

巨化股份 (600160)

增持 (维持)

制冷剂存供给端改善机遇，电子化学品空间广阔

市场数据

报告日期	2015-12-18
收盘价(元)	22.08
总股本(百万股)	1810.92
流通股本(百万股)	1810.92
总市值(百万元)	39985.02
流通市值(百万元)	39985.02
净资产(百万元)	7231.79
总资产(百万元)	9362.38
每股净资产	3.99

主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	9764	9707	10985	12508
同比增长(%)	0.3%	-0.6%	13.2%	13.9%
净利润(百万元)	163	204	649	899
同比增长(%)	-35.8%	25.6%	217.7%	38.5%
毛利率(%)	9.0%	11.6%	14.9%	15.9%
净利率(%)	1.7%	2.1%	5.9%	7.2%
每股收益(元)	0.09	0.11	0.36	0.50
每股经营现金流(元)	0.34	0.38	0.64	0.79
市盈率	246.04	195.82	61.64	44.50

相关报告

《巨化股份(600160): 上半年盈利恢复增长, 布局高端氟化工及电子化学品产业》2015-09-17

分析师:

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

S019051560004

郑方铤

zhengfb@xyzq.com.cn

S0190510120005

投资要点

- **制冷剂行业低迷多年, 供给端存在较强的改善机遇。**巨化股份是国内氟化工行业的龙头企业, 上下游产业链布局完善, 已拥有氯碱化工、硫酸化工、基础氟化工等产业配套体系。目前制冷剂在公司收入构成中占比最大, 以 R134a 和 R22 制冷剂为主。其中, R134a 属于第三代制冷剂, 产能集中在约 5 家主要生产商, 过剩较为严重, 再加之下游需求增速较缓, 行业持续低迷, 生产企业盈利能力较弱, 部分企业已永久退出市场。此外, R134a 的 GWP 值高, 长期看属于制冷剂日益环保化进程中的中间产品, 欧美发达国家已将 R134a 的淘汰提上日程, 我们判断未来国内 R134a 有望实行配额生产, 行业存在供给端改善机遇, 为行业领先者的整合提供了良好的契机。公司另一制冷剂 R22, 其生产厂家配额不断减少, 市场处于景气低位区域, 行业集中度也有望进一步提高。巨化股份综合实力强劲, 已公告成立并购基金, 推动氟化工行业变革, 有望深度受益于未来制冷剂行业的整合。
- **电子化学品发展空间广阔。**电子化学品是公司正在大力推进的业务, 主要涉及湿电子化学品和高纯电子气体等。该领域技术壁垒高, 国产化程度低, 潜在进口替代空间广阔。巨化非公开发行人募投项目中有多项涉及电子化学品, 发展空间广阔, 建成后有望助力巨化成为国内电子化学品领域的领军企业。
- **维持“增持”评级。**巨化股份是国内氟化工行业的龙头企业, 具有完整的产业链和规模优势。制冷剂行业集中度较高, 产能过剩严重, 行业处于景气低位, 且 R134a 在制冷剂日益环保化的趋势下, 未来有望实行配额生产, 供给端存在较强的改善机遇。巨化 R134a 业务的市场领先地位和高业绩弹性值得重点关注。巨化电子化学品业务市场前景明朗, 随着募投产能投放, 成长空间广阔。此外, 公司力推氟化工产业向高端化、精细化转型升级, 未来其他高附加值含氟产品业务占比将不断提升, 业绩有望持续增长。我们预测公司 2015-2017 年 EPS 为 0.11、0.36 和 0.50 元, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示:** 制冷剂行业持续低迷风险, 电子化学品市场拓展不及预期风险。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.iztzw.net

请阅读最后一页信息披露和重要声明



目录

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

1、国内氟化工行业龙头企业.....	- 3 -
2、制冷剂存供给端改善机遇.....	- 4 -
2.1、制冷剂更新换代，但国内市场仍以 R134a 和 R22 为主.....	- 4 -
2.2、R134a 存在行业整合潜力，未来盈利改善空间大.....	- 5 -
2.3、R22 配额减少，市场处于景气低位，行业集中度有望进一步提高.....	- 9 -
2.4、巨化设立并购基金，推进氟化工产业整合.....	- 10 -
3、电子化学品业务前景明朗，空间广阔.....	- 10 -
4、维持“增持”评级.....	- 13 -
5、风险提示.....	- 13 -
图 1、公司产业链及主要产品.....	- 3 -
图 2、巨化股份分产品营业收入.....	- 4 -
图 3、巨化股份销售毛利率.....	- 4 -
图 4、2015 年上半年巨化股份各产品业务占比.....	- 4 -
图 5、巨化股份经营现金流量净额.....	- 4 -
图 6、国内汽车产量.....	- 6 -
图 7、国内冰箱产量.....	- 6 -
图 8、R134a 生产企业盈利状况.....	- 8 -
图 9、R134a 市场价格.....	- 8 -
图 10、欧盟 2006/40/EC 指令执行计划.....	- 8 -
图 11、蒙特利尔协议.....	- 10 -
图 12、R22 市场价格.....	- 10 -
图 13、全球电子化学品市场规模.....	- 11 -
图 14、国内电子化学品市场规模.....	- 11 -
图 15、巨化股份电子化学品项目进展.....	- 11 -
图 16、2014 年全球湿电子化学品市场格局.....	- 12 -
图 17、国内高纯电子气体市场规模.....	- 12 -
表 1、制冷剂分类和现状.....	- 5 -
表 2、R134a 和 R22 制冷剂主要性能指标.....	- 5 -
表 3、汽车行业 R134a 需求量预测.....	- 6 -
表 4、国内 R134a 生产企业产能不完全统计.....	- 7 -
表 5、2015 年国内 R22 生产配额.....	- 9 -
附表.....	- 14 -

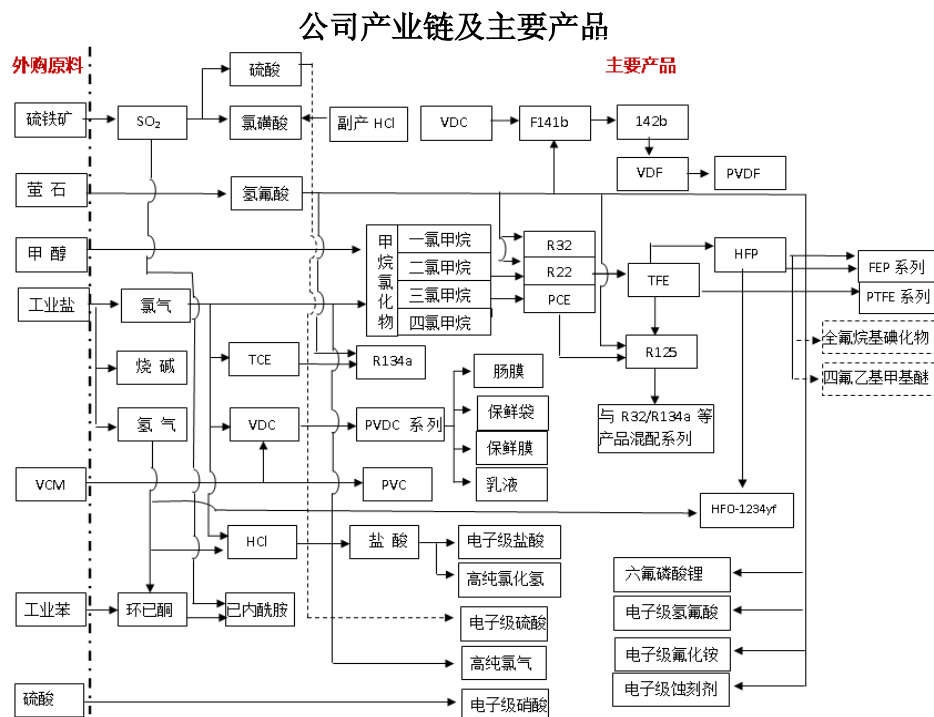
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

www.jztzw.net
中国价值投资网 1、国内氟化工行业龙头企业 研究报告 服务商

浙江巨化股份有限公司（巨化股份）是国内氟化工行业的龙头企业，上下游产业链布局完善，已拥有氯碱化工、硫酸化工、基础氟化工等氟化工必需的产业配套体系，基本实现自给自足。在此基础上，公司通过市场购入萤石、甲醇、工业盐和氯乙烯（VCM）等原料，利用公司的一体化氟化工生产线，制备高附加值的氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物和含氟专用化学品等。

图 1、公司产业链及主要产品



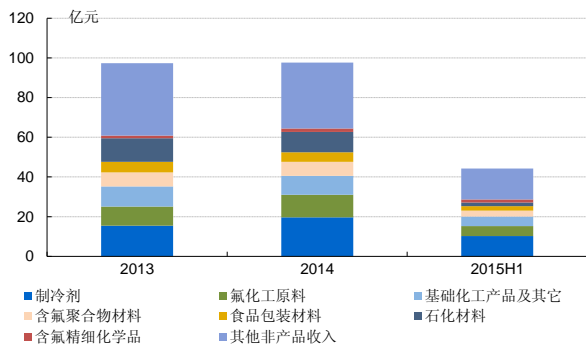
数据来源：公司公告，兴业证券研究所

目前，公司主要产品有二氟一氯甲烷（R22）、（1，1，1，2）-四氟乙烷（R134a）等制冷剂，聚偏氟乙烯（PVDF）等含氟聚合物材料，聚四氟乙烯（PTEE）系列食品包装材料，氟化工原料和基础化工产品等。2013年以来，公司营业收入总体保持稳健，而2015年前三季度由于氟化工行业供大于求局势未明显改变，行业竞争进一步加剧，当期实现营业收入69.20亿元，同比下降3.21%，但受益低油价降低原材料成本，公司销售毛利率同比增长2.26个百分点至10.76%。由于整个氟化工行业板块低迷，公司业绩一般，但公司经营现金流量净额持续为正，经营状况良好，2013年、2014年和2015年前三季度公司经营现金流量净额分别为7.95亿元、6.22亿元和4.39亿元。

细分产品来看，2015年上半年，公司制冷剂、氟化工原料、基础化工产品、含氟

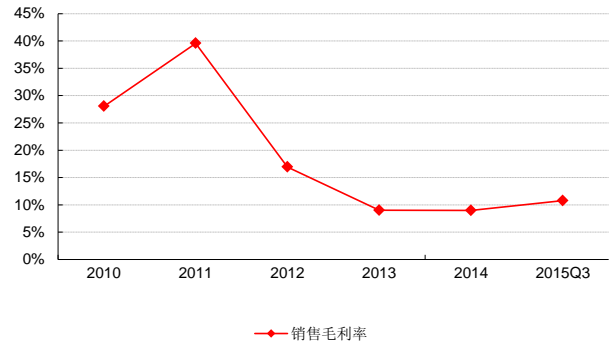
聚合物材料、食品包装材料、石化材料和含氟精细化学品分别占整体营业收入的 35.8%、17.4%、16.6%、10.4%、8.0%、6.6% 和 5.2%。制冷剂仍然是公司的最大业务单元，产品主要有 R22 第二代制冷剂，R134a、五氟乙烷（R125）和二氟甲烷（R32）等第三代制冷剂，其中 R22 产能 10 万吨，R125 产能 4 万吨，R134a 产能 6 万吨，R32 产能 1.9 万吨；公司另有第四代制冷剂正处于研制阶段。从收入结构看，制冷剂产品的市场波动会对公司业绩产生巨大的影响。

图 2、巨化股份分产品营业收入



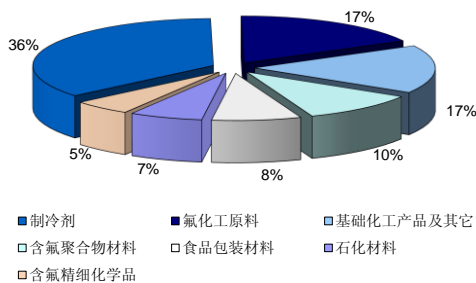
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 3、巨化股份销售毛利率



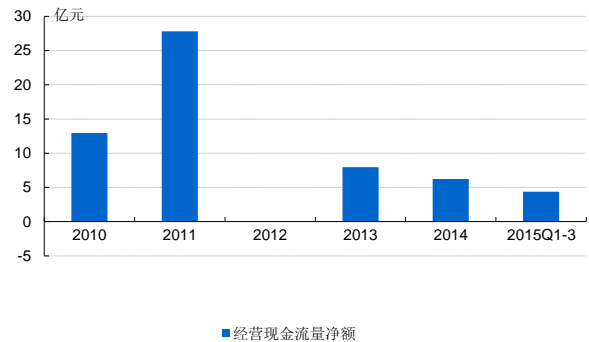
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 4、2015 年上半年巨化股份各产品业务占比



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 5、巨化股份经营现金流量净额



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

2、制冷剂存供给端改善机遇

2.1、制冷剂更新换代，但国内市场仍以 R134a 和 R22 为主

制冷剂是指在制冷系统中不断循环并通过其本身的状态变化以实现制冷的工作物质，是氟化工领域用量最大的产品，主要用于家用空调、车用空调和冰箱。制冷剂的历史最早始于十八世纪，经过几代的发展，使用的制冷剂品种也逐渐从最初的 NH₃ 等无机化合物演变到卤代烃（氟利昂）化合物。随着制冷剂行业的发展，制冷剂主要划分为 R11、R12 等第一代制冷剂；R22 等第二代制冷剂；R134a、R141b 等第三代制冷剂；HFO-1234yf 等第四代制冷剂。相比第一代制冷剂，第二代制冷剂的 ODP（臭氧消耗潜值）值大大降低，但 GWP（全球变暖潜势）仍偏高，而第三代制冷剂在 ODP 和 GWP 值上均大大降低，是目前较为理想的制冷

剂。当前，由于氟利昂对大气臭氧层破坏严重，市场已淘汰低端的第一代制冷剂，正逐渐淘汰以 R22 为代表的第二代制冷剂，不断扩大第三代更环保的制冷剂的使用，加快推进第四代制冷剂的开发和使用。

表 1、制冷剂分类和现状

	典型产品	现状
第一代制冷剂 (CFCs)	R11, R12, R13 等	已淘汰
第二代制冷剂 (HCFCs)	R22, R123, R141b 等	正在淘汰中
第三代制冷剂 (HFCs)	R134a, R125, R32, R143a 等	将要淘汰
第四类制冷剂 (HFO)	HFO-1234yf, HFO-1234ze 等	处于推广和开发阶段

资料来源：CNKI，兴业证券研究所

但由于综合考虑制冷剂性价比和专利因素，目前市场上的制冷剂主要以第二代和第三代制冷剂为主，尤其我国制冷剂行业整体处于从第二代向第三代过渡的阶段，R22 和 R134a 占据市场的重要部分，是国内市场的主力品种。2013 年，家用空调用制冷剂以产量计仍然以 R22 为主，车用空调制冷剂基本以 R134a 为主。

表 2、R134a 和 R22 制冷剂主要性能指标

特性	R134a	R22
分子式	CH ₂ FCF ₂	CHClF ₂
沸点 (°C)	-26.2	-40.84
毒性 (ppm)	1000	1000
燃烧性	无	无
ODP	0	0.05
GWP	1300	1700

资料来源：CNKI，兴业证券研究所

2.2、R134a 存在行业整合潜力，未来盈利改善空间大

R134a 是一种不含氯原子，对臭氧层不起破坏作用，具有良好的安全性能（不易燃、不爆炸、无毒、无刺激性、无腐蚀性）的制冷剂，其制冷量和效率与 R12 非常接近，可以应用于使用 R12 制冷剂的多领域，是当前国际公认的 R12 最佳的环保替代品。目前，R134a 已应用于汽车空调、冰箱、冷柜、饮水机、冷冻冷凝机、中央空调、除湿机、冰水机、冷库、商业制冷、冰淇淋机组等制冷设备中，同时还可应用于杀虫药抛射剂、医用气雾剂、气雾推进剂、聚合物（塑料）物理发泡剂，以及镁合金的保护气体等。2000 年，我国政府开始对汽车空调产品做强制环保认证，法规规定，在中国境内生产销售的汽车空调产品，一律采用 R134a 作为制冷剂。正是由于国内汽车行业对环保制冷剂 R134a 的强制推行和汽车销量快速增长，汽车空调已是国内 R134a 市场的主力需求，而在冰箱和冷柜行业用量很小。据中国家用电器协会的数据统计，2013 年冰箱冷柜行业仅有约 10% 的产品还在用 R134a 制冷剂。

图 6、国内汽车产量

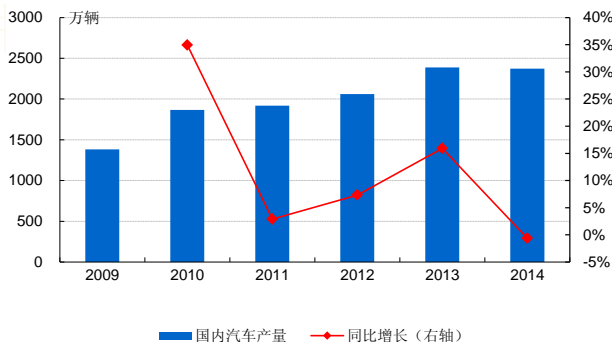
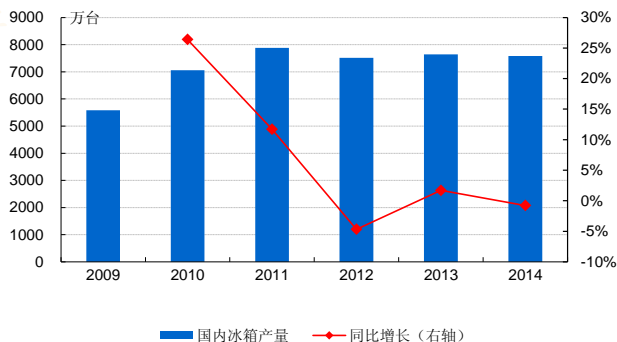


图 7、国内冰箱产量



资料来源：国家统计局，兴业证券研究所

资料来源：Wind，兴业证券研究所

2014 年，国内汽车产量为 2373 万辆，与上年基本持平；截止到 2015 年 10 月份，国内汽车产量为 1966 万辆，同比轻微下滑。整体上，我国汽车行业增速放缓，产销趋于稳定。但我国汽车产量的基数较大，已是全球的汽车生产大国，因此新增的汽车产量对 R134a 制冷剂存在大量的需求。据业内人士披露，目前每辆车平均用的 R134a 制冷剂最多达到 1kg，我们按平均每辆车 R134a 用量为 0.8kg 计，假设未来汽车产量按照年增速 5% 增长，预计 2015 年汽车生产所需的 R134a 制冷剂为 1.9 万吨，2018 年为 2.3 万吨。再加上每年汽车空调维修产生的需求量，按照每年市场保有的汽车总量中 7% 需要维修，每辆汽车维修用 R134a 为 0.5kg 计，2015 年汽车行业整体存在 2.6 万吨的 R134a 需求量，2018 年为 3.2 万吨。

表 3、汽车行业 R134a 需求量预测

	2014	2015	2016	2017	2018
汽车产量 (万辆)	2373	2492	2616	2747	2884
同比增速		5%	5%	5%	5%
每辆汽车 R134a 用量 (kg)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
新增汽车 R134a 用量 (万吨)	1.898	1.994	2.093	2.198	2.307
汽车保有量 (万辆)	15400	17892	20508	23255	26139
每年汽车空调维修比例	7%	7%	7%	7%	7%
每辆汽车维修用 R134a 量 (kg)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
汽车空调维修 R134a 用量 (万吨)	0.539	0.626	0.718	0.814	0.915
R134a 总体需求量 (万吨)	2.437	2.620	2.811	3.012	3.222

资料来源：CNKI，兴业证券研究所

冰箱冰柜是 R134a 的第二大下游应用，但比例较低且比例逐年下降。2014 年，国内冰箱产量为 7582 万台，与上年基本持平，预计未来国内冰箱新增需求大致维持稳定。冰箱根据容积和制冷效果，制冷剂用量都有一定的区别。我们按照 R134a 在冰箱中的使用比例为 10%，每台使用 R134a 制冷剂的冰箱平均注入 110g 的 R134a，未来几年冰箱产量与 2014 年基本持平计，预计每年冰箱生产存在的需求仅为 834 吨，即使加上冰箱维修产生的需求，整体需求仍然不超过一千万吨，远低于汽车空调所需的 R134a 用量。综合 R134a 在其他领域的应用，预计未来国内 R134a 的市场需求约在 3 万吨~4 万吨。据我们草根调研，目前国内大

概每年对欧美出口约 6-7 万吨 R134a，因此，我们可估算国内每年的 R134a 产量约为 10-11 万吨。

我国 R134a 生产企业已经基本垄断了全球市场的供应，国内 R134a 总产能已达到 20.8 万吨左右，远高于全球其他任何国家，全球市场整体需求也仅为二十万吨左右，我国企业已占据半壁江山。国外老牌 R134a 厂商，如英国英力士、美国杜邦、法国阿科玛、日本大金等，受中国优质低价产品冲击，开工率持续低迷，杜邦大量从我国采购，而英力士甚至已基本关停生产线，我国 R134a 生产企业已成为国际舞台上的领先者。

2009-2011 年初是国内 R134a 产品的黄金时期，彼时市场供应相对紧张，产品价格不断上涨，企业盈利能力大幅提升。但丰厚的利润随即带来行业巨量资金的涌入，产能大幅扩张，市场供大于求，2011 年下半年起 R134a 价格持续大幅回落，2013 年年底已达到近年的价格底部，为 1.7 万元/吨，是 2011 年最高价格 7.3 万元/吨的 23.3%。而近两年 R134a 市场格局没有明显改变，价格始终处在底部徘徊。同时，美国对我国 R134a 的“双反”，也加剧了行业的低迷。目前 R134a 价格仍然主要受供需关系的影响，上游原材料影响有限。

表 4、国内 R134a 生产企业产能不完全统计

公司	R134a 产能
巨化股份	6 万吨
中化太仓	3 万吨
浙江百炼化工	1.5 万吨
山东东岳	1.5 万吨
三美化工	4.5 万吨
浙江冰尔	0.5 万吨
江苏康泰	3 万吨
江苏金雪	1 万吨
中化西安	0.5 万吨
总计	21.5 万吨

资料来源：公开资料，CNKI，兴业证券研究所

据 ICCT 报告，欧美国家 R134a 的成本约为 3-4 美元/kg，即约为 1.9~2.5 万元/吨左右（美元兑人民币汇率按 6.35 计），考虑国内相对便宜的人力成本和原料成本，国内企业 R134a 生产成本比欧美国家低 20% 左右，国内 R134a 的成本约为 1.5~2 万元/吨左右。对比当前 R134a 市场价格 1.78 万元/吨，部分设施陈旧、生产管理粗糙、不具备上下游产业链配套的中小企业已几乎没有盈利空间，连续多年亏损。而以巨化股份为代表的业内领先生产厂家，由于上下游产业链配套较为完整，只需外购萤石、工业盐等原料即可制备 R134a，而中小企业还需外购氢氟酸、三氯乙烯等，生产成本得到较好控制，但也仅处于微利中。当前江苏金雪已经永久退出，我们预计未来仍将不断有企业退出。低迷的 R134a 市场也为行业领先者的整合提供了良好契机。

图 8、R134a 生产企业盈利状况

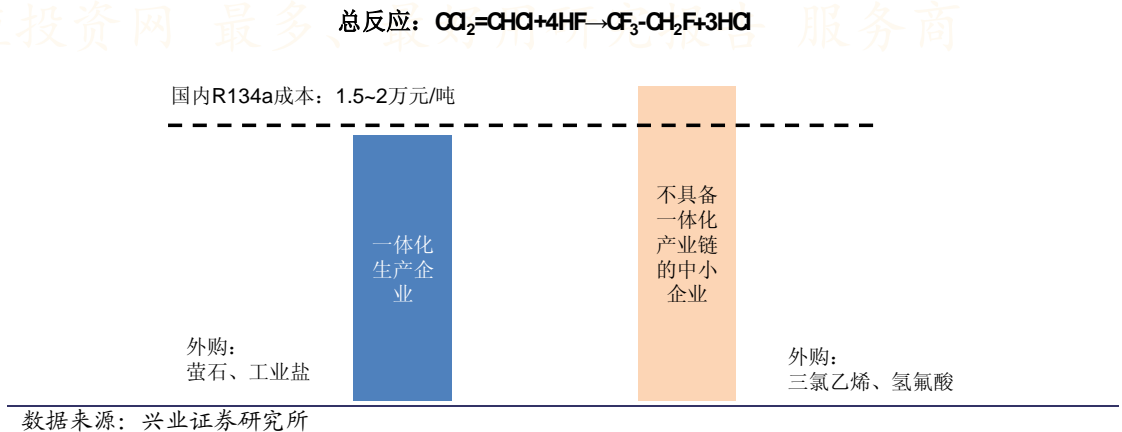
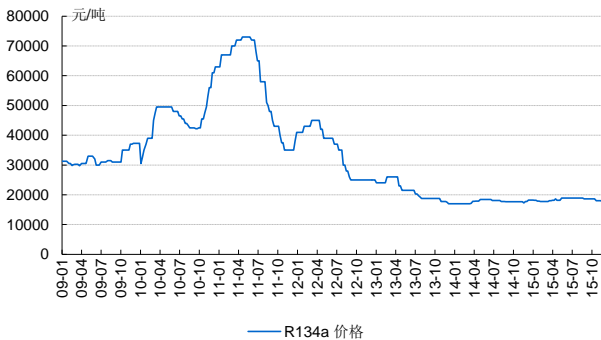
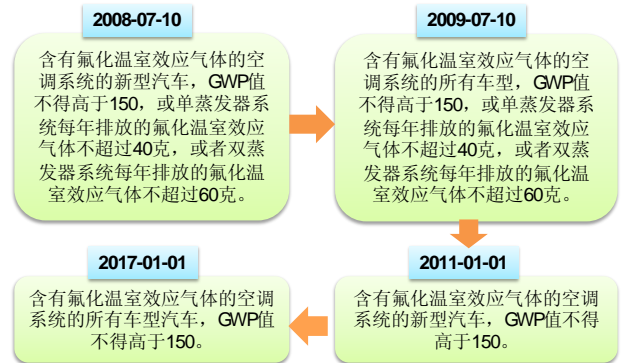


图 9、R134a 市场价格



资料来源：百川资讯，兴业证券研究所

图 10、欧盟 2006/40/EC 指令执行计划



资料来源：兴业证券研究所

此外，虽然 R134a 的 ODP 值为 0，但是具有较高的 GWP 值，并不属于真正意义上的环保制冷剂，欧美发达国家已将 R134a 的淘汰提上日程。欧盟于 2006 年出台了“关于机动车空调系统温室气体排放控制指令”（Directive 2006/40/EC），控制 R134a 的排放；2014 年 5 月，欧盟再次颁布更严格的含氟温室气体管理条例，不仅逐步限制 R134a 的使用，也包括控制泄漏、设备维修和设备生命周期结束时晶型回收。目前，国内每年都有较大数量的汽车整车出口，未来出口至欧盟市场汽车必须满足欧盟空调指令 2006/40/EC。美国方面，最早主要通过政府广泛倡导、行业开展自愿性减排等控制 R134a 的使用，2015 年 7 月，美国环境保护署修订了 SNAP 项目替代品清单状态，对 R134a 的使用有了更严格的规定，例如对于食品售货机行业，自 2019 年 1 月 1 日起，不得将 R134a、R404A 用于全新设备。国内方面，我国在 2014 年发表的《中美气候变化联合声明》中宣布了自 2020 年后应对气候变化行动，同意就全球削减 R134a 等 HFCs 强效温室气体携手合作。未来全球 R134a 制冷剂的淘汰已不可避免。

现阶段，R134a 的替代品种主要是第四代制冷剂 HFO-1234yf，但由于 HFO-1234yf 的主要生产技术由美国霍尼韦尔公司和杜邦公司掌握，并申请了专利，处于垄断的地位，一直没有大规模量产，价格处于高位，大概是目前在用 R134a

价格的十倍，且 HFO-1234yf 和 R134a 热力学性质相似，制冷效率接近，单车添加量接近。如果使用 HFO-1234yf 制冷剂，单车制冷剂成本增加近 10 倍，给汽车厂商带来更大的成本压力，市场接受度较低。因此，R134a 的淘汰长期看虽然不可避免，但尚有较长时间的历程，而且我们判断 R134a 的淘汰过程很大可能将参考 R22，禁止新产能的建设，实施阶梯式淘汰和配额生产。

目前，公司 R134a 产能为 6 万吨/年，占国内总产能的 26% 左右，短期内国内 R134a 产能过剩局面不会有大的变化，但未来随着行业整合，产能集中度将进一步提高，行业状况有望好转。同时 R134a 并非对环境完全无负面影响的环保型制冷剂，欧美发达国家已经在逐步淘汰，未来国内也有望参考 R22 实施配额制生产，供给进一步趋严，价格弹性较大。

2.3、R22 配额减少，市场处于景气低位，行业集中度有望进一步提高

R22 制冷剂是正被逐渐淘汰的第二代制冷剂，根据《蒙特利尔议定书》，发达国家的 R22 制冷剂产能完全淘汰要到 2030 年，发展中国家对 R22 完全淘汰要等到 2040 年，R22 制冷剂的淘汰已是不争的事实。目前，国内对 R22 实施配额生产，正处于淘汰历程。2015 年，国内 R22 配额生产总额为 27.43 万吨，比 2014 年减少 11%。从配额量来看，获得配额量最大的分别是山东东岳化工、浙江巨化股份和江苏梅兰化工，占全部配额的 71.06%，行业集中度已经较高，其中巨化股份目前 R22 产能为 10 万吨/年，2015 年生产配额量为 4.49 万吨。

表 5、2015 年国内 R22 生产配额

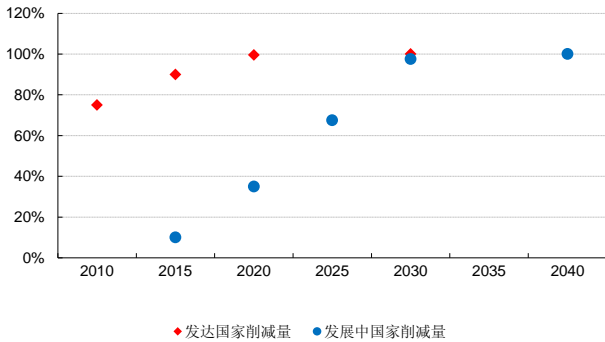
公司	生产配额 (吨)	内用生产配额 (吨)	备注
山东东岳化工	80802	52459	产能 20 万吨
江苏梅兰化工	56713	46412	产能 11 万吨
浙江衢化氟化学	44878	35402	巨化股份子公司，巨化股份总产能 10 万吨
阿科玛 (常熟) 氟化工	16159	1463	产能 3.5 万吨
浙江三美化工	14400	7967	产能 2.5 万吨
常熟三爱富中昊化工新材料	13006	6846	产能 4.5 万吨
浙江兰溪巨化氟化学	12506	11104	巨化股份子公司，巨化股份总产能 10 万吨
浙江临海利民化工	12393	6935	产能 3 万吨
自贡鸿鹤化工	8574	7613	--
金华永和氟化工	5925	5099	产能 2.5 万吨，停工
山东中氟化工	5638	5006	产能 1.2 万吨，停工
浙江鹏友化工	2027	1594	--
江西三美化工	1258	1117	三美化工子公司
总计	274279	189017	

资料来源：环保部，兴业证券研究所

2015 年以来，受冰箱等家电行业增速放缓，新型制冷剂的使用比例进一步提升，市场对 R22 的需求比较低迷，R22 市场价格也已经低迷数年，部分生存配额较小

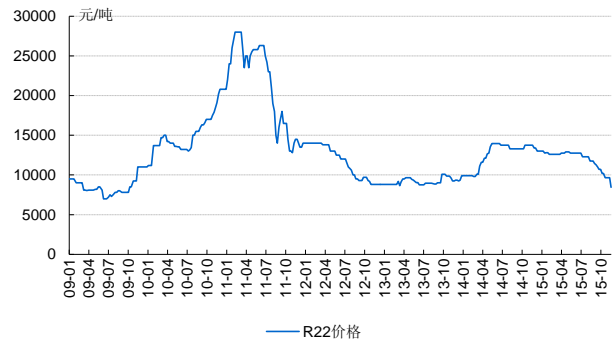
的中小企业面临着较强的生存压力，对比生产配额和产能，产能过剩、未来配额进一步减少的情况下，这些中小企业产能将逐渐关闭并将生产配额出售给行业领先的企业，行业集中度将会进一步提高，行业龙头有望逐步掌握定价能力。

图 11、蒙特利尔协议



资料来源：蒙特利尔协议，兴业证券研究所

图 12、R22 市场价格



资料来源：百川资讯，兴业证券研究所

2.4、巨化设立并购基金，推进氟化工产业整合

巨化股份是国内氟化工行业的龙头企业，整体实力雄厚，有望成为行业整合的领头企业。2015年9月1日巨化股份与浙江天堂硅谷资产管理集团有限公司本着资源共享、优势互补、互利合作的原则，约定合作设立投资公司和并购基金，推进氟化工行业的整合，提高公司的核心竞争力。并购基金的设立拉开了氟化工行业整合的序幕。以氟化工产业代表产品 R134a 为例，R134a 行业供给集中度较高，产能过剩严重，行业处于景气低位，且 R134a 并非环保型制冷剂，未来有望实行配额生产，供给端存在较强的改善机遇，公司 R134 业务弹性巨大，将成为未来重要的亮点。

长期看，在 R134a 和 R22 最终将被更为环保的新型制冷剂替代的进程中，巨化股份作为国内制冷剂行业领先企业，公司本身也在紧跟国际趋势，致力于开发适应未来市场和政策要求的新型环保制冷剂，因此制冷剂行业将作为巨化股份的重要业务基石持续为公司提供发展动力。

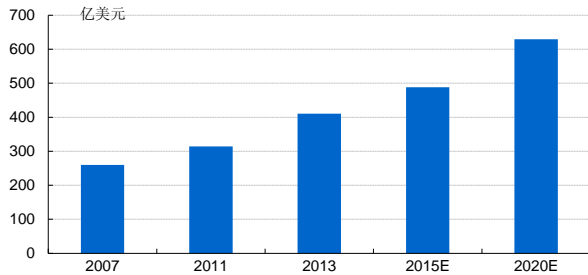
3、电子化学品业务前景明朗，空间广阔

电子化学品是是半导体（IC、FPD、LED、PV）、印刷电路（PCB）、新能源电池（NEB）等产业制造过程中不可或缺的关键性化工材料，是信息产业发展的重要基础支撑产业。全球电子化学品的发展始于上世纪七八十年代以美国、日本等发达国家为代表的全球电子信息产业的蓬勃发展，其电子化学品行业也于同期突飞猛进，迈入了全球领先地位，并一直持续到现在。2013年，全球电子化学品整体市场规模达到 410 亿美元左右，预计 2015、2020 年将分别达到 488 和 630 亿美元左右，年复合增速保持在 6% 以上，是全球化工行业中发展最快的细分领域

之一。

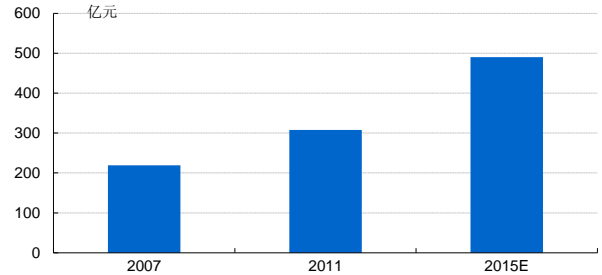
www.jztzw.net

图 13、全球电子化学品市场规模



■全球电子化学品市场规模

图 14、国内电子化学品市场规模



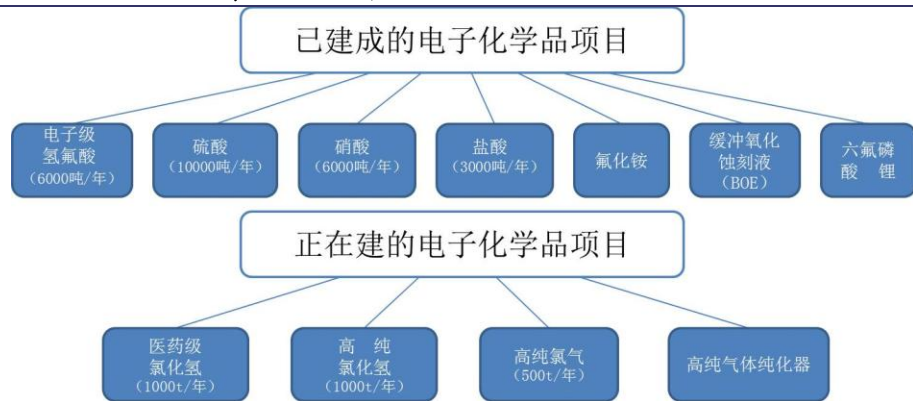
■国内电子化学品市场规模

资料来源：智研咨询，Transparency Market Research，
兴业证券研究所

资料来源：智研咨询，兴业证券研究所

而国内方面，随着我国电子信息产业的高速发展，电子化学品市场也成为我国化工行业发展速度最快、最具活力的细分行业之一。2011年，我国电子化学品市场规模已超过 300 亿元，2015 年将达到 490 亿元，年复合增速约 12.3%，明显高于全球平均速度。但相比国外，我国电子化学品行业依然处于发展初期，对外依存度畸高，非常不利于我国信息产业链的健康发展。2015 年，国家工信部将电子化学材料产业作为工业强基、中国制造 2025 重点发展产业，更是成立了千亿元规模的国家集成电路产业投资基金用以支持我国半导体行业发展，电子化学品有望借政策东风，迎来高速发展期。

图 15、巨化股份电子化学品项目进展



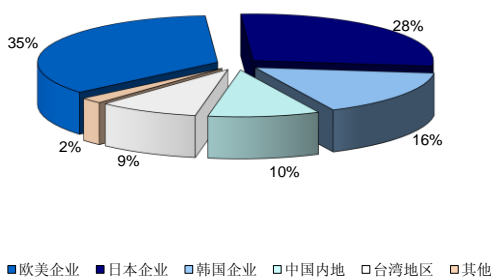
数据来源：兴业证券研究所

巨化股份具有雄厚的化工技术积累，正在积极布局电子化学品行业，已有电子级氢氟酸、硫酸、硝酸和盐酸等湿电子化学品，高纯氯化氢、高纯氯气等高纯电子气体，而公司非公开发行的募投项目涉及“高纯电子气体项目（一期）”，“高纯电子其他项目（二期）”和“含氟特种气体项目”等三个项目。电子化学品是公司将要大力发展的重要业务，与行业的发展趋势是高度一致的。电子化学品种类繁多，

据不完全统计其品种在 2 万种以上，按工艺用途来划分，大致分为硅基材料、湿电子化学品、光刻胶及辅料、CMP 抛光材料、特种气体和高纯电子化学品等。目前，公司结合自身的产业特点，着力发展湿电子化学品和高纯电子气体。

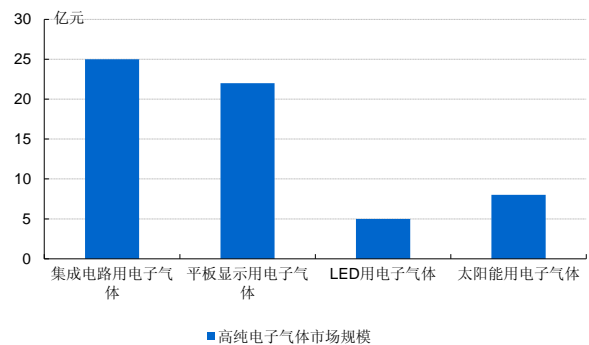
湿电子化学品是指在微电子、光电子湿法工艺制程中使用的各种电子化工材料，是电子技术与化工材料相结合的创新产物，具有附加值高、资金投入大、产品更新换代快等特点。按用途主要分为通用化学品和功能性化学品，其中通用化学品以高纯溶剂为主，例如高纯的硫酸、盐酸、甲醇、己二酸等无机和有机溶剂；功能性化学品主要以复配化学品为主，针对不同功能又可分为清洗液、蚀刻液、电镀液及添加剂，例如铝连线干法蚀刻后清洗液、铜线 CMP 后清洗液、金属电镀液及电镀添加剂等，在保持高纯度的同时大多包含多种化学组分以达到各工序使用目的。电子工业对湿电子化学品的一般要求是超净和高纯，它对原料、纯化方法、容器、环境和测试都有较为严格的要求，技术壁垒较高。目前，欧美、日本的湿电子化学品厂商，例如巴斯夫、霍尼韦尔、三菱化学、住友化学等国际著名的化学企业，技术优势明显，把控着大部分的湿电子化学品高端市场。而我国湿电子化学品在低端领域竞争激烈且已占据一定的市场份额，但在高端领域，依然主要依赖进口。目前，在国内的湿电子化学品企业中，产品能够与国际领先湿电子化学品企业竞争，具备高端电子化学品供应能力的企业非常少，整体市场竞争状况良好。据中国电子材料行业协会预测，2015 年国内湿电子化学品市场在 50~60 亿元。公司在湿电子化学品方面已有一定的市场规模，加之良好的市场竞争状况，未来去进口空间巨大，有望实现快速发展。

图 16、2014 年全球湿电子化学品市场格局



资料来源：中国电子材料行业协会，兴业证券研究所

图 17、国内高纯电子气体市场规模



资料来源：兴业证券研究所

高纯电子气体是公司电子化学品方面的另一业务，也是公司募投重点投入的项目，与公司现有的湿电子化学品业务形成品种、规模集聚和协同效应，优化和完善公司产业结构。高纯电子气体对杂质含量一般在 10^{-5} 至 10^{-9} 数量级，广泛应用于 IC(集成电路)、FDP(平面显示)、LED(发光二极管)、PV(光伏太阳能)等制造领域的成膜(CVD 等)、干式蚀刻、化学清洗、掺杂(离子注入扩散)等加工工艺。由于具有比较高的技术壁垒，国内高纯电子气体 90% 以上的份额被美国空气化学、

林德气体、普莱克斯等企业垄断。据业内人士估计，目前国内集成电路用电子气体市场需求约 25 亿元，平板显示用电子气体市场需求约 22 亿元，LED 用电子气体市场需求约 5 亿元，太阳能用电子气体需求约 8 亿元，整体市场高达 60 亿元左右，市场需求巨大。公司目前在高纯电子气体方面的代表产品主要是 NH_3 ， F_2 ， Cl_2 和 HCl ，本次募投项目除了对现有这些产能的扩大外，也引入三氟化氮、六氟丁二烯等高纯电子气体品种，进一步提高公司的高纯电子气体方面的竞争力，分享巨大的去进口化市场。

当前，国内电子化学品行业还处于发展初期，公司清晰的认识到这方面存在的机遇，大力发展电子化学品业务，路线清晰，未来公司有望成为国内电子化学品领域的领军企业，而电子化学品业务也将大幅增厚公司业绩。

4、维持“增持”评级

巨化股份是国内氟化工行业的龙头企业，具有完整的产业链和规模优势。制冷剂行业集中度较高，产能过剩严重，行业处于景气低位，且 R134a 在制冷剂日益环保化的趋势下，未来有望实行配额生产，供给端存在较强的改善机遇，其 R134a 业务的市场领先地位和高业绩弹性值得重点关注。巨化已公告与天堂硅谷合作设立并购基金，积极推动氟化工行业的整合，有望深度受益于氟化工行业的变革。巨化电子化学品业务市场前景明朗，随着募投产能投放，成长空间广阔。此外，公司力推氟化工产业向高端化、精细化转型升级，未来其他高附加值含氟产品业务占比将不断提升，业绩有望持续增长。我们预测公司 2015-2017 年 EPS 为 0.11、0.36 和 0.50 元，维持“增持”的投资评级。

5、风险提示

制冷剂行业持续低迷风险，电子化学品市场拓展不及预期风险。

附表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	2870	3223	4393	5832
货币资金	824	1287	2274	3573
交易性金融资产	1	0	0	0
应收账款	275	249	282	290
其他应收款	57	49	63	68
存货	781	751	817	888
非流动资产	6087	5634	5070	4495
可供出售金融资产	28	28	28	28
长期股权投资	344	344	344	344
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	4232	4156	3809	3328
在建工程	916	458	229	114
油气资产	0	0	0	0
无形资产	522	551	574	591
资产总计	8957	8858	9463	10327
流动负债	1534	1544	1615	1763
短期借款	430	400	380	360
应付票据	134	129	140	158
应付账款	538	558	655	789
其他	432	458	440	455
非流动负债	140	7	74	73
长期借款	0	0	0	0
其他	140	7	74	73
负债合计	1674	1551	1689	1835
股本	1811	1811	1811	1811
资本公积	2464	2464	2464	2464
未分配利润	2486	2464	2795	3341
少数股东权益	25	25	25	25
股东权益合计	7283	7307	7774	8492
负债及权益合计	8957	8858	9463	10327

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	163	204	649	899
折旧和摊销	517	557	599	620
资产减值准备	-213	-28	17	3
无形资产摊销	22	23	23	24
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	32	-11	-42	-89
投资损失	-77	-30	-25	-25
少数股东损益	1	0	0	0
营运资金的变动	56	-172	114	-19
经营活动产生现金流量	491	683	1168	1427
投资活动产生现金流量	-581	-21	-21	-16
融资活动产生现金流量	-781	-199	-159	-112
现金净变动	-871	463	987	1298
现金的期初余额	2197	824	1287	2274
现金的期末余额	1325	1287	2274	3573

利润表 单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	9764	9707	10985	12508
营业成本	8887	8582	9352	10525
营业税金及附加	29	39	41	38
销售费用	230	311	264	300
管理费用	426	524	549	600
财务费用	32	-11	-42	-89
资产减值损失	34	38	35	32
公允价值变动	1	0	0	0
投资收益	77	30	25	25
营业利润	203	255	811	1128
营业外收入	38	40	40	40
营业外支出	24	30	30	30
利润总额	217	265	821	1138
所得税	53	61	172	239
净利润	164	204	649	899
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	163	204	649	899
EPS(元)	0.09	0.11	0.36	0.50

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长性(%)				
营业收入增长率	0.3%	-0.6%	13.2%	13.9%
营业利润增长率	-28.4%	25.7%	217.9%	39.0%
净利润增长率	-35.8%	25.6%	217.7%	38.5%
盈利能力(%)				
毛利率	9.0%	11.6%	14.9%	15.9%
净利率	1.7%	2.1%	5.9%	7.2%
ROE	2.2%	2.8%	8.4%	10.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	18.7%	17.5%	17.8%	17.8%
流动比率	1.87	2.09	2.72	3.31
速动比率	1.34	1.59	2.20	2.79
营运能力(次)				
资产周转率	1.05	1.09	1.20	1.26
应收帐款周转率	30.96	31.64	35.39	37.49
每股资料(元)				
每股收益	0.09	0.11	0.36	0.50
每股经营现金	0.34	0.38	0.64	0.79
每股净资产	4.01	4.02	4.28	4.68
估值比率(倍)				
PE	246.04	195.82	61.64	44.50
PB	5.51	5.49	5.16	4.72

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场;
中性: 相对表现与市场持平
回避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入: 相对大盘涨幅大于15%;
增持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。