

# 巨化股份（600160）：优秀的氟化工一体化龙头

2019年07月29日

推荐/首次

巨化股份 深度报告

公司是氟化工行业的龙头企业，氟化工规模较大，且产业链完善。公司氟化工原料板块的甲烷氯化物产能全国第一。生产所需原材料均能实现自给，且大多通过管道实现运输，能在降低运输安全的同时降低生产成本。氟制冷剂和氟化工原料氟化工产品成为公司最重要的收入来源，近年行业景气度较高，公司实现了高盈利水平。

制冷剂产品高盈利明显，目前主要经营第二代和第三代制冷剂，同时用自有技术实现第四代氟制冷剂产业化生产。其中，公司第二代制冷剂 R22 产量位居全国第二，国外企业退出以及包括我国在内的发展中国家也执行严格的配额限制，但同时其需求仍十分旺盛，因此预计仍将维持高盈利水平。公司第三代制冷剂竞争优势明显，如果第三代制冷剂配额在近年落实，公司的先发优势将更加显著。在原材料方面，公司地处萤石资源富集中心区域，采购便利，且自备氢氟酸产能，自给率达 50%，综合成本较低，实力很强。

氯碱板块特色明显，氯碱平衡水平、氯碱装置运行率处国内前列。公司烧碱规模位于浙江省第一位，随着未来国家基建扩大，下游产品氧化铝产量提升，烧碱需求有望提振，价格触底回升。同时配套液氯用于生产公司氟化工原料，对氟化工稳定生产至关重要。公司 PVDC 是国内唯一品牌，亦是国内唯一具有自主知识产权产品，国内市场占有率超过 60%，此外，F141b 等产品进一步扩大了公司产品纵深。

公司联手大基金共同发展电子化学材料板块。公司与大基金等一同注资成立中巨芯，并将公司电子化学材料板块出售给中巨芯。可预期中巨芯将能够利用大基金的支持来快速发展电子化学材料业务是未来公司盈利增长点。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 17.51 亿元、19.94 亿元和 20.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.63、0.72 和 0.75 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 12.9、11.2 和 10.8 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

**风险提示：**项目建设进度不及预期、原材料价格剧烈波动。

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	13,768.0	15,656.2	16,236.9	17,405.0	18,275.2
增长率(%)	36.30%	13.71%	3.71%	7.19%	5.00%
净利润(百万元)	944.20	2,182.94	1,750.79	1,994.41	2,073.39
增长率(%)	512.73%	131.19%	-19.80%	13.91%	3.96%
净资产收益率(%)	8.64%	17.10%	12.51%	12.91%	12.17%
每股收益(元)	0.44	0.78	0.63	0.72	0.75
PE	18.41	10.38	12.85	11.23	10.83
PB	1.58	1.77	1.61	1.45	1.32

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

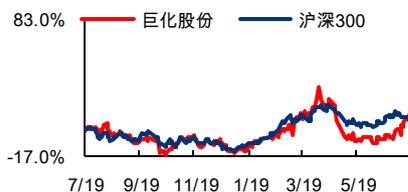
## 公司简介：

公司是经浙江省人民政府批准，由巨化集团独家发起，采用募集方式设立的股份有限公司，是国内领先的氟化工、氯碱化工综合配套的氟化工制造业基地。公司核心产业氟化工及其它主导产品在规模、技术上处于行业领先水平。巨化品牌商标为中国驰名商标。公司氟产品系列、有机氟产品系列、硫酸系列获“浙江省名牌产品”。

## 交易数据

52 周股价区间(元)	8.1-7.52
总市值(亿元)	222.36
流通市值(亿元)	215.33
总股本/流通 A 股(万股)	274517/265842
52 周日均换手率	0.95

## 52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

## 分析师

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

张明烨

0755-82832017

zhang\_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

研究助理

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

洪翀

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

徐昆仑

010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

## 目 录

1. 公司是氟化工行业的龙头企业 .....	4
1.1 公司位于国家级衢州高新技术产业开发区 .....	4
1.2 公司具备完善的氟化工产业链 .....	5
1.3 公司与大基金合作战略发展电子化学材料 .....	11
1.4 公司具有历史性优良资产 .....	12
2. 制冷剂产品预计持续维持盈利 .....	13
2.1 第二代制冷剂配额日益稀缺 .....	14
2.2 公司第三代制冷剂布局完善 .....	17
2.3 公司第四代制冷剂优势明显 .....	18
3. 含氟聚合物板块盈利将维持高位 .....	18
4. 氯碱板块特色明显 .....	19
4.1 配套液氯对于氟化工的稳定生产至关重要 .....	19
4.2 基建投资有望提升烧碱需求 .....	20
4.3 PVDC 是国内唯一厂商 .....	22
5. 电子化学材料是公司战略性新兴业务板块 .....	22
5.1 电子化学材料产业是国家产业振兴计划 .....	23
5.2 公司于 2015-2018Q1 电子化学材料板块发展情况 .....	24
5.3 公司未来电子化学材料板块发展 .....	25
6. 公司已内酰胺预计竞争加剧 .....	26
7. 盈利预测和风险评级 .....	27
8. 风险提示 .....	28

## 表格目录

表 1: 公司主要产品 .....	8
表 2: 2015-2018 公司氟化工典型产品产量 (万吨) .....	10
表 3: 常用制冷剂分类及介绍 .....	13
表 4: 《蒙特利尔议定书》对 R22 淘汰的规定 .....	15
表 5: 我国 R22 生产厂家及产能 .....	16
表 6: 公司电子化学板块投资情况 .....	23
表 7: 国内已内酰胺生产公司产能 (万吨/年) .....	26

## 插图目录

图 1: 衢州高新技术产业开发区 .....	4
图 2: 公司主要产品 2018、2019 年产能对比 .....	4

图 3: 巨化股份产业链.....	5
图 4: 巨化股份发展历程图.....	6
图 5: 2019 上半年公司主营业务及其占比.....	7
图 6: 2019 上半年公司主要产品毛利润占比.....	7
图 7: 公司营业收入及其增速.....	7
图 8: 公司营业利润及其增速.....	7
图 9: 公司氟化工各类产品销量 (吨) .....	9
图 10: 公司制冷剂营业收入及利润 (万元) 及其增速.....	9
图 11: 公司氟化工原料营业收入及利润 (万元) 及其增速.....	9
图 12: 公司含氟聚合物营业收入及利润 (万元) 及其增速.....	9
图 13: 国内二氯甲烷价格及其同比变化.....	10
图 14: 国内氯仿价格及其同比变化.....	10
图 15: 公司电子化学材料板块发展历程.....	11
图 16: 公司和化工行业流动比率和速动比率对比.....	12
图 17: 公司和化工行业资产负债率对比.....	12
图 18: 公司主要制冷剂的工艺流程图.....	13
图 19: 无水氟化氢价格 (元/吨) .....	14
图 20: 萤石价格 (元/吨) .....	14
图 21: R22 淘汰进程发展中国家、发达国家和欧盟对比.....	15
图 22: 公司制冷剂产量 (吨) 及增速.....	17
图 23: R134a 价格 (元/吨) .....	17
图 24: R410a 及其混合原料 R32、R125 价格 (元/吨) .....	17
图 25: 公司近年含氟聚合物材料库存及销量.....	19
图 26: 公司含氟聚合物材料板块主要产品情况.....	错误!未定义书签。
图 27: 液氯价格 (元/吨) .....	20
图 28: 2019 年液氯下游消费结构.....	20
图 29: 烧碱下游需求占比.....	21
图 30: 烧碱价格 (元/吨) .....	21
图 31: 烧碱累计产量 (万吨) 及同比增速.....	21
图 32: 氧化铝累计产量 (万吨) 及同比增速.....	21
图 33: 电子化学品的产业链.....	23
图 34: 国内电子化学品总产值变化.....	23
图 35: 电子化学材料营业收入成本与总收入成本占比.....	24
图 36: 公司电子化学材料营业收入及利润.....	24
图 37: 公司电子化学材料生产量、销售量及其变化.....	24
图 38: 公司电子化学材料营业成本分析.....	24
图 39: 中巨芯科技股权结构图.....	25
图 40: 己内酰胺及原材料纯苯价格 (元/吨) .....	26

## 1. 公司是氟化工行业的龙头企业

### 1.1 公司位于国家级衢州高新技术产业园区

公司位于衢州高新技术产业园区。高新区于 2013 年 12 月经国务院批准升格为国家级，成为浙江省第 5 家国家高新区，是我国唯一一个主导产业为氟硅钴新材料的国家级化工园区。

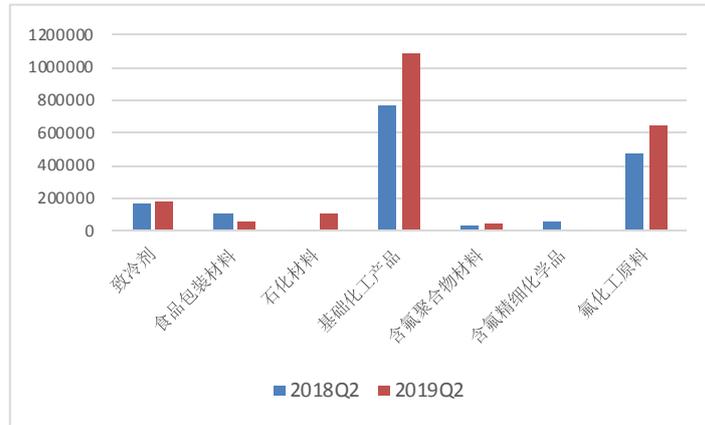
图 1：衢州高新技术产业园区



资料来源：东兴证券研究所

衢州高新区除去其优越的区位优势、产业基础发展雄厚等固有优势之外，其作为国家级化工园在园区污染治理以及规划布局和园区管理位于领先水平。衢州高新区以国家级标准为公司提供安全生产的条件，其区位优势将随着安全环保的不断加强而愈发突出。

图 2：公司主要产品 2018、2019 年产能对比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 1.2 公司具备完善的氟化工产业链

公司的生产厂区是国内领先的氟化工、氯碱化工综合配套的氟化工先进制造业基地，主要业务为氟化工产品、基本化工原料、食品包装材料及后续产品的研发、生产与销售，拥有氯碱化工、硫酸化工、煤化工、基础氟化工等氟化工必需的产业配套体系，并以此为基础，形成了包括基础配套原料、氟致冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、精细化学品等在内的完整的氟化工产业链，并涉足石油化工产业。

公司的氟化工规模较大，且产业链完善，生产所需的硫酸、液氯、甲烷氯化物等均能实现自给，同时大多数原材料通过管道实现运输，能在降低运输安全的同时降低生产成本。完整的产业链使得公司的抗风险能力较强，能够较好地降低原材料价格波动所带来的影响，并最大程度得获得产业链中的利润。

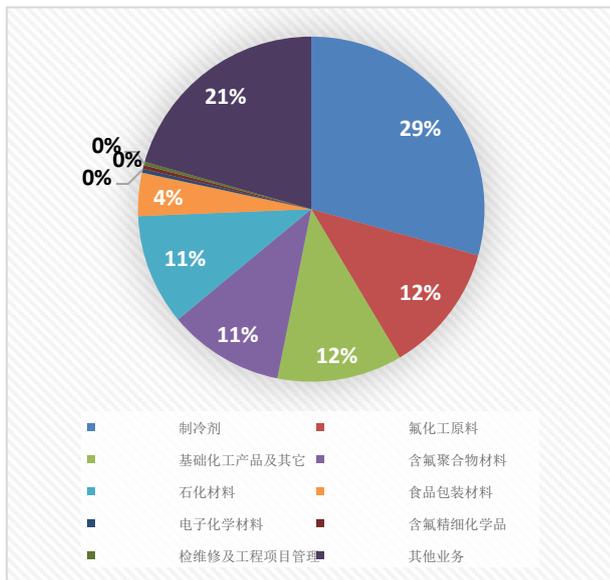
图 3：巨化股份产业链



中氟制冷剂、氟化工原料和含氟聚合物材料为公司最重要的收入来源。

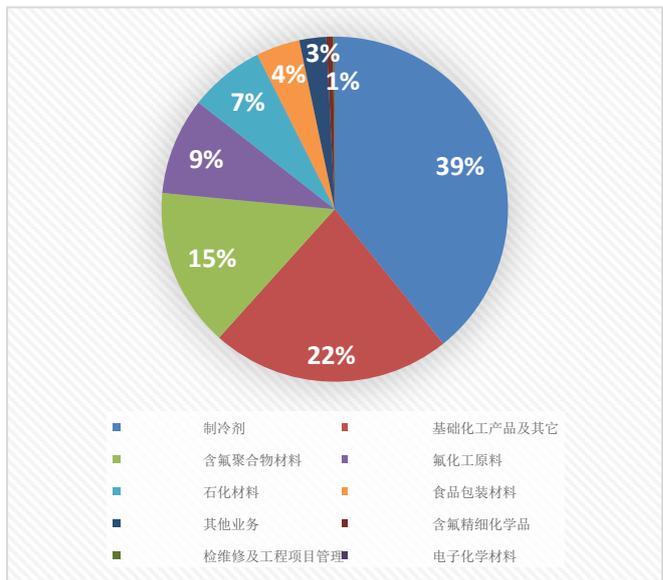
氟化工产品的行业周期性较强。氟化工近 10 年经历了低端重复建设，激烈竞争和弱势企业和劣势产能去化，供给侧结构性改革推进下的行业回升与行业集中度提升、龙头企业加速产业升级等三个阶段。从国内看，受 2011 年、2012 年氟化工爆发性增长的影响，我国氟化工低水平重复建设，产能不断扩大，产品结构性矛盾更加突出，结构性产能过剩严重，在此期间公司依托龙头竞争优势营业收入保持平稳增长。2017-2018 年氟化工产业受益于国内供给侧改革以及安全环保监管趋严周期行情在今年得以爆发，因此 2017 年与 2018 年公司的营业收入及利润均出现了快速增长。公司 2019 年上半年的营业利润为 604079.81 万元同比下降 2.9%，主要是由于公司主营产品致冷剂和氟化工原料价格分别同比降低 10.72% 和 22.95%，同时上游采购萤石、四氯化硅以及 VCM 的价格出现了不同程度的提升（20.02%，12.39%和 2.20%）。

**图 5：2019 上半年公司主营业务及其占比**



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

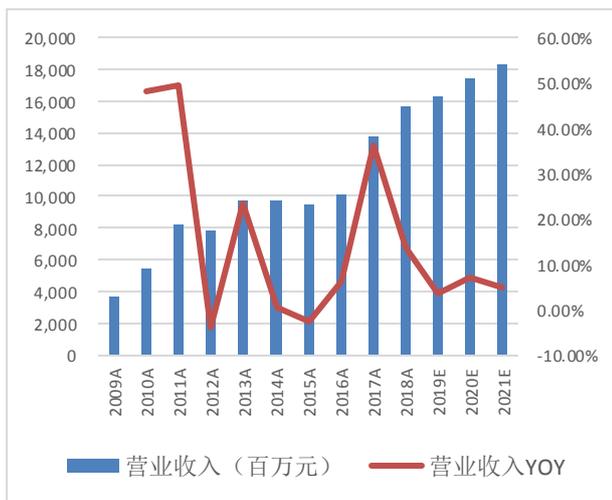
**图 6：2019 上半年公司主要产品毛利润占比**



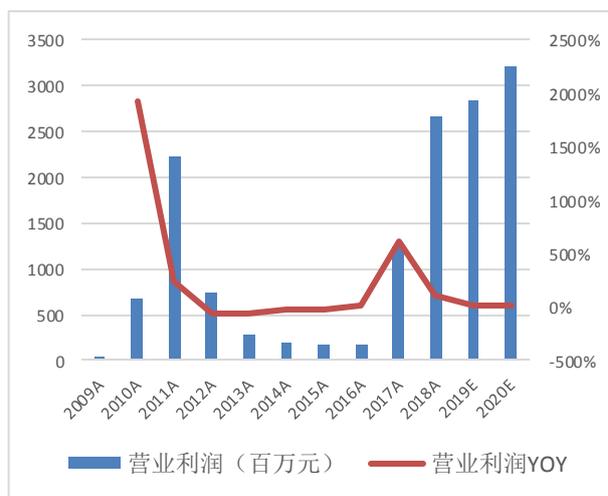
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 7：公司营业收入及其增速**

**图 8：公司营业利润及其增速**



资料来源：公司公告、东兴证券研究所



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 1：公司主要产品

产品分类	主要产品
氟化工原料	AHF、甲烷氧化物、PCE、TCE、HCFC-142b、HCFC-141b、甲醇
制冷剂	CFC-12、F22、HFC-32、HFC-134a、HFC-125、HFC-245fa、HFC-410a、AHFO-1234fy
含氟聚合物	TFE、PTFE、HFP、FEP、VDF、PVDF、FKM
含氟精细化学品	四氟丙酸钠、四氟丙醇、乙氧氟草醚、七氟溴丙烷
食品包装材料	VDC、PVDC、PVDC 膜、PVDC 乳液
石化材料	己内酰胺、环己酮
基本化工原料及其他	HCl、烧碱、硫酸、液氯、无水氯化钙、HFC-23、液氨、氨水、一丁胺、三丁胺、二丁胺、 甲醛、液氯、二氧化碳
电子化学材料	电子气体、特种气体、湿电子化学品

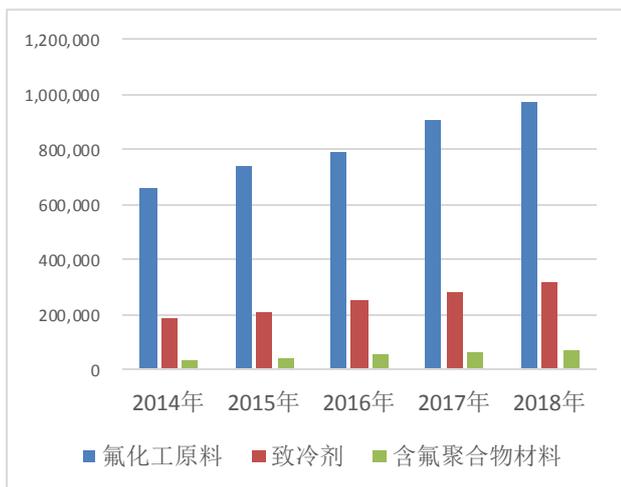
资料来源：公司公告、公司网站、东兴证券研究所

公司氟制冷剂是国内龙头品牌，主要经营产品有第二代制冷剂 R22、第三代制冷剂，如 R125、R32、R134a 和混配小包装制冷剂，以及第四代制冷剂等。2018 年公司氟制冷剂总产能达 33.88 万吨/年。其中，R22 产能国内第二位；第三代氟制冷剂规模处全球龙头地位，混配小包装制冷剂市场占有率全球第一位；此外，公司用自有技术实现第四代氟制冷剂产业化生产。氟制冷剂的收入与利润一直呈现持续的增长趋势，且穿越 2012-2016 年氟化工行业的低迷周期，并在 2017 年后出现迅速增长。主要原因是 2012 年至 2016 年间制冷剂市场较为低迷，中小企业陆续退出，加上国家对第二代制冷剂的配额生产要求和对上游原料萤石的开采与生产控制，导致产能集中度进一步提升。2017 年以来，制冷剂货源紧张，价格中枢显著提升，预计未来短期内也将维持高盈利。

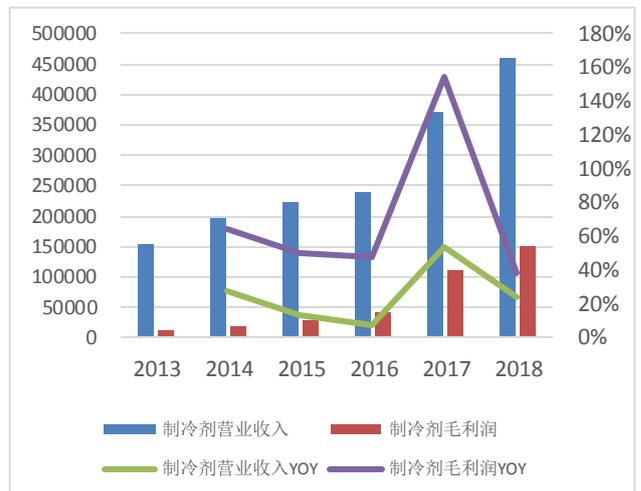
其他氟化工产品也助长了公司今年的增利。氟化工原料方面，公司主要生产 AHF、甲烷氯化物、三氯乙烯、四氯乙烯等，其中甲烷氯化物、三氯乙烯以及四氯乙烯产能均为全国第一。AHF 多用于公司下游制

冷剂原料甲烷氯化物部分自用，因而主要销售甲烷氯化物包括二氯甲烷和氯仿等。甲烷氯化物为氟制冷剂主要原料中间体，公司不断扩张甲烷氯化物产能，推动产量不断增长。2013年以来，公司氟化工原料的营业收入和毛利润呈现出一定周期性，表现在2013-2015年平稳上升，2015-2017年出现下降，2018年迅速强烈反弹回升。该周期性与二氯甲烷和氯仿的价格变化相一致，甲烷氯化物的下游产品为塑料、胶片等工业制品具有一定的周期性。2018年以来下游需求回暖，产品需求增加，价格也出现大幅上涨。2019年上半年二氯甲烷均价为3184元/吨，较去年上半年下跌43元/吨，跌幅为1.3%；2019年上半年三氯甲烷均价为2934元，较去年上半年上涨281元/吨，涨幅为10.6%。下半年随着双节来临，下游终端及经销商节前有备货需求，市场或呈现较强格局。

含氟聚合物材料板块表现出了弱的周期性，经历了2013-2015年的营收增长停滞，2016年起该板块出现大幅营收增长直至2019年。受多次安全检查影响，2019年上半年公司含氟聚合物材料营业收入同比下降4%未能保持2016年来的高增长。预计公司的规模优势会使在行业提高安全标准的过程中扩大市场占有率，含氟聚合物材料板块的盈利将维持高位。

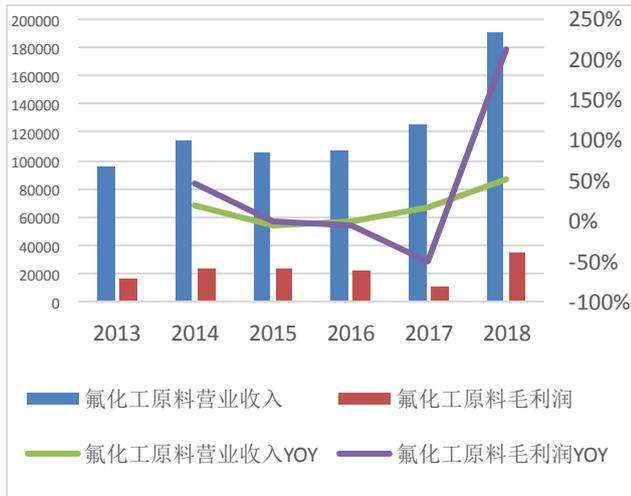
**图 9：公司氟化工各类产品销量（吨）**


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 10：公司制冷剂营业收入及利润（万元）及其增速**


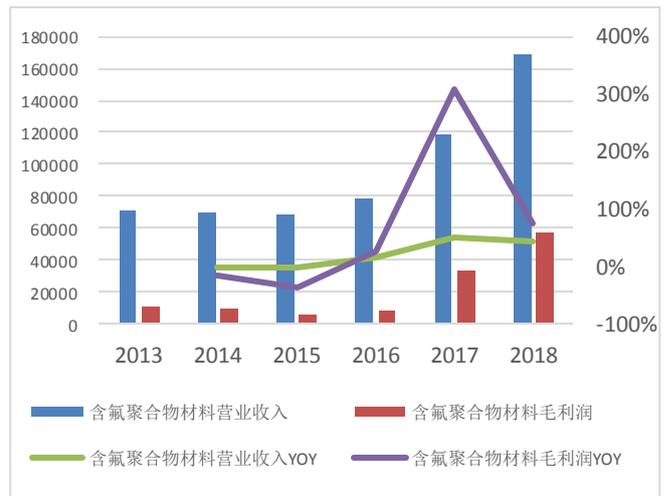
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

**图 11：公司氟化工原料营业收入及利润（万元）及其增速**
**图 12：公司含氟聚合物营业收入及利润（万元）及其增速**



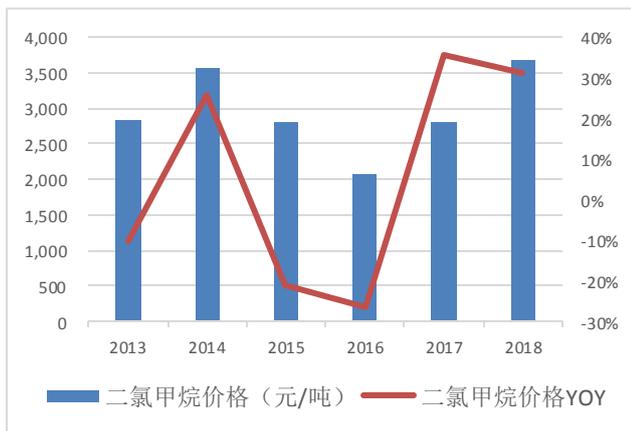
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 13: 国内二氯甲烷价格及其同比变化

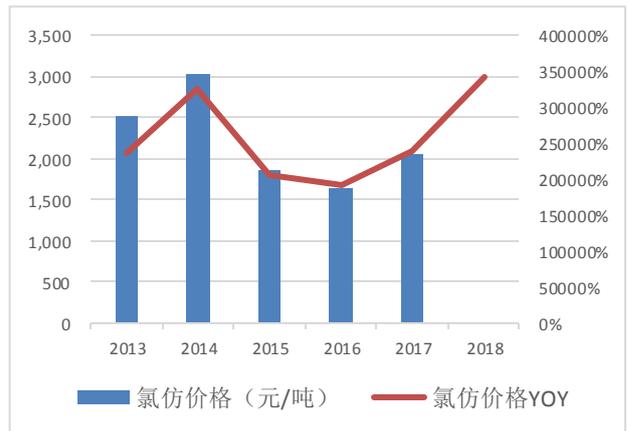


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 14: 国内氯仿价格及其同比变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所



资料来源: Wind、东兴证券研究所

表 2: 2015-2018 公司氟化工典型产品产量 (万吨)

业务分类	2015	2016	2017	2018
氟化工原料	73.65	79.71	90.59	97.69
制冷剂	20.87	25.09	28.98	32.73
含氟聚合物材料	4.12	5.47	6.42	7.13
含氟精细化工品	0.10	0.07	0.10	0.07
食品包装材料	8.27	10.61	10.65	11.40
石化材料	16.84	19.22	20.31	20.99
电子化学材料	2.49	2.52	2.60	0.88
基础化工产品	125.82	141.19	149.18	155.44

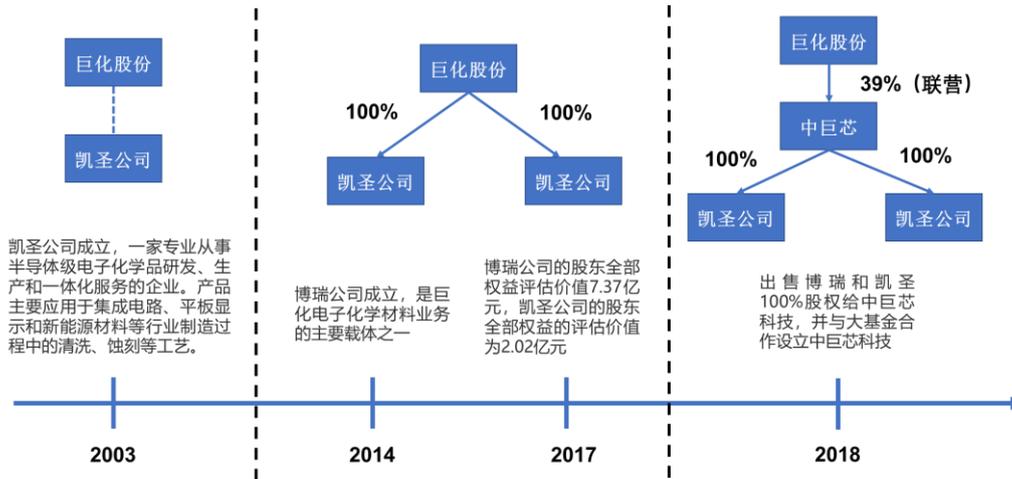
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

### 1.3 公司与大基金合作战略发展电子化学材料

公司将电子化学材料作为产业升级的重要方向。电子化学材料具有技术含量高、品质要求苛刻、安全管控严格、前期投入大、认证周期长、技术与市场壁垒高、寡头现象等突出的产业特征。

浙江凯圣氟化学有限公司（以下简称“凯圣公司”）于2003年成立以电子化学材料相关的高新技术产业为主导。在此之后巨化股份通过运作成为其100%控股股东，凯圣公司成为巨化股份电子化学材料板块的载体。2014年12月公司成立浙江博瑞电子科技有限公司（以下简称“博瑞公司”）来从事电子化学材料业务，并成为巨化电子材料业务的主要载体。公司为实现氟化工领域全产业链发展和进行精细化学品的研发生产，于2016年非公开募集资金32亿元，其中电子化学板块包括高纯电子气体项目（一期）、高纯电子气体项目（二期）以及含氟特种气体项目共计10.66亿元。为了适应电子化学材料行业技术壁垒、市场壁垒和行业集中度高、国产化程度低等行业特点，推进混合所有制改革，公司联合国家集成电路产业投资基金公司（以下简称“大基金”）等共同设立中巨芯科技有限公司（以下简称“中巨芯”）。公司于2018年完成对其全资子公司凯圣公司和博瑞公司的股权转让并成为中巨芯的全资子公司。至此公司与大基金携手联营中巨芯，战略发展电子化学材料。中巨芯不仅可以拥有凯圣公司和博瑞公司积累下的电子化学材料领域的发展经验，亦能通过大基金获得充足的资金以使中巨芯的发展道路上完成并购成长。预期，电子化学材料板块是公司未来的主要盈利增长点。

图 15：公司电子化学材料板块发展历程



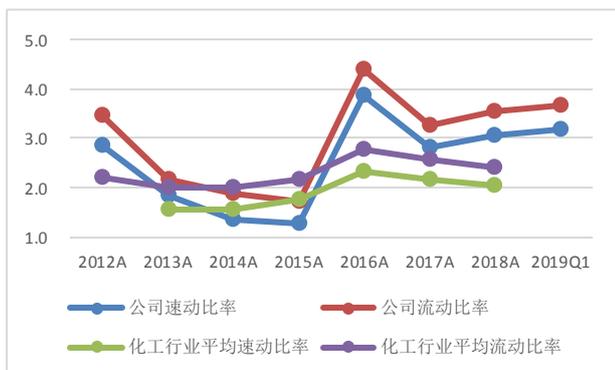
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 1.4 公司财务结构良好，负债率较低

公司具有健康的财务结构。从历史数据来看，公司自2016年向特定投资者非公开发行人民币普通股起，流动比率和速动比率均高于行业平均水平。从图16中可看出，2018年度公司的流动比率为3.56高于行业平均值2.42，速动比率为3.04高于行业平均2.04，且从2016-2018的趋势来看公司的流动、速动比率继续增长而行业平均水平继续收缩。相较于化工行业来说，公司有着远超越行业平均的短期债务偿还能力，具有更高抵御风险的能力。

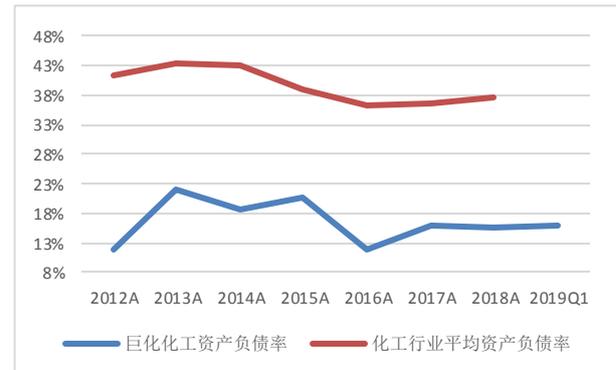
公司资产负债率常年处于较低位置，并自2016年以来一直低于16%而化工行业在此阶段超过36%。资产负债率普遍偏低表明公司的财务成本较低，风险较小，经营较为稳健。

图 16：公司和化工行业流动比率和速动比率对比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 17：公司和化工行业资产负债率对比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

## 2. 制冷剂产品预计持续维持盈利

根据制冷剂的臭氧层消耗值 ODP 和全球变暖潜值 GWP 的高低可以将其分为四代。目前第一代制冷剂由于其具有较高的 ODP 值和 GWP 值, 对环境影响较大, 已经全面淘汰。第二代和第三代制冷剂是目前主流的主流制冷剂品种。第四代制冷剂在个别场合已有应用, 但尚未大规模普及。巨化股份目前主要经营第二代和第三代制冷剂, 同时用自有技术实现第四代氟制冷剂产业化生产。

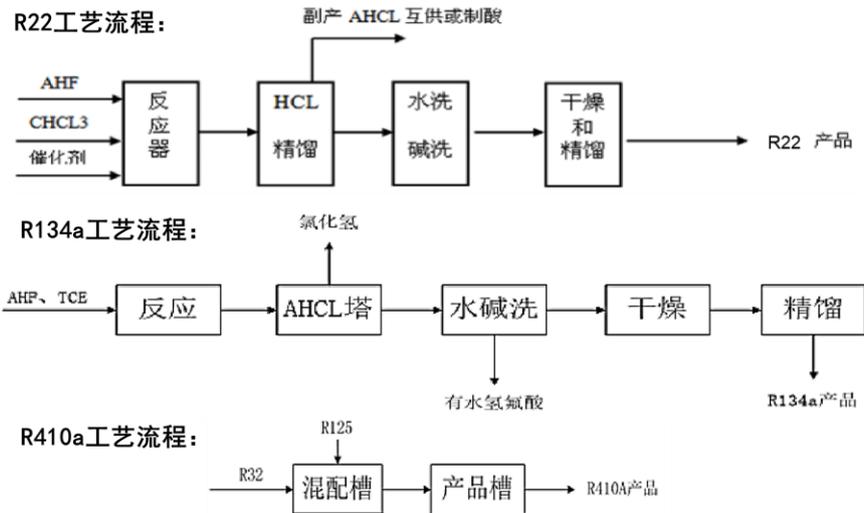
表 3: 常用制冷剂分类及介绍

分类阶段	典型分子结构	典型产品	分子式	中文名称	环保性
第一代制冷剂 (已淘汰)	CFC	R11	CFCI3	一氟三氯甲烷	高 ODP、高 GWP
		R12	CCI2F2	二氟二氯甲烷	
第二代制冷剂 (加速削减)	HCFC	R22	CHCIF2	二氟一氯甲烷	低 ODP、高 GWP
		F141b	C2H3Cl2F	一氟二氯乙烷	
第三代制冷剂	HCFC、HFC	R134a	CH2FCF3	四氟乙烷	零 ODP、高 GWP
		R125	CHCF5	五氟乙烷	
		R32	CH2F2	二氟甲烷	
		R410a	—	R22 和 R125 对等混合	
第四代制冷剂	HFC、HFO、HFE	R152a	CH2CF2	二氟乙烷	零 ODP、低 GWP
		HFO-1234ze	CF3CH=CHF	1,1,1,3-四氟乙烯	
		HFO-1234yf	CH2=CFCF3	2,3,3,3-四氟丙烯	

资料来源: 中国知网、公司公告、东兴证券研究所

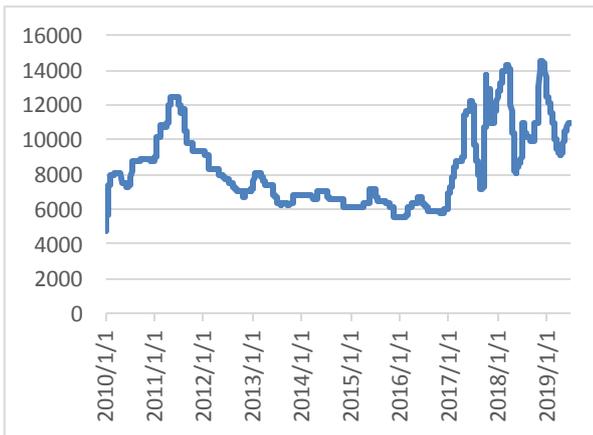
公司在二代制冷剂、三代制冷剂和四代制冷剂均有布局, 其中 R22、R134a 和 R410a 为公司在制冷剂领域的主要产品。R22 生产是以 AHF 和氯仿为主要原料经后续催化反应等工序制得, R134a 以 AHF 和 TCE 为原料经气相氟化法制备, R410a 是通过 R32 和 R125 按混配制备。其中 R32 和 R125 的主要原料也为 AHF 和甲烷氯化物。公司的甲烷氯化物基本实现自给, 制冷剂方面主要的采购原料为 AHF 及 AHF 上游原料萤石。

图 18: 公司主要制冷剂的工艺流程图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 19：无水氟化氢价格（元/吨）



资料来源：百川资讯、东兴证券研究所

图 20：萤石价格（元/吨）



资料来源：百川资讯、东兴证券研究所

## 2.1 第二代制冷剂配额日益稀缺

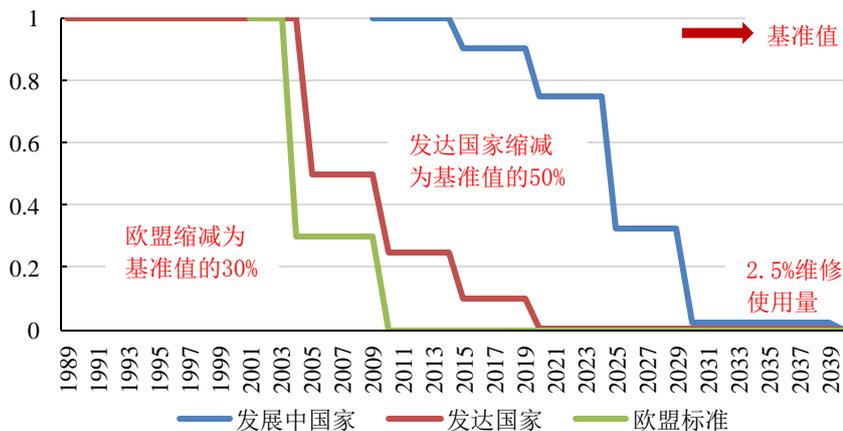
与很多精细化工品不同，环境影响和政策法规是影响制冷剂应用的核心因素。1985年签署的《保护臭氧层维也纳公约》（简称《公约》）中明确指出大气臭氧层耗损对人类健康和环境可能造成的危害，呼吁各国政府采取合作行动，保护臭氧层，并首次提出氟氯烃类物质作为被监控的化学品。1989年签署的《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》（简称《议定书》）则对氟氯烃类的使用提出了具体规定，其中发达国家需要在2020年完全淘汰第二代制冷剂的消费，而发展中国家需要在2020年削减25%，并逐渐消减，直至在2030年完全淘汰。

我国于 1991 年签署加入《议定书》，并在 2010 年制定并颁布了《消耗臭氧层物质管理条例》，建立了含氢氟氯烃生产、消费和进出口控制及配额管理制度，建立生产配额管理体系，控制企业 HCFCs 生产水平及国内销售水平，保证生产行业和消费行业淘汰达到《议定书》要求，对 HCFCs 生产、销售、进出口进行严格控制和监管。

**表 4: 《蒙特利尔议定书》对 R22 淘汰的规定**

时间	发达国家路线图	发展中国家路线图
1989	消费量基准年	——
1990	生产量基准年	——
1996	消费冻结	——
2004	HCFCs 的生产和消费削减 35%	——
2010	HCFCs 的生产和消费削减 75%	——
2013	——	HCFCs 的生产和消费冻结在基准年
2015	HCFCs 的生产和消费削减 90%	HCFCs 的生产和消费削减 10%
2020	HCFCs 完全淘汰	HCFCs 的生产和消费削减 35%
2025	——	HCFCs 的生产和消费削减 67.5%
2030	——	HCFCs 完全淘汰
2020—2030	允许保留 0.5% 作为维修用途使用	——
2030—2040	——	允许保留 2.5% 作为必要的维修用途使用

资料来源:《蒙特利尔议定书》、网络公开资料、东兴证券研究所

**图 21: R22 淘汰进程发展中国家、发达国家和欧盟对比**


资料来源:《蒙特利尔议定书》、网络公开资料、东兴证券研究所

但是目前，在包括我国在内的发展中国家中，R22 仍是最主要的空调、电冰箱制冷剂，欧美国家存量设备的维修用 R22 也需进口。从制冷效果本身而言，R22 是十分理想的制冷剂，具有能耗低、单位制冷量大、安全性高（无毒、不燃、不爆）、性价比高和腐蚀性低等一系列优点，因此其在政策和法规允许的范围内依然广受欢迎。同时，R22 也是重要的含氟高分子材料的原材料。供给方面，国外 R22 生产企业早已经停工，我国也从 2013 年开始对其生产进行严格的配额制管理。R22 由于需求旺盛且供给收到严格限制，因此盈利能力很强，成为制冷剂产品中的“现金奶牛”。巨化股份的 R22 产量位居全国第二，盈利能力十分可观。

表 5：我国 R22 生产厂家及产能

生产厂家	区域	有配额企业产能（万吨）	装置动态
江苏梅兰化工有限公司	江苏	11	
山东东岳化工有限公司	山东	22	
浙江永和制冷股份有限公司	浙江	2.5	
浙江巨化股份有限公司	浙江	15	冷剂 9 万吨左右；原料 6 万吨；新增 2 万吨
浙江三美化工股份有限公司	浙江	1.5	
临海市利民化工有限公司	浙江	3	
常熟三爱富中昊化工新材料有限公司	江苏	4.5	
浙江鹏友化工有限公司	浙江	1	
江西三美化工有限公司（兴国兴氟）	江西	2	2017 年年初后发生事故后没有生产
阿科玛大金先端氟化工（常熟）有限公司	江苏	3.5	
山东中氟化工科技有限公司	山东	1.2	长期未开工
小计		67.2（64）	
生产厂家（无销售配额）	区域	无配额企业产能（万吨）	装置动态
福建三农新材料有限责任公司	福建	2.4	现有 2.4 万吨用于原料自用
中昊晨光化工研究院有限公司	江苏	3.5	自用，2019 年 8 月 13 日开始技术升级改造，现月产 4000 吨
江西理文化工有限公司	江西	2	自用
山东鲁西化工有限公司	山东	1	自用
总计		74.6	

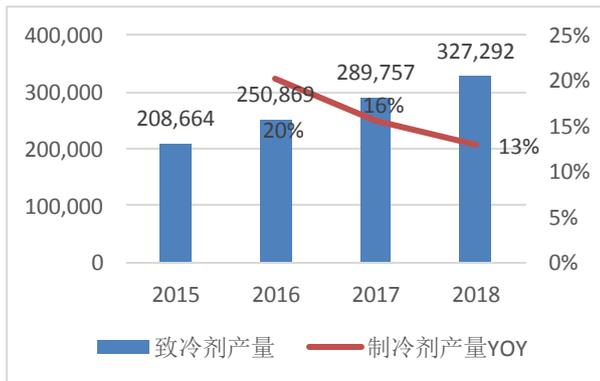
资料来源：百川资讯、东兴证券研究所

F141b 也属于第二代制冷剂，主要应用于聚氨酯发泡剂，系公司氟碱化工与氟化工联动产品。2015-2018Q3，公司 F141b 的产量分别为 0.99 万吨、1.36 万吨、1.23 万吨和 0.87 万吨，同期销量分别为 0.99 万吨、0.99 万吨、1.16 万吨和 0.75 万吨，产销衔接情况好。伴随国家加速淘汰 F141b 产能和下游家电行业对 F141b 发泡剂的使用，预计公司未来 F141b 产能配额削减。

## 2.2 公司第三代制冷剂布局完善

我国目前应用较为广泛的第二代 HCFCs 类氟致冷剂（以 R22 为代表）因破坏臭氧层且温室效应值较高而面临淘汰。第三代 HFCs 类氟致冷剂完全不破坏臭氧层，温室效应值也大大降低，是目前较为理想的氟致冷剂替代品种。公司近年来利用自身优势，积极巩固在 R134a 等第三代制冷剂上的行业龙头地位，填补 R22 未来逐步退市后留下的市场空间。目前，公司拥有 R32 产能 6.2 万吨，R125 产能 4 万吨，此外，R134a 产能达 7 万吨，规模和开工率保持全球第一。

图 22：公司制冷剂产量（吨）及增速



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 23：R134a 价格（元/吨）



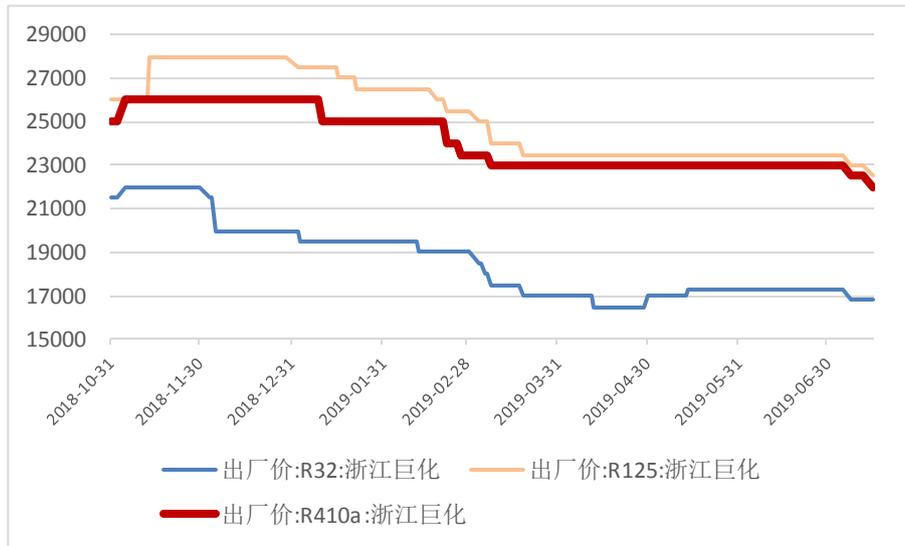
资料来源：百川资讯、东兴证券研究所

R134a 用以替代制冷工业中使用的 CFCs，广泛用做汽车空调，冰箱、中央空调、商业制冷等行业的致冷剂，并可用于医药、农药、化妆品、清洗行业。R134a 主要由无水氟化氢制得，氢氟酸的价格对于制冷剂的成本影响较大。2017 年以来无水氟化氢的价格波动较大，近期出现阶段性供应不足，导致价格上涨。但由于公司地处浙、赣、皖萤石资源富集中心区域，紧靠江西硫铁矿资源密集区，萤石、AHF 就近采购便利；且公司自备氢氟酸产能，自给率达 50%，氢氟酸的价格上升带动了氟制冷剂价格的上升，但不会对生产成本造成同等幅度的上升。

公司的 R125 和 R32 主要用于对等混合成 R410a，该混合制冷剂产品是目前世界上绝大多数国家认可并推荐的主流低温环保致冷剂，广泛用于空调的制冷和新冷冻设备初装与维修过程中的再添加。R410a 的制冷效果相对很强，因此易于将制冷设备小型化，同时工作压力约为 160%，是 R22 的 1.6 倍。

从 2018 年下半年以来，R410a 价格始终保持平稳下降的趋势，主要是受其混合物 R32 和 R125 的价格影响。需求角度，两者均主要用于空调制冷，但由于 2018 年底的抢出口以及国内房地产市场逐渐下行，2019 年上季度空调需求不佳，行业高库存仍未缓解。由于临近 HFCs 的削减基线年（2020-2022 年），新产能加快投产进度，对价格形成压制，导致 R125 和 R32 价格均处于下跌状态。预计未来仍有一定的价格压力，但随着小厂商的推出，生产集中度提高，公司优势将日益凸显。

图 24：R410a 及其混合原料 R32、R125 价格（元/吨）



资料来源：百川资讯、东兴证券研究所

### 2.3 公司第四代制冷剂优势明显

公司第四代制冷剂产能国内投放还比较少，而巨化是目前国内极少数利用自主技术实现量产的企业。目前，国内有巨化和三爱富进行第四代制冷剂的量产，行业集中度高。

公司在 2018 年受让控股股东巨化集团所持有的浙江巨化技术中心有限公司和浙江巨化新材料研究院有限公司的 100% 股权，致力于四代氟制冷剂等技术产品的研发。其中，巨化技术中心近几年承担了“R1234 合成及应用技术研究”，巨化新材料拥有发明专利“一种制备 1,3,3,3-四氟丙烯的方法”。目前，巨化股份的第四代制冷剂产能达 3000 吨/年，未来公司的第四代制冷剂新产品研发和大规模量产带来的盈利也值得期待。

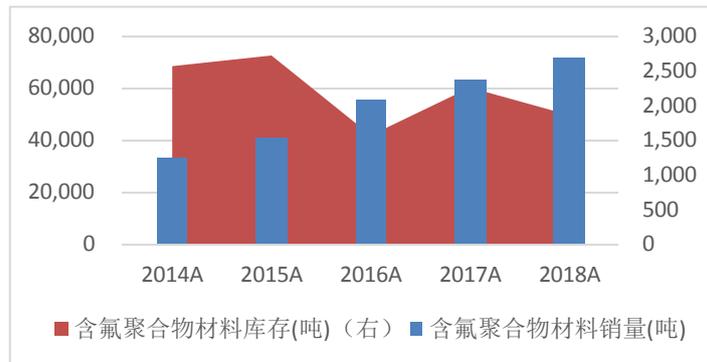
## 3. 含氟聚合物板块盈利将维持高位

含氟聚合物具有很高的耐热性、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，是有机氟行业中发展最快、最有前景的产业之一，处于产业链的中后端，产品附加值高。

在含氟聚合物方面，公司主营产品为 TFE、PTFE、HFP、FEP、PVDF 等，其中 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。随着氟聚合物技术改造提升项目、23.5kt/a 含氟新材料（二期）、10kt/aPVDF（一期）、氟橡胶等项目的实施，公司含氟聚合物将进一步向规模化、新品种、新用途、高端化拓展，竞争实力将进一步增强，并努力成为国际领先的氟聚合物材料供应商。预计到 2019 年底，公司将新增 PTFE12.7 千吨/年、TFE10 千吨/年、氟橡胶 3 千吨/年，跃居国内前列。2020 年底，PVDF10 千吨/年的在建产能预计完工。长远来看，含氟聚合物材料在先进制造业中展示出很大潜

能，含氟聚合物材料板块的盈利预计维持高位。

图 25：公司近年含氟聚合物材料库存及销量



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 4. 氯碱板块特色明显

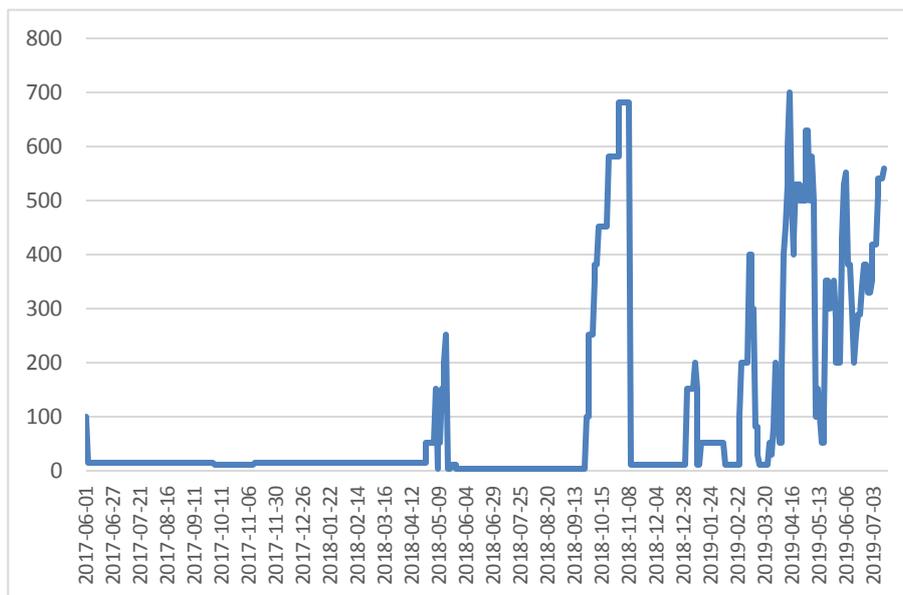
甲烷氯化物等含氯化合物是生产制冷剂的重要原材料，因此配套氯碱装置对于保证公司原料的稳定性十分重要。公司地处纺织与化工发达的江浙地区，随氯气伴生产生的烧碱可以较好地由周边企业消化。公司氯碱平衡水平、氯碱装置运行率处于国内同行前列，在国内具有明显的产业优势。由于公司配套氯碱行业主要是为了给氟化工产业链提供所需的氯元素，因此与一般氯碱企业主要以 PVC 的方式消耗氯气不同，公司氯碱板块产生的氯气主要用于氟化工的原料甲烷氯化物，并不需要生产 PVC 即可实现氯碱工业中的氯碱平衡。因此，公司于 2016 年停止生产 PVC，此前 6 万吨/年的产能设备逐渐淘汰。

目前，公司氯碱板块的产品包括液氯、烧碱、VDC（偏氯乙烯）、PVDC（聚偏二氯乙烯）及副产品氯化钙等产品。

### 4.1 配套液氯对于氟化工的稳定生产至关重要

液氯属于危险品，不便运输、不便储存，因此价格波动巨大。近几年来，由于液氯新增产能释放，供应量增加，但同时下游产品多为高污染行业，受环保政策高压影响，开工率降低，液氯需求萎靡，因此出现了大范围、长时间的倒贴运费现象，碱氯不平衡、倒贴运费成为国内液氯市场的新常态。2018 年整体液氯市场由弱转强，市场供需格局转变，多次出现价格暴涨的情况，厂家盈利水平明显转好。2019 年液氯市场仍跌宕起伏，供需双向不稳，3 月开始逐渐强势，价格甚至冲击千元。下半年有诸多液氯下游投产的计划，液氯供需或将逐渐平衡。山东省政府 2018 年 10 月发布《关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案》，鼓励氯气产品内部消化，计划将液氯就地消化率由 59% 提高到 85% 以上，因此液氯的配套将更加重要。

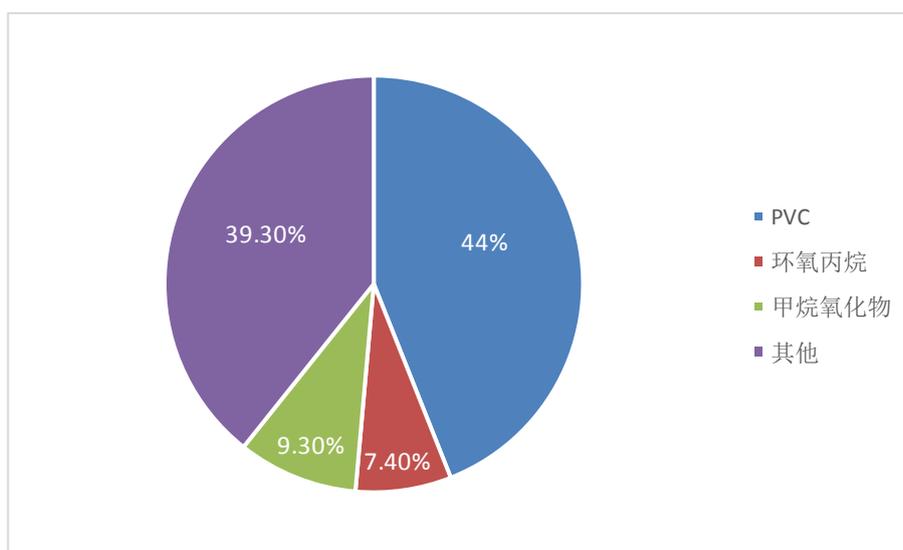
图 26：液氯价格（元/吨）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

液氯是用作氟化工生产原料甲烷氯化物的重要原料，因此液氯的价格波动和供应不稳定性，会对下游产品造成较大影响。公司自产液氯，为氟化工提供稳定原材料，保证氟化工产品的良好运行，是公司配套氯碱板块的根本原因。

图 27：2019 年液氯下游消费结构

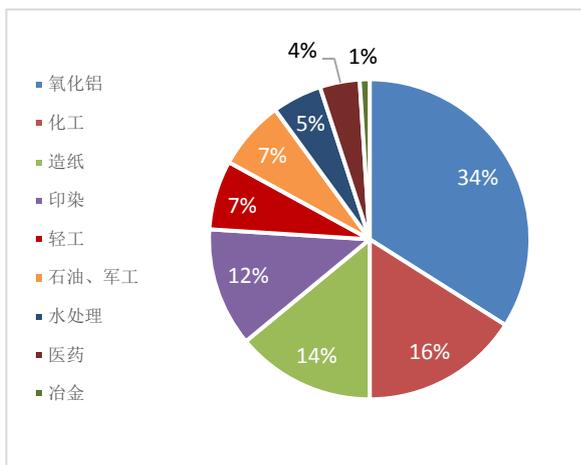


资料来源：Wind、东兴证券研究所

## 4.2 基建投资有望提升烧碱需求

本公司烧碱主要供给本省轻工、化工、纺织等行业，规模处于浙江省第一位，在区域内的行业主导地位稳定。目前，公司已进行了氯碱产品结构调整，先后淘汰了年产 10 万吨隔膜法烧碱等装置，优化提升 46 万吨离子膜法烧碱装置。烧碱产量与宏观经济变动密切相关，进入 2014 年以后，受全球经济持续低迷影响，国内外下游行业景气程度下降，致使烧碱产能供大于求的问题日益突出，价格始终处于较低水平。2017 年开始，由于供给侧结构性改革和安全环保监管趋严，以及经济的企稳，烧碱的产品价格持续走高，升至近十年来历史最高位。2018 年下半年以来，烧碱下游需求疲软，出货难且出货半径不断拉长，价格出现回落。

图 28：烧碱下游需求占比



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 29：烧碱价格（元/吨）

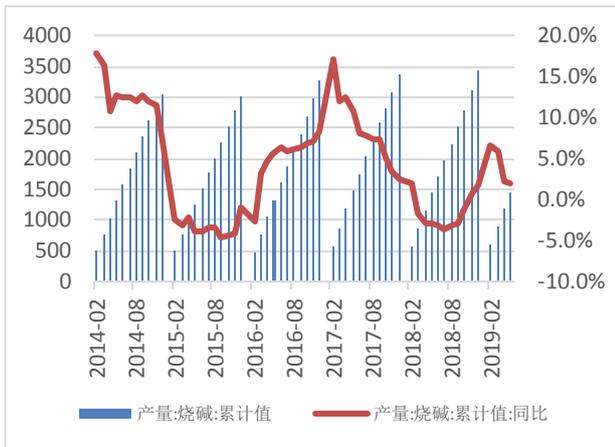


资料来源：Wind，东兴证券研究所

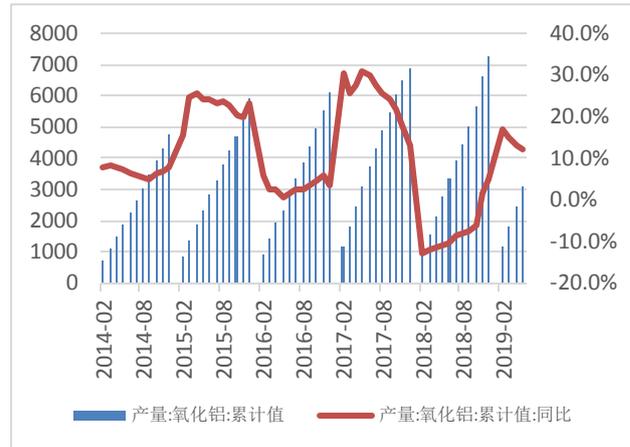
从烧碱下游需求看，氧化铝消费占烧碱下游的 34%，造纸占 14%，化工占 16%。烧碱下游需求占比最大的氧化铝需求庞大且稳定，1 吨氧化铝平均要消耗 0.16-0.18 吨的烧碱。2018 年间，氧化铝产量同比几乎始终处于负值，但同时逐步回升，形势趋于好转。

图 30：烧碱累计产量（万吨）及同比增速

图 31：氧化铝累计产量（万吨）及同比增速



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 4.3 PVDC 是国内的特异化产品

公司发展壮大 VDC、PVDC 等特色氯碱产品，现在为国内唯一生产厂商，并力争使 PVDC 规模全球第一，品种齐全、质量达到全球一流。PVDC 树脂是一种阻隔性高、韧性强，低温热封、热收缩性、化学稳定性良好的理想包装材料，因其具有隔氧、防潮、防霉等性能以及可直接与食品接触、具有优良的印刷性能等特点，被广泛应用于肉制品、奶制品、化妆品、药品、军用品等各种隔氧防腐、隔味保香等阻隔要求高的产品包装。目前公司 PVDC 为国内唯一具有自主知识产权产品，并建有一条 2.8 万吨/年的 PVDC 新型食品包装材料装置，国内市场占有率超过 60%，公司的 PVDC 产品主要供给河南双汇投资发展股份有限公司、临沂金锣文瑞食品有限公司等食品加工企业。随着人们对 PVDC 卓越的阻隔性能的认识，国内消费升级和食品安全意识的提升，以及 PVDC 多用途的品种开发和下游加工技术的发展，预计 PVDC 系列产品将有良好的发展前景。

公司在 2016 年定向增发融资 32 亿元，其中 5.35 亿元用于建设 100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目一期，主要包括 A、B、C、D 四段：A 段主要生产 PVDC 树脂及乳液，B 段为罐区建设，C 段主要系生产 VDC 单体，D 段主要生产 PVDC 乳液。A 段已经于 2017 年 4 月完成竣工验收，D 段尚在建设中。一期原预计全部建成投产后年均利润总额 2901 万元，2018 年该项目实现利润总额 2631 万元。预计 D 段完成建设后，该项目将进一步提升公司在 PVDC 产品的竞争力。

## 5. 电子化学材料是公司战略性新兴业务板块

电子化学品事业部是公司六大事业部之一，电子化学材料板块一直是公司未来发展的重点之一。公司于 2016 年计划通过非公开发行新股来募集 10.75 亿元来投资电子化学板块，占总募集资金的 1/3。截至 2017 年 11 月 30 日累计投入 1.24 亿元，占总投资额的 12%，其中高纯电子气体一期已投入 1.24 亿元并预计实现高纯氯化氢 1000 吨/年、高纯氯气 500 吨/年和医药级氯化氢 1000 吨/年的产能投放。公司于 2018 年 4 月完成将其全资子公司凯圣公司和博瑞公司出售给中巨芯，中巨芯为公司和大基金联营企业。现公司电子化学材料板块位于联营企业中巨芯旗下。

中巨芯子公司凯圣公司拥有湿电子化学品 3.5 吨/年以及特种气体 0.25 吨/年，其中电子级氢氟酸 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。中巨芯公司注册资本 10 亿元，利用现金收购凯圣公司和博瑞公司，资本负债率很低，因而中巨芯巨芯具有极佳的财务状况。中巨芯未来将能够利用财务杠杆来发展电子化学材料业务，可预期中巨芯将会在电子化学材料领域占据一席之地。

**表 6：公司电子化学板块投资情况**

投资项目	投资金额（万元）	子项	截至 2017 年 累计投入金额（万元）	累计投入占投 资总额比重
高纯电子气体 （一期）	15,397.08	高纯氯化氢 1,000t/a； 高纯氯气 500t/a； 医药级氯化氢 1,000t/a。	12,388.20	80.5%
高纯电子气体 （二期）	12,035.11	高纯电子级二氧化碳 200t/a； 高纯电子级氧化亚氮 150t/a； 高纯电子级含氟气体 500t/a； 高纯电子级含氯气体 200t/a； 高纯电子级混合气体 4,000 瓶/a	34.28	0.3%
含氟特种气体	80,106.94	电子级三氟化氮 2,000t/a； 电子级六氟丁二烯 50t/a	41.88	0%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

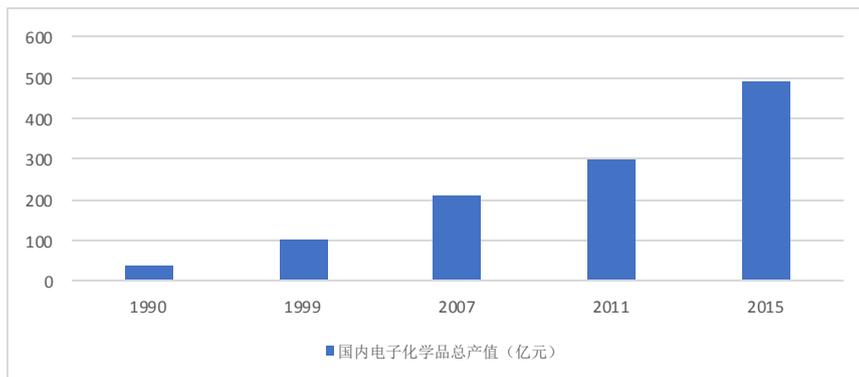
## 5.1 电子化学材料产业符合国家产业振兴方向

电子化学材料又称电子化工材料。一般泛指电子工业使用的专用化学品和化工材料，即电子元器件、印刷线路板、工业及消费类整机生产和包装用各种化学品及材料。国内电子化学品行业总产值由 2007 年的 210 亿元增长至 2015 年的 490 亿元，对应年复增长率约为 11.2%。电子化学材料为未来重点发展的新材料，前景广阔。

**图 32：电子化学品产业链**


资料来源：中国知网、东兴证券研究所

**图 33：国内电子化学品总产值变化**

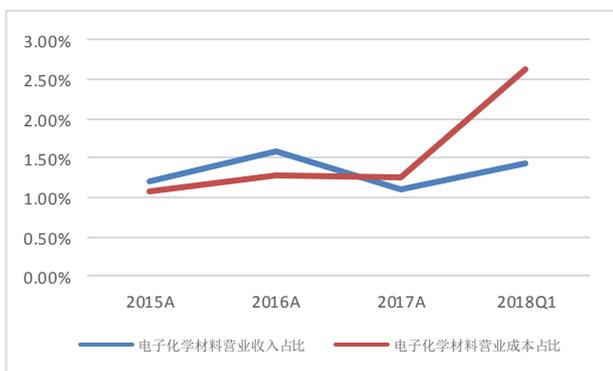


资料来源：公开资料、百川资讯、东兴证券研究所

## 5.2 公司电子化学材料板块发展前景广阔

公司 2015 年至 2016 年总体经营数据稳中有增，2017 年受原材料价格增长而成本增高，毛利下降。营收占比方面，公司在该板块营收总比公司总收入总体较低，在 1% 左右。公司在 2016 年营收占比已经突破 1.5%，实现大幅度提升。2017 年受原材料涨价的影响，致使营收占比下降。2018 年第一季度公司已接近 2016 年水准（因转让全资子公司浙江凯圣氟化学有限公司和浙江博瑞电子科技有限公司，电子化学材料数据为 2018 年 1-4 月数据）。产能方面，自 2015 年起一直保持平稳增长，年复增长率为 3.5%。公司在该板块的营业成本分为直接材料、直接人工费以及制造费用，其中直接材料占比最大超过 40%。因而该板块的毛利主要受原材料价格影响，在 2017 年营业收入下降 5%，毛利率下降 19%。综合来看，随受 2017 年原材料成本上涨影响，公司在 2018 年 Q1 的产能达到了 8813 吨，超过 2017 年总产能的三分之一，从中可以看出公司发展该板块的决心。同时 2018 年 Q1 的营业收入也超过 2017 年全年的三分之一，未来发展前景十分广阔。

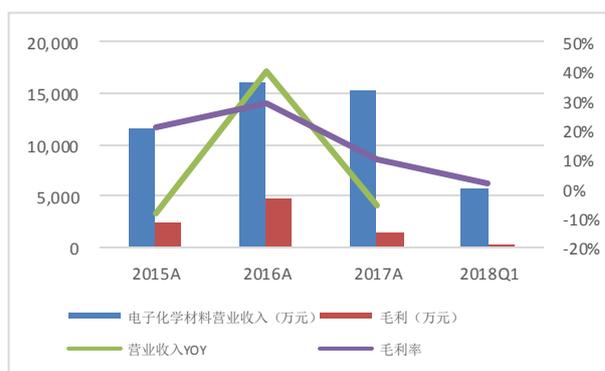
图 34：电子化学材料营业收入成本与总收入成本占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

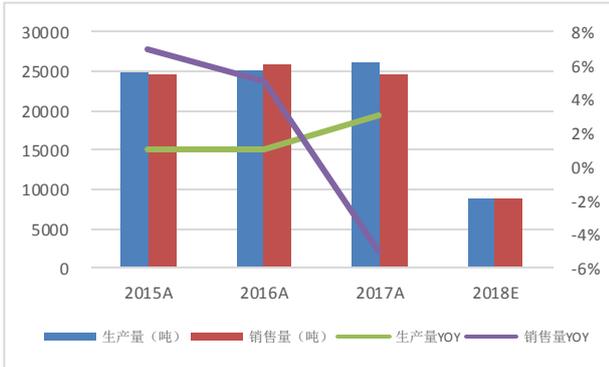
图 36：公司电子化学材料生产量、销售量及其变化

图 35：公司电子化学材料营业收入及利润

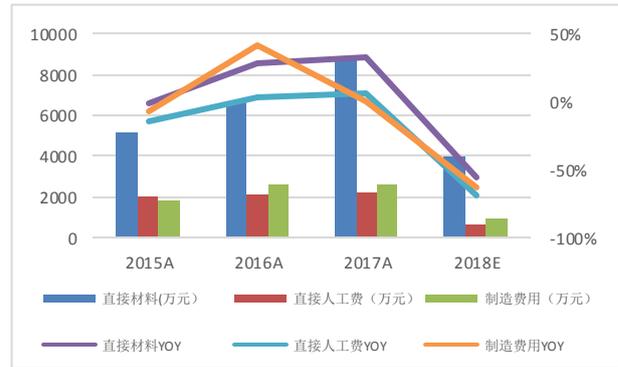


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 37：公司电子化学材料营业成本分析



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

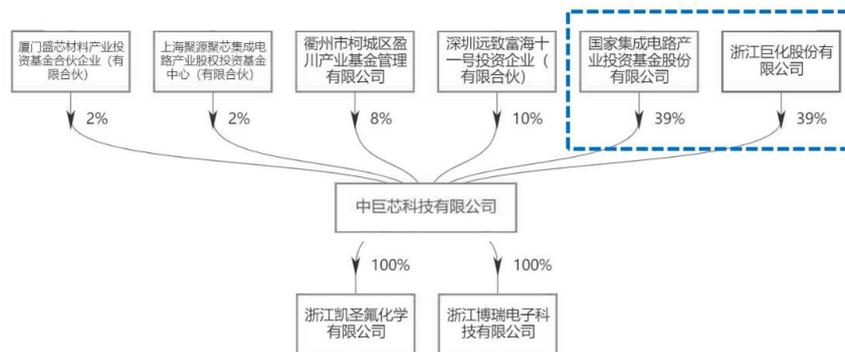


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 5.3 公司未来电子化学材料板块发展空间大

经公司董事会七届十次会议、公司 2018 年第一次临时股东大会审议批准, 同意公司将全资子公司浙江凯圣氟化学有限公司 (以下简称“凯圣公司”) 100% 股权和浙江博瑞电子科技有限公司 (以下简称“博瑞公司”) 100% 股权共同作为一个标的进行公开挂牌转让。最终中巨芯科技有限公司 (以下简称“中巨芯科技”) 为摘牌方 (受让方)。公司现和国家集成电路产业投资基金股份有限公司一同联营中巨芯科技。国家集成电路产业投资基金主要由国开金融、中国烟草、亦庄国投、中国移动等企业共同发起成立, 其目的为投资集成电路芯片制造业, 兼顾芯片设计、封装测试、设备和材料等产业, 实施市场化运作、专业化管理。

图 38: 中巨芯科技股权结构图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

中巨芯科技有限公司成立于 2017 年 12 月, 注册资本金人民币 10 亿元, 专注于半导体行业所需的电子化学材料的研发和制造, 研发和制造。目前, 旗下共有 2 家全资子公司-浙江凯圣氟化学有限公司和浙江博瑞电子科技有限公司, 以及 2 家控股公司, 业务涵盖电子湿化学品和电子气体两大板块。中巨芯科技有限公司被评为 2019 年度中国电子材料行业电子化工材料专业十强企业。

## 6. 公司已内酰胺预计竞争激烈

环己酮在工业上主要用作有机合成原料和溶剂，同时也是己内酰胺的上游原材料。公司建有年产环己酮14万吨的装置，目前8万吨/年环己酮装置投入生产，剩余6万吨/年环己酮装置将在完成工艺优化等整改、验收后，视市场等情况生产。由于公司的环己酮大部分用于自有己内酰胺生产，近年己内酰胺销量持续增长，环己酮地使用量也随之增加，因此对外销量逐步减少。

我国己内酰胺主要是由纯苯制得，下游用于生产PA6纤维和PA6工程塑料，其中PA6纤维的需求量约占我国己内酰胺总消费量的66%，PA6工程塑料需求量约占32%。2016年底到2017年初，下游PA6切片市场贸易商大量囤货引起价格上涨，其后伴随着原料纯苯的紧缺和价格的大幅上调，己内酰胺价格快速上涨，到达近5年以外最高点。其后，随着3月大宗商品的集体跳水，尤其是纯苯价格下跌拖累，己内酰胺及PA6切片接近断崖式下跌走势，后略有好转，在2018年间价格整体维持高位震荡，而同时纯苯价格低位运行，导致己内酰胺企业盈利水平大幅提升。2019年开始，震荡幅度减小，整体有下降趋势。预计未来一段时间内，由于国内供应量增加，而下游需求以及上游原料的价格相对平稳，己内酰胺市场竞争激烈。

图 39：己内酰胺及原材料纯苯价格（元/吨）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

表 7：国内己内酰胺生产公司产能（万吨/年）

厂家	产能	地点
南京帝斯曼东方化工股份有限公司	40	江苏南京

江苏海力化工有限公司	20	江苏盐城
巴陵恒逸己内酰胺有限责任公司	30	浙江杭州
浙江衢化股份有限公司	15	浙江衢州
沧州旭阳化工有限公司	10	河北沧州
中国石化石家庄化纤公司	20	河北石家庄
中国石化巴陵石化分公司	30	湖南岳阳
湖北三宁化工股份有限公司	10	湖北枝江
山东海力化工股份有限公司	20	山东淄博
鲁西化工集团股份有限公司	20	山东聊城
山东方化工有限公司	20	山东菏泽
山西兰花科创股份有限公司	10	山西晋城
阳煤集团太原化工新材料有限公司	20	山西太原
山西潞宝集团兴海新材料有限公司	10	山西长治
中国平煤河南神马集团	10	河南叶县
福建天辰耀隆新材料有限公司	28	福建福清
福建申远新材料有限公司	40	福建连江

资料来源：网络公开资料、百川资讯、东兴证券研究所

## 7. 盈利预测和风险评级

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 17.51 亿元、19.94 亿元和 20.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.63、0.72 和 0.75 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 12.9、11.2 和 10.8 倍。看好公司在制冷板块的盈利能力和含氟聚合物及氟化工原料领域的长远发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。核心假设包括：

- (1) 公司二代制冷剂 R22 的需求旺盛，国内制冷剂配额政策严格执行。
- (2) 公司三代制冷剂 R134a 等的新增产能能够按期投放，公司自备 AHF 产能保持稳定。
- (3) 公司四代制冷剂加大研发并实现量产。
- (4) 公司氟碱板块具有明显产业优势，并与氟化工板块持续联动。
- (5) 中巨芯科技公司发展符合预期。
- (6) 公司其他板块营业收入保持大体稳定。
- (7) 公司产品所面临的进出口环境不发生显著变化。

## 8. 风险提示

项目建设进度不及预期、原材料价格剧烈波动。

**附表：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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产合计</b>	6091	7582	7237	7269	7428	<b>营业收入</b>	13768	15656	16237	17405	18275				
货币资金	1797	2519	2912	2824	2904	<b>营业成本</b>	11009	11802	12869	13703	14353				
应收账款	476	273	311	324	330	营业税金及附加	99	122	114	122	128				
其他应收款	56	60	62	67	70	营业费用	402	426	443	473	493				
预付款项	87	137	150	219	291	管理费用	768	411	568	574	603				
存货	868	1101	1199	1239	1258	财务费用	47	-38	-23	-29	-29				
其他流动资产	1157	1080	1045	975	923	资产减值损失	307.54	32.24	50.00	50.00	50.00				
<b>非流动资产合计</b>	6858	7685	9147	10758	12233	公允价值变动收益	0.79	10.66	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	877	1069	1123	1179	1238	投资净收益	71.74	196.75	120.00	120.00	130.00				
固定资产	4976	5049	6665	8370	9955	<b>营业利润</b>	1238	2664	1838	2083	2158				
无形资产	515	704	661	622	584	营业外收入	15.48	11.60	20.00	20.00	21.00				
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	36.21	54.95	15.00	15.00	15.00				
<b>资产总计</b>	12949	15267	16384	18027	19661	<b>利润总额</b>	1218	2621	1843	2088	2164				
<b>流动负债合计</b>	1868	2130	2085	2198	2304	所得税	273	438	92	94	91				
短期借款	258	131	0	0	0	<b>净利润</b>	944	2183	1751	1994	2073				
应付账款	796	866	931	980	1022	少数股东损益	9	30	20	15	20				
预收款项	227	245	294	346	401	归属母公司净利润	935	2153	1731	1979	2053				
一年内到期的非	1	37	37	37	37	EBITDA	1881	3258	2541	2999	3312				
<b>非流动负债合计</b>	199	251	191	191	191	<b>EV/EBITDA</b>	8.27	6.10	7.62	6.48	5.85				
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>									
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
<b>负债合计</b>	2067	2382	2276	2389	2495	<b>成长能力</b>									
少数股东权益	57	300	320	335	355	营业收入增长	36.30%	13.71%	3.71%	7.19%	5.00%				
实收资本(或股	2112	2745	2745	2745	2745	营业利润增长	608.46%	115.14%	-31.01%	13.35%	3.60%				
资本公积	5343	4549	4549	4549	4549	归属于母公司净利	-19.59%	14.36%	-19.59%	14.36%	3.74%				
未分配利润	2792	4603	5641	6829	8061	<b>获利能力</b>									
归属母公司股东	10825	12585	13835	15327	16873	毛利率(%)	20.04%	24.62%	20.74%	21.27%	21.46%				
<b>负债和所有者权</b>	12949	15267	16384	18027	19661	净利率(%)	6.86%	13.94%	10.78%	11.46%	11.35%				
<b>现金流量表</b>					单位:百万元	<b>总资产净利润(%)</b>					7.22%	14.10%	10.56%	10.98%	10.44%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	<b>ROE(%)</b>					8.64%	17.10%	12.51%	12.91%	12.17%
<b>经营活动现金流</b>	948	3190	2221	2841	3182	<b>偿债能力</b>									
净利润	944	2183	1751	1994	2073	资产负债率(%)	16%	16%	14%	13%	13%				
折旧摊销	595.99	598.24	734.72	952.93	1190.6	流动比率	3.26	3.56	3.47	3.31	3.22				
财务费用	47	-38	-23	-29	-29	速动比率	2.80	3.04	2.90	2.74	2.68				
应收账款减少	0	0	-38	-13	-6	<b>营运能力</b>									
预收帐款增加	0	0	49	52	55	总资产周转率	1.11	1.11	1.03	1.01	0.97				
<b>投资活动现金流</b>	-662	-2254	-1153	-2486	-2579	应收账款周转率	35	42	56	55	56				
公允价值变动收	1	11	0	0	0	应付账款周转率	20.50	18.84	18.07	18.22	18.25				
长期股权投资减	0	0	10	-56	-59	<b>每股指标(元)</b>									
投资收益	72	197	120	120	130	每股收益(最新摊	0.44	0.78	0.63	0.72	0.75				
<b>筹资活动现金流</b>	-236	-450	-675	-443	-524	每股净现金流(最	0.02	0.18	0.14	-0.03	0.03				
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	5.13	4.58	5.04	5.58	6.15				
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>									
普通股增加	0	633	0	0	0	P/E	18.41	10.38	12.85	11.23	10.83				
资本公积增加	-3	-793	0	0	0	P/B	1.58	1.77	1.61	1.45	1.32				
<b>现金净增加额</b>	50	486	393	-88	79	EV/EBITDA	8.27	6.10	7.62	6.48	5.85				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 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。

### 张明辉

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

### 徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

### 洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

## 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：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。