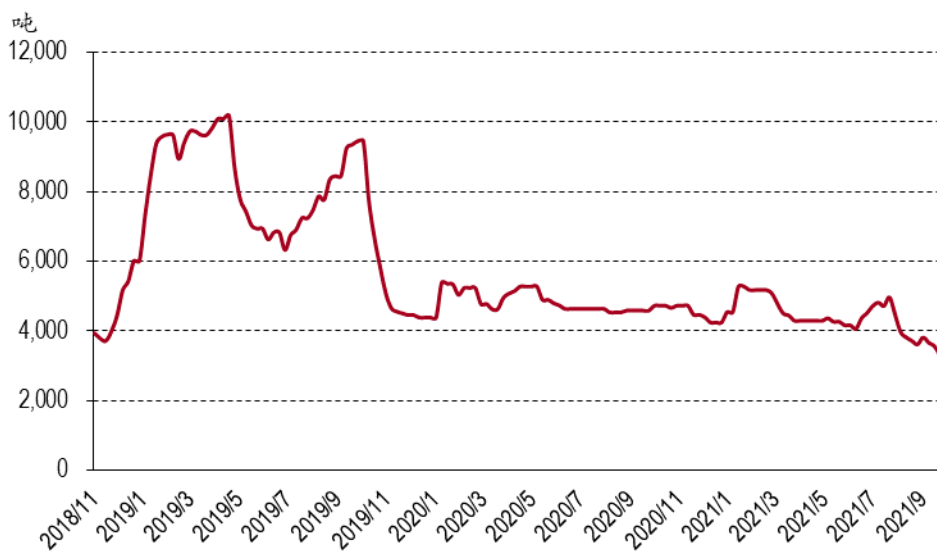


资料来源：百川盈孚，中银证券

制冷剂 R22 配额有限

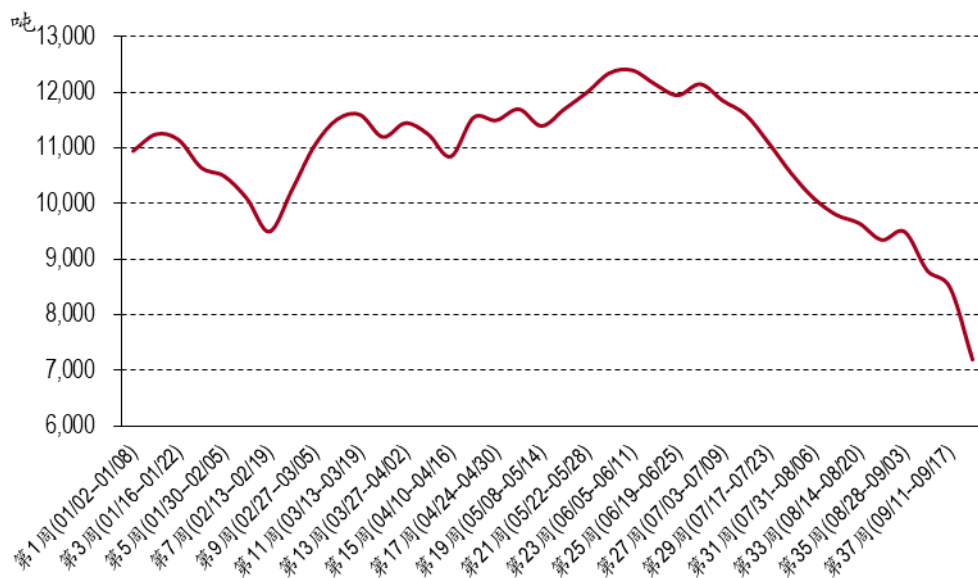
2021年1月26日，生态环境部发布了《关于核发2021年度消耗臭氧层物质生产、使用和进口配额的通知》。根据通知，2021年度R22的总生产配额为22.48万吨，比2020年度减少了364吨。根据百川盈孚数据，各企业全年配额余量紧张，使用率均已超过85%，陆续下调开工率，导致货紧价高，价格连续上涨。受此影响，R22库存自7月中旬下开始下滑，目前已达到2018年11月以来新低。

图表 3. R22 库存



资料来源：百川盈孚，中银证券

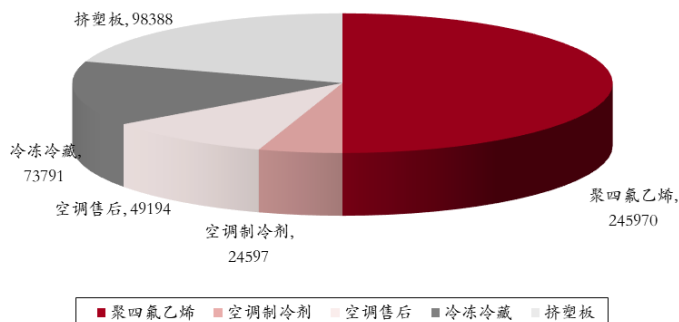
图表 4. R22 周度产量



资料来源：百川盈孚，中银证券

根据百川盈孚统计2020年R22下游数据，主要消费产品为聚四氟乙烯，约占一半份额；其次为挤塑板，消费占比约20%。剩余30%左右下游消费主要用于制冷剂行业。

图表 5.R22 消费结构 (单位: 吨)



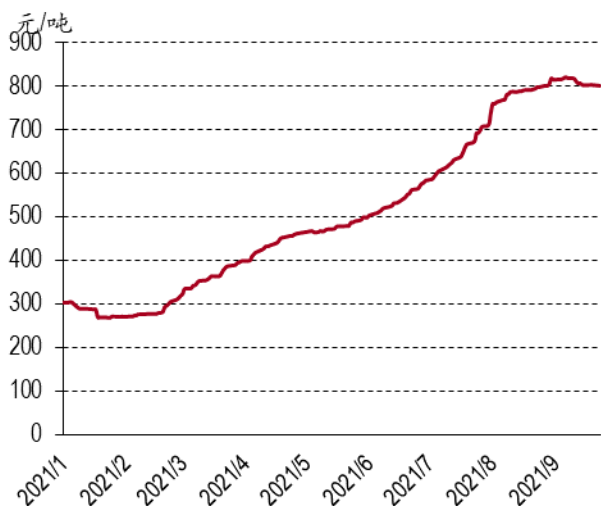
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

原材料价格上行

制冷剂市场价格上涨除了配额影响供应外, 也得益于原料价格的上涨。由于国内硫磺市场价格连续上涨以及下游订单量态势强进, 2021 年的硫酸价格持续攀升。氢氟酸价格近期上涨同样凶猛。8 月中旬以来, 国内无水氟化氢市场走势上扬的原因在于下游制冷行业迎来销售旺季, 带动上游无水氟化氢市场价格大幅上涨。此外, 萤石原料供应趋紧、相关企业产能缩减、碳中和背景下对环境治理力度以及生产企业监管力度不断加强, 也抬升氢氟酸价格。由此, 硫酸、氢氟酸等原材料价格上涨, 支撑制冷剂价格明显上行。

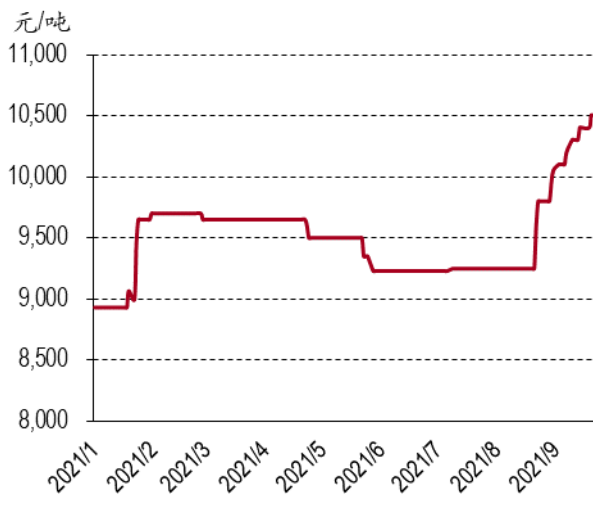
9 月以来, 全国多地区受到能耗双控政策的影响, 而制冷剂上游原材料中甲烷氯化物及氟代烯烃等化工品能耗较高, 可能出现供应不足而价格上涨。

图表 6. 硫酸价格



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 氢氟酸价格



资料来源: 万得, 中银证券

反倾销初裁落地

2021 年 2 月 2 日, 应美国企业 Honeywell International Inc. 于 2021 年 1 月 12 日提交的申请, 美国商务部宣布对进口自中国的五氟乙烷启动反倾销和反补贴立案调查。据美国申请人估算, 2019 年美国对中国涉案产品的进口量约为 1666 万千克, 进口额约为 5106 万美元。

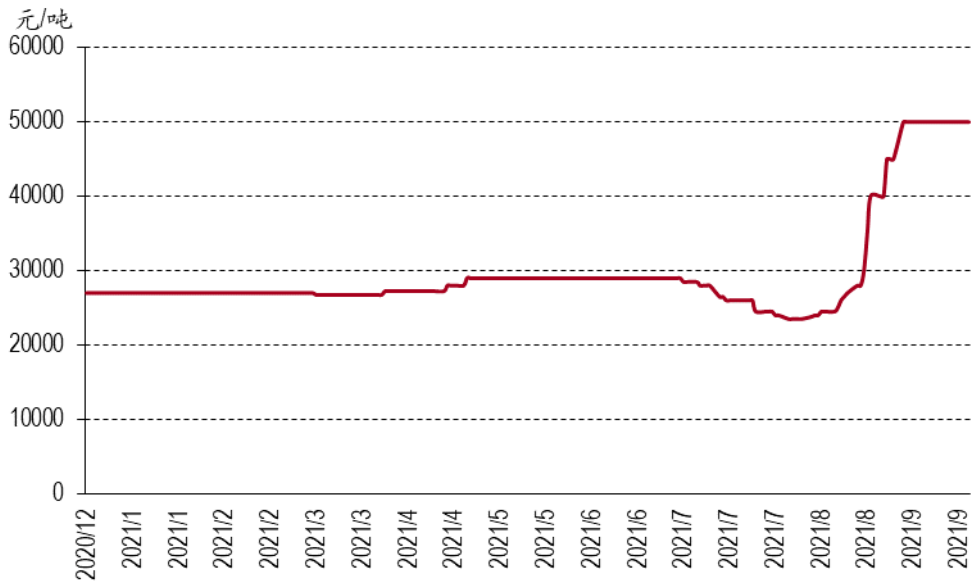
2021年2月25日，美国国际贸易委员会（ITC）投票对进口自中国的 R-125 五氟乙烷（R-125 Pentafluoroethane）作出反倾销和反补贴产业损害肯定性初裁，初步裁定被主张存在倾销和政府补贴的中国涉案产品对美国国内产业构成了实质性损害。在本次裁定中，5名国际贸易委员会委员均投肯定票。基于美国国际贸易委员会的肯定性产业损害初裁，美国商务部将继续对本案进行调查。

2021年8月11日，美国商务部宣布对进口自中国的五氟乙烷（R-125）作出反倾销肯定性初裁，初步裁定浙江三美化工股份有限公司（Zhejiang Sanmei Chemical Ind. Co., Ltd.）以及获得单独税率的生产商/出口商的倾销率均为 280.37%，中国其他生产商/出口商的倾销率为 280.48%。

美国商务部预计将于 2021 年 12 月 30 日作出反倾销终裁。涉案产品的美国协调关税税号为 2903.39.2035。

在反倾销初裁落地的影响下，R125 价格快速上涨，由 8 月初 2.5 万元/吨左右价格涨至 5 万元/吨。目前厂家以供应出口订单和自用混配制冷剂为主，而美国企业则抓紧终裁落地前窗口期大量进口，内销货源紧张；现阶段外贸出口需求利好延续，加上空调生产方面需求将提升，短期内货源紧张现状预计难以改善。

图表 8.R125 价格变化



资料来源：百川盈孚，中银证券

投资建议：

配额紧张及当前能耗双控政策预计短时间难以缓解，将导致原材料价格高位及生产供应紧张局面持续。在此影响下，预计制冷剂产品价格大概率依然高位易涨难跌。

中长期看，二代氟制冷剂或将逐渐淘汰。根据《蒙特利尔议定书》对发展中国家的要求，二代氟制冷剂从 2015 年开始削减，要求 2025 年削减 67.5%；2030 年削减 97.5%，所余 2.5%用于 2040 年前的维修，但尚需 2025 年进行评估；三代氟制冷剂自 2029 年开始削减，到 2045 年后将使用量削减至其基准值 20%以内。而四代氟制冷剂因其温室气体排放值低存在对前代制冷剂的巨大的替代成长空间。

制冷剂价格上涨对氟化工产业链企业业绩增厚有显著利好，从弹性测试角度看，R22 价格每上涨 5000 元，巨化股份 EPS 增厚 0.209 元；R125 价格每上涨 5000 元，三美股份 EPS 可增厚 0.321 元；R32 价格每上涨 5000 元，三美股份 EPS 可增厚 0.247 元，巨化股份 EPS 增厚 0.167 元。

推荐产业链产品相对完善、R22 全国产能第二的巨化股份，关注三美股份等。

图表 9. R22 弹性测试

	巨化股份	华谊集团	三美股份
R22 产能 (万吨/年)	15	4.5	1.5
总股本数 (亿股)	27	21.3	6.1
EPS 变化/产品价差上涨 5000 元	0.209	0.079	0.092

资料来源: 百川盈孚, 万德, 公司公告, 中银证券

图表 10. R125 弹性测试

	巨化股份	三美股份
R125 产能 (万吨)	5	5.2
总股本数 (亿股)	27	6.1
EPS 变化/产品价差上涨 5000 元	0.070	0.321

资料来源: 卓创, 万德, 公司公告, 中银证券

图表 11. R32 弹性测试

	巨化股份	三美股份
R32 产能 (万吨)	12	4
总股本数 (亿股)	27	6.1
EPS 变化/产品价差上涨 5000 元	0.167	0.247

资料来源: 百川盈孚, 万德, 公司公告, 中银证券

风险提示:

宏观经济风险, 能耗政策变化影响等。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371