

## 柳暗花明，景气将震荡上行； 百尺竿头，价格或再创新高

**推荐** 维持评级

### 核心观点：

#### ● 丰富的资源优势+政策支持引领我国氟化工快速发展

我国是个别掌握氟化工技术的国家之一，也是全球最大的氟化工生产基地。丰富的萤石资源，低廉而优秀的人力资本，加上国家相关产业政策的大力支持，构成了我国氟化工产业朝精细化、高附加值产品发展的优势。我国产业政策卡紧了上游原料，全球知名的化工巨头正争相将氟化工业务向中国转移，在承接产业转移的变迁浪潮中，我国氟化工企业将受益匪浅，也将引领我国氟化工产业再上一个台阶。

#### ● R22 景气持续至少 2 年，价格或将创新高

R22 是整条氟化工产业链中最为关键的产品，是产业链中承上启下的重要一环。我国环保主管部门对 R22 项目审批政策是，13 年前不再审批新的 R22 项目，13 年以后综合考虑 R22 需求情况来决定是否审批 R22 项目。PTFE、R125 需求不断增长，相关企业也加大了单体 TFE 的建设。未来市场 R22 供应量会逐渐减少，在需求稳定增长的情况下，R22 市场景气仍是主旋律。

#### ● R134a 供需走向平衡，未来扩产后仍有出路

国外 R134a 产能转产和搬迁导致的市场供应量减少逐渐被国内新增产能所弥补，市场趋向平衡。R134a 装置转产 R125 可能会是未来产能过剩后，产能消化的好出路。

#### ● 投资建议：我们依然维持氟化工行业推荐的评级，鉴于氟化工景气依然会震荡上行，我们上调相关公司盈利预测。预计三爱富 2011-2012 年 EPS 为 2.42 元、3.06 元，对应目前 PE 为 15.0、11.9 倍，给予推荐评级；预计巨化股份 2011-2012 年 EPS 为 2.71 元、3.68 元，对应目前 PE 为 11.8、8.7 倍，给予推荐评级。

#### ● 主要风险因素：全球经济下滑，产业政策松动

### 分析师

袁孝锋

电话：(8621) 20252676

邮箱：qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511050001

李国洪

电话：(8610) 6656 8876

邮箱：liguohong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130207091551

联系人：胡 昂

电话：(8621) 20252671

邮箱：huang@chinastock.com.cn

### 需要关注的重点公司

| 股票名称 | 股票代码    | EPS(元) |       |       | PE (X) |       |       | 10-12EPS<br>CAGR | 评级 |
|------|---------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|------------------|----|
|      |         | 2010A  | 2011E | 2012E | 2010A  | 2011E | 2012E |                  |    |
| 三爱富  | 600636  | 0.13   | 2.42  | 3.06  | 110.8  | 15.0  | 11.9  | 385.2%           | 推荐 |
| 巨化股份 | 600160  | 0.96   | 2.71  | 3.68  | 33.4   | 11.8  | 8.7   | 141.9%           | 推荐 |
| 东岳集团 | 0189.HK | 0.35   | 1.00  | 1.18  | 20.3   | 7.1   | 6.0   | 83.6%            | 推荐 |

资料来源：wind 资讯，中国银河证券研究部预测

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

#### 1、丰富的资源优势+政策支持引领我国氟化工快速发展

我国是个别掌握氟化工技术的国家之一,也是全球最大的氟化工生产基地。萤石是整个氟化工行业的基础,后续氟化工产品都是在其基础上深加工而来,我国丰富的萤石资源构成了发展氟化工得天独厚的优势。丰富的上游资源,低廉而优秀的人力资本,加上国家相关产业政策的大力支持,构成了我国氟化工产业朝精细化、高附加值产品发展的优势。我国产业政策卡紧了上游原料,全球知名的化工巨头正争相将氟化工业务向中国转移,在承接产业转移的变迁浪潮中,我国氟化工企业将受益匪浅,也将引领我国氟化工产业再上一个台阶。

#### 2、R22 景气持续至少 2 年,价格或将创新高

R22 既可作为终端消费品用于空调制冷剂,也可作为中间原料用于生产新型制冷剂和含氟聚合物,是整个氟化工产业链中承上启下的重要一环,也是带动国内氟化工产品价格的重要因素。我国环保主管部门对 R22 项目审批政策是, **13 年前不再审批新的 R22 项目**, 13 年以后综合考虑 R22 需求情况来决定是否审批 R22 项目。需求方面,下游单体 TFE 扩产迅速,制冷剂和发泡剂对 R22 需求每年以 10%以上速率增长。未来市场 R22 供应量将会越来越少,而需求保持稳定增长,R22 市场景气仍是主旋律。

#### 3、R134a 供需走向平衡,未来扩产后仍有出路

国外 R134a 产能转产和搬迁导致的市场供应量减少逐渐被国内新增产能所弥补,市场趋向平衡。R134a 装置转产 R125 可能会是未来产能过剩后,产能消化的好出路。由于 R134a 生产装置开车不稳,实际产量是否大幅提升是影响后期 R134a 市场价格的重要因素,同时,国内维修市场用 R134a 约 85%为假货,政策因素也将会左右未来 R134a 市场格局。

### 我们与市场不同的观点:

我们综合判断氟化工景气依旧会延续,新一轮景气有望持续至 2013 年,具体参见正文分析。

### 估值与投资建议:

我们依然维持氟化工行业推荐的评级,鉴于氟化工景气依然会震荡上行,我们上调相关公司盈利预测。预计三爱富 2011-2012 年 EPS 为 2.42 元、3.06 元,对应目前 PE 为 15.0、11.9 倍,给予推荐评级;预计巨化股份 2011-2012 年 EPS 为 2.71 元、3.68 元,对应目前 PE 为 11.8、8.7 倍,给予推荐评级。

### 股价表现的催化剂:

- 1、制冷剂、含氟树脂价格持续上涨推动公司盈利提升。
- 2、国家扶持氟化工支撑出台,氟化工上市公司参与到萤石资源整合进程中。

### 主要风险因素:

全球经济放缓甚至下滑导致下游需求增长放缓;国家对上游原料政策由紧至松。

## 目 录

|                                  |           |
|----------------------------------|-----------|
| <b>一、我国氟化工行业：五十年发展，成就显著，潜力巨大</b> | <b>1</b>  |
| （一）氟化工产品种类多、应用广                  | 1         |
| （二）我国氟化工发展迅速，成就显著，但任重道远          | 1         |
| （三）我国发展氟化工优势明显                   | 2         |
| <b>二、氟化工在黄金道路上前行，新一轮景气将震荡上行</b>  | <b>3</b>  |
| （一）政策利好纷至沓来，上游扩张得以限制             | 3         |
| （二）R22 需求缺口扩大，至少持续 2 年，价格可能再创新高  | 5         |
| （三）R134a 供需逐渐平衡，未来产能扩张后仍有出路      | 8         |
| （四）PTFE 景气持续                     | 9         |
| <b>三、投资建议：景气周期，三爱富、巨化股份皆受益</b>   | <b>11</b> |
| （一）三爱富：走技术进步之路，以产品品质提升带动盈利增长     | 11        |
| （二）巨化股份：产业链完整，产能投放维持业绩快速增长       | 13        |

## 图 目 录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 1: 氟化物的优良特性 .....           | 1  |
| 图 2: 氟材料应用广泛 .....            | 2  |
| 图 3: 我国历年萤石出口量 .....          | 3  |
| 图 4: 我国 HF 历年出口量 .....        | 4  |
| 图 5: 萤石价格走势 .....             | 5  |
| 图 6: AHF 价格走势 .....           | 5  |
| 图 7: 氟化工产业链 .....             | 6  |
| 图 8: R22 需求构成 .....           | 7  |
| 图 9: R22 需求量预测 .....          | 7  |
| 图 10: R22 价格上涨趋势明显 .....      | 8  |
| 图 11: R134 价格走势, 近期有所回落 ..... | 9  |
| 图 12: PTFE 价格走势 .....         | 10 |
| 图 13: R125 价格走势 .....         | 10 |

## 表 格 目 录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 表 1 中国氟化工的地位 (2009) .....                | 2  |
| 表 2 世界主要国家萤石储量情况 .....                   | 3  |
| 表 3 政府针对萤石、AHF 生产相关政策 .....              | 4  |
| 表 4 萤石、AHF 出口退税政策变迁 .....                | 5  |
| 表 5 HCFC (R22) 淘汰时间表 .....               | 6  |
| 表 6 国内 R22 产能分布情况 .....                  | 6  |
| 表 7 新扩 TFE 增加 R22 需求, 企业外供 R22 将减少 ..... | 8  |
| 表 8 国内 R34a 产能分布情况 .....                 | 9  |
| 表 9 R125 产能统计 .....                      | 10 |
| 表 10 三爱富业绩预测表 .....                      | 12 |
| 表 11 三爱富财务预测 .....                       | 13 |
| 表 12 巨化股份业绩预测表 .....                     | 14 |
| 表 13 三爱富、巨化股份产品结构对比 .....                | 14 |
| 表 14 巨化股份财务预测 .....                      | 15 |

## 一、我国氟化工行业：五十年发展，成就显著，潜力巨大

### （一）氟化工产品种类多、应用广

氟化工产品种类繁多，主要分为无机氟化物、ODS 及其替代品、含氟聚合物和含氟精细化学品四大类，后三类统称有机氟化物，是本篇报告分析的重点。无机氟化物包括氟化铝、冰晶石、六氟磷酸锂等氟化盐及元素氟、含氟气体，其中六氟磷酸锂是锂电池电解液原料；ODS 及其替代品包括氯氟烃、氢氯氟烃和氢氟烃，用作制冷剂、发泡剂和生产氟材料的原料；含氟聚合物包括 PTFE、PVDF、PVF 等含氟树脂和氟橡胶、氟碳涂料、功能性膜材料；含氟精细化学品包括含氟医药、农药、液晶中间体，含氟表面活性剂等，这类氟化物细分产品众多，产量相对较小，产品附加值相对高。

氟化工产品应用非常广泛，以其耐化学腐蚀、耐高低温、耐老化、低摩擦、绝缘等优异性能，不仅应用于汽车、电子电器、建筑、医药等日常生活领域，而且应用在在航空航天、国防军工等高端领域，业已成为化工行业中发展最快、最具高新技术和最具发展前景的行业之一，在国外更是被誉为“黄金产业”。随着技术的进步，氟化工产品的应用范围正向更广更深更高端的领域拓展。

图 1：氟化物的优良特性



资料来源：中国银河证券研究部

图 2：氟材料应用广泛



资料来源：中国银河证券研究部

### （二）我国氟化工发展迅速，成就显著，但任重道远

我国氟化工的发展起始于 20 世纪 50 年代后期，是应国防的需要而诞生。为打破国外的技术封锁，60 年代开始，我国自力更生建立起了氟化工中试车间。通过几代人艰辛钻研，我国氟化工技术研发取得了长足进展，相继开发出了基础氟化工原料 AHF、R22 以及含氟树脂（PTFE、PVDF 等）、氟橡胶等一批高尖端产品，有机氟工业逐渐产业化。经过几十年的发展，我国沉淀了一定的研发实力，与杜邦等技术领先企业的差距逐渐缩小。“十一五”期间，我国氟化工更是以每年 12% 以上的速度增长。

从有机氟产业链来看，随着产业链的延伸，产品附加值成几何级数增长。产业链最上游的萤石，价格只接近三千；到了无水氢氟酸的价格就转化成数千元一吨；产业链中游的 R22 吨价在万元左右，制冷剂吨价在数万元；位于产业链下游的含氟树脂（PTFE、PVDF）、氟橡胶

的价格在十多万元一吨；含氟中间体产品的价格更是达到了百万元级一吨，而一些含氟精细化学品的价格甚至在数千万元一吨。可见，氟化工产业的价值重心在中下游。

### 我国是氟化工大国，却还不是强国

美国始终在氟化工的研发和生产方面处于领先地位，其生产能力和消费水平占世界的 33% 和 44.5%；日本氟工业起步稍晚但进步很快，生产能力和消费水平占世界的 25% 和 13%。我国凭借着资源、人力优势，氟化工产业快速发展，氢氟酸、氟化铝、R22 以及 HFC 产品生产能力均居世界第一，但从产值比例和利润分配来看，我国氟化工规模大，但还没做强。

在整个氟化工产业链中，我国占优势的是靠近原材料的低端产品，含氟材料及精细化学品等附加值、技术要求高的产品的生产技术和产品品质与国外跨国公司存在着差距，一些高端产品基本上依赖国外公司进口。这说明我国发展氟化工还有很大的上升潜力。

表 1 中国氟化工的地位（2009）

单位：万吨

| 名称           | 世界  | 中国  | 所占份额（%） |
|--------------|-----|-----|---------|
| 萤石           | 280 | 350 | 55.6    |
| 氢氟酸          | 104 | 130 | 55.6    |
| R22          | 20  | 62  | 75.6    |
| ODS 替代品      | 65  | 52  | 44.4    |
| 氟树脂          | 18  | 6.5 | 26.5    |
| 氟橡胶          | 2.0 | 1.8 | 47.4    |
| 含氟精细化学品      | 19  | 10  | 34.5    |
| 氟产品销售总值（亿美元） | 140 | 34  | 19.5    |

资料来源：中国银河证券研究部

### （三）我国发展氟化工优势明显

萤石是整个氟化工行业的基础，后续氟化工产品都是在其基础上深加工而来，我国丰富的萤石资源构成了发展氟化工得天独厚的优势。

在氟化工发展的过程中，逐渐形成了一批具有较强科研实力的院所，也为我国氟化工的发展提供了深厚的技术理论基础。目前，我国是个别掌握氟化工技术的国家之一，也是全球最大的氟化工生产基地。

丰富的上游资源，低廉而优秀的人力资本，加上国家相关产业政策的大力支持，构成了我国氟化工产业朝精细化、高附加值产品发展的优势。我国产业政策卡紧了上游原料，全球知名的化工巨头正争相将氟化工业务向中国转移，在承接产业转移的变迁浪潮中，我国氟化工企业将受益匪浅，也将引领我国氟化工产业再上一个台阶。

## 二、氟化工在黄金道路上前行，新一轮景气将震荡上行

### (一) 政策利好纷至沓来，上游扩张得以限制

#### 萤石受政策约束，供给减少

氟化工的源头是萤石，我国萤石资源非常丰富，形成了我国发展氟化工的先决条件。我国萤石储量 2100 万吨，占全球储量的 9.1%，居全球第三；基础储量 1.1 亿吨，占全球基础储量的 22.9%，居全球第一。从分布上来看，我国萤石资源主要集中在湖南、内蒙古、浙江、福建、江西、云南等省、区，储量占全国萤石总储量的 90%；丰富的萤石资源为我国氟化工发展提供了稳定的原料来源，也将为我国氟化工深加工奠定坚实的基础。

由于我国对萤石大量开采，低端出口，储采比逐渐下降，按照目前的储量和年开采量来计算，我们的储采比为 6.5，大大低于世界平均储采比 37.7。尽管我国已采取措施抑制出口，萤石直接出口量逐渐下降，但 HF 出口量却逐年上升，变相的增加了萤石的出口。

表 2 世界主要国家萤石储量情况

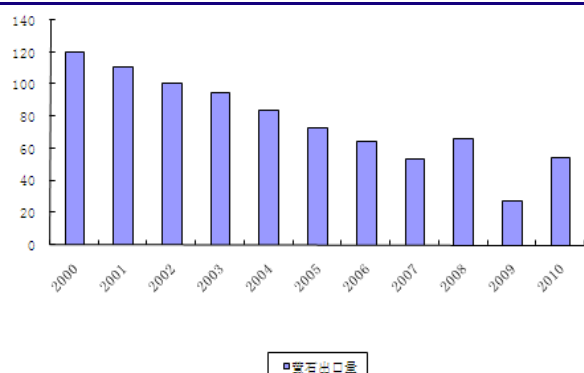
单位：万吨

| 国别   | 可采储量  | 基础储量  | 年产量   | 储采比   |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 中国   | 2100  | 11000 | 325   | 6.5   |
| 墨西哥  | 3200  | 4000  | 105.8 | 30.2  |
| 南非   | 4100  | 8000  | 29.5  | 139.0 |
| 俄罗斯  | —     | 1800  | 26.9  | —     |
| 美国   | —     | 600   | —     | —     |
| 肯尼亚  | 200   | 300   | 13    | 15.4  |
| 纳米比亚 | 300   | 500   | 11.8  | 25.4  |
| 西班牙  | 600   | 800   | 14.8  | 40.5  |
| 其他   | 11000 | 18000 | 83.2  | —     |
| 世界   | 23000 | 48000 | 610   | 37.7  |

资料来源：USGS，中国银河证券证券研究部

图 3：我国历年萤石出口量

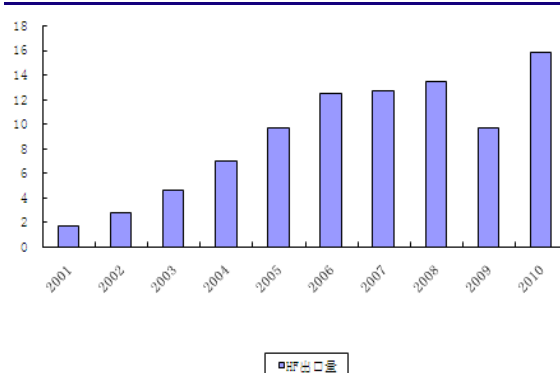
单位：万吨



资料来源：中国银河证券研究部

图 4：我国 HF 历年出口量

单位：万吨



资料来源：中国银河证券研究部

近年来,我国政府对萤石资源的保护逐渐重视,正采取相关措施进行保护。自 2010 年起,针对萤石开采的政策频频发出,当年政府更是开始了对萤石矿实施总量开采管理。2011 年萤石矿开采总量指标较 10 年下滑了 4.5%,萤石矿开采总量控制指标为 1050 万吨(矿石量),政策进一步从紧。按照政策趋势,未来萤石供给量将减少。

另一方面,在萤石资源日益紧缺状况下,有实力和技术的氟化工企业有意向到拥有资源的省份投资建设萤石下游产业,这正符合当地政府对萤石资源当地消化的理念。如果一些大型氟化工企业拿到当地萤石配额后,萤石资源出省消费的量将日益减少,未来市场上萤石的供给缺口会越来越大,萤石价格走高的趋势也会越来越明显。

2011 年 3 月工信部发布了《氟化氢行业准入条件》,规定新建生产企业的氟化氢总规模不得低于 5 万吨/年,新建氟化氢生产装置单套生产能力不得低于 2 万吨/年;新建氟化氢生产装置应当有稳定可靠的萤石资源保障;对新建、改扩建氟化氢生产装置的萤石消耗、综合水耗、综合能耗等作出具体规定。《准入条件》一方面体现了国家保护整合萤石资源的决心,另一方面也将推动氟化工上游原料供应紧缺而推动价格上涨。

**表 3 政府针对萤石、AHF 生产相关政策**

| 年份          | 政策                                                                   |
|-------------|----------------------------------------------------------------------|
| 2007 年 1 月  | 征收 10%萤石出口关税                                                         |
| 2008 年 3 月  | 将萤石出口关税上调至 15%                                                       |
| 2010 年 1 月  | 国务院发布《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《萤石行业准入标准公告》,                                       |
| 2010 年 4 月  | 国土资源部发布《关于下达 2010 年高铝粘土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》,指出萤石矿开采总量控制指标为 1100 万吨(矿石量)。 |
| 2010 年 5 月  | 财政部 国家税务总局发布《关于调整耐火粘土和萤石资源税适用税额标准的通知》,将萤石(也称氟石)的资源税适用税额标准调整为每吨 20 元。 |
| 2010 年 11 月 | 工信部发布《氟化氢行业准入条件(征求意见稿)》                                              |
| 2011 年 3 月  | 工信部发布《氟化氢行业准入条件》,规定新建氟化氢生产装置应当有稳定可靠的萤石资源保障                           |
| 2011 年 4 月  | 国土资源部发布《关于下达 2011 年高铝粘土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》,指出萤石矿开采总量控制指标为 1050 万吨(矿石量)。 |

资料来源:中国银河证券研究部整理

国家对萤石、AHF 生产的产业政策收紧的同时也一直对萤石和 AHF 出口政策收紧。

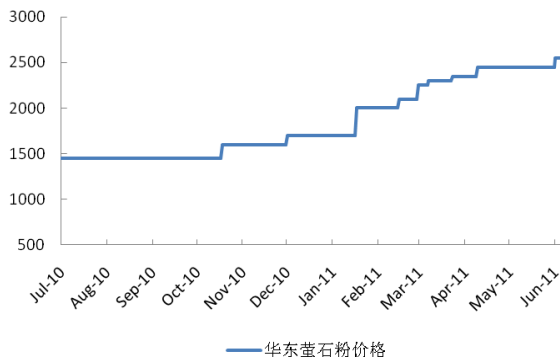
**表 4 萤石、AHF 出口退税政策变迁**

| 年份     | 萤石          | 年份         | HF              |
|--------|-------------|------------|-----------------|
| 1999 年 | 实行出口配额许可制   | 2006 年 9 月 | 取消 13%的出口退税     |
| 2003 年 | 出口退税率 13%   | 2007 年 1 月 | 开征 10%的出口关税     |
| 2004 年 | 出口退税率 5%    | 2008 年 1 月 | 上调至 15%         |
| 2006 年 | 取消出口退税      | 2009 年 1 月 | 上调至 25%         |
| 2007 年 | 征收 10%的出口关税 | 2009 年 7 月 | 金融危机因素关税下调至 15% |
| 2008 年 | 上调至 15%     |            |                 |

资料来源:中国银河证券研究部

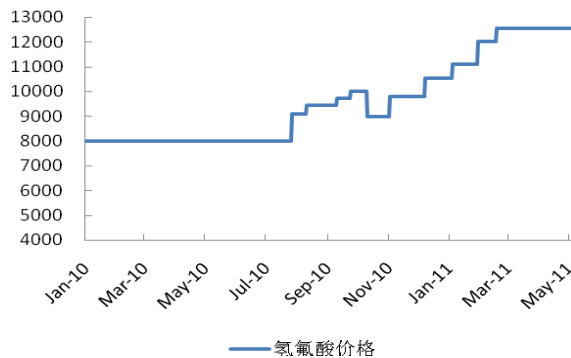
近 1 年多以来，萤石和 AHF 价格的上涨的走势是和日趋收紧的产业政策密不可分。

图 5: 萤石价格走势 单位: %



资料来源: 中国银河证券研究部

图 6: AHF 价格走势 单位: 万吨



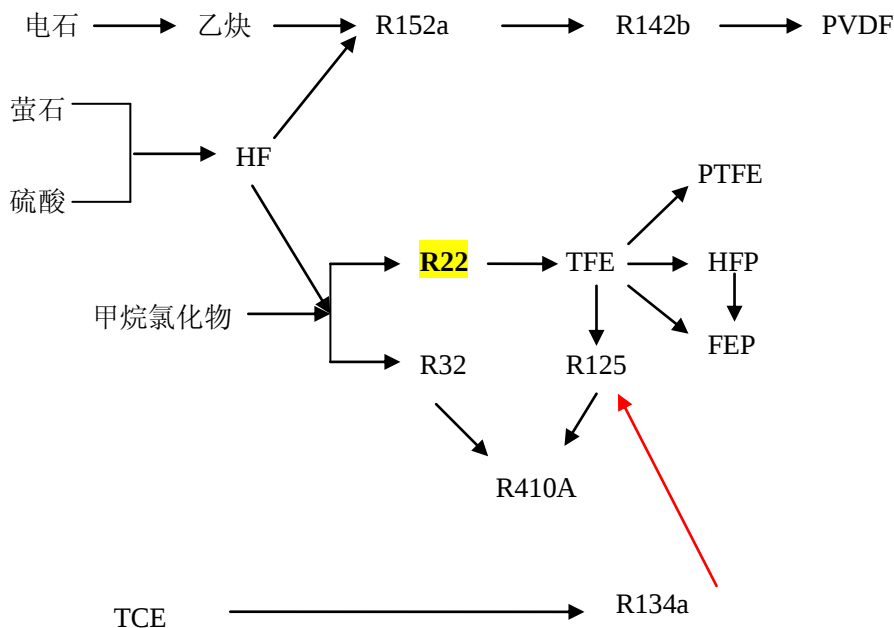
资料来源: 中国银河证券研究部

## (二) R22 需求缺口扩大，至少持续至 2 年，价格可能再创新高

### R22 产能受限，13 年前无审批

R22 既可作为终端消费品用于空调制冷剂，也可作为中间原料用于生产新型制冷剂和含氟聚合物，是整个氟化工产业链中承上启下的重要一环，也是带动国内氟化工产品价格的重要因素。判断氟化工景气是否可持续，分析 R22 的供求情况就显得非常重要。

图 7 氟化工产业链



资料来源: 中国银河证券研究部

从氟化工产业链上看，萤石和 HF 未来的供需和价格情况非常清晰，即供给逐渐偏紧，价格将继续走高，形成对氟化工下游产业的成本支撑。

R22 作为制冷剂破坏臭氧层，发达国家已开始大幅淘汰。按照《蒙特利尔议定书》规定，发达国家在 2010 年消减 75% 的量，至 2015 年消减 90%；发展中国家生产量和消费量分别选择 2009 年和 2010 年的平均水平为基准线，2013 年冻结 R22 的生产和销售，2030 年全部停止 R22 的生产和消费。

**表 5 HCFC（R22）淘汰时间表**

| 时间     | 发达国家                    | 发展中国家                 |
|--------|-------------------------|-----------------------|
| 2010 年 | 消减 75%                  | 基准年                   |
| 2013 年 |                         | 冻结在 2009 年、2010 年平均水平 |
| 2015 年 | 消减 90%                  | 消减 10%                |
| 2020 年 | 2020-2030 期间允许 0.5% 供维修 | 消减 35%                |
| 2025 年 |                         | 消减 67.5%              |
| 2030 年 | 完全淘汰                    | 允许有年均 2.5% 数量供维修      |
| 2040 年 |                         | 完全淘汰                  |

资料来源：UNEP，中国银河证券研究部

我国环保主管部门对 R22 项目审批政策是，**13 年前不再审批新的 R22 项目**，13 年以后综合考虑 R22 需求情况来决定是否审批 R22 项目。11 年东岳新增的 5 万吨 R22 产能为 2008 年前审批，将于 5 月份投产，全年增加产量 3 万吨；江苏梅兰新增 3 万吨 R22 开工也不顺畅。

**表 6 国内 R22 产能分布情况**

单位：万吨/年

| 厂家      | 2010A | 2011E | 备注                    |
|---------|-------|-------|-----------------------|
| 山东东岳    | 15    | 20    | 新增 5 万吨于 11 年 5 月份投产  |
| 浙江巨化    | 10    | 10    |                       |
| 江苏梅兰    | 8     | 11    | 新增 3 万吨开工不畅，搬迁可能影响开工率 |
| 中昊      | 4.5   | 4.5   |                       |
| 浙江永和    | 2.5   | 2.5   |                       |
| 浙江三美    | 2.5   | 2.5   |                       |
| 浙江荧光    | 1.8   | 1.8   |                       |
| 中氟      | 1.2   | 1.2   |                       |
| 利民      | 2.6   | 2.6   |                       |
| 昊华西南    | 5     | 5     |                       |
| 阿科玛（常熟） | 3.5   | 3.5   |                       |
| 其他      | 4.5   | 4.5   |                       |
| 合计      | 61.1  | 69.1  |                       |

资料来源：企业调研，中国银河证券研究部整理

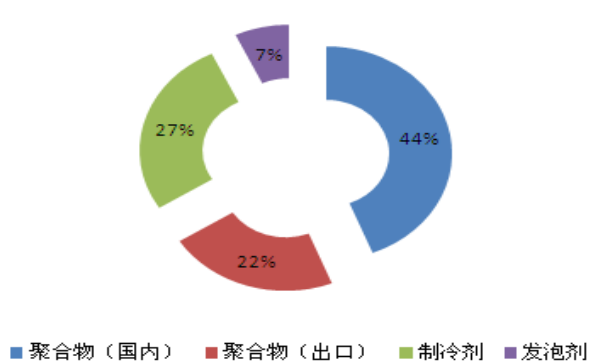
除前期已获审批的项目投产外，11-13 年 R22 无新增产能，而 R22 项目从审批到投产估计要 1-1.5 年时间，因此在政策把关下，未来两年 R22 产能扩张受限。除此，江苏梅兰氟化工装置搬迁的可能性较大，这将会降低该公司 R22 的开工率，R22 实际产能亦会大打折扣。

## 下游需求稳定增长，R22 市场供应量将减少

尽管 R22 产能扩张受限，但需求却不断增长。R22 除了直接用作制冷剂和发泡剂，还作为中间原料生产 TFE，最终制得 PTFE 和 R125。R22 作为终端消费品主要受空调市场的带动，2011 年 1-4 月空调产量 5297 万台，同比增长 43.7%，保守估计今年同比增长 10%以上。

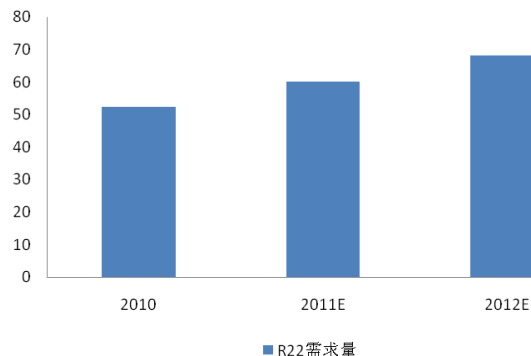
在 PTFE 和 R125 需求带动下，预计每年增长 15%左右，氟化工企业加大了原料 TFE 产能的建设。浙江巨化、山东东岳和江苏梅兰得氟化工企业都有 TFE 的扩产计划，为保证原料 R22 的供给，未来这些企业供应给市场消费 R22 的量势必锐减。

图 8: R22 需求构成 单位: %



资料来源: 中国银河证券研究部

图 9: R22 需求量预测 单位: 万吨



资料来源: 中国银河证券研究部

据此，我们判断 R22 供需缺口将持续至少两年，一旦 TFE 完全投产（或者出现企业 R22 装置开工不畅，江苏梅兰的可能性最大）致 R22 供应量减少，R22 价格势必会再次上涨，有可能再创新高。

表 7 新扩 TFE 增加 R22 需求，企业外供 R22 将减少 单位: 万吨

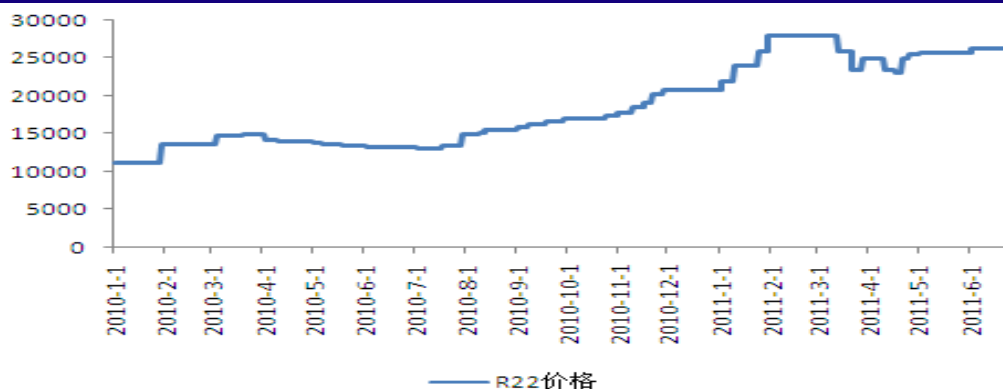
| 厂家   | 新增 TFE | R22 外销减少量 | 备注           |
|------|--------|-----------|--------------|
| 山东东岳 |        | 0.4       | 相对于 20 万吨产能量 |
| 浙江巨化 | 2      | 3.9       |              |
| 江苏梅兰 | 2      | 3.9       |              |
| 中昊   | 1      | 2         | 需外购          |
| 合计   |        | 10.2      |              |

资料来源: 中国银河证券研究部

纵观制冷剂淘汰的历史也似曾相识，HCFC 替代 CFC 时，也伴随着 CFC 产品毛利率大幅提高的过程。此次对 R22 的替代，R22 也经历着价格上涨的趋势，在 R22 价格继续上涨至与替代品价差逐渐缩小时，也就到了 R22 被真正淘汰的时刻。

图 10: R22 价格上涨趋势明显

单位: 元/吨



资料来源: 百川资讯, 中国银河证券研究部

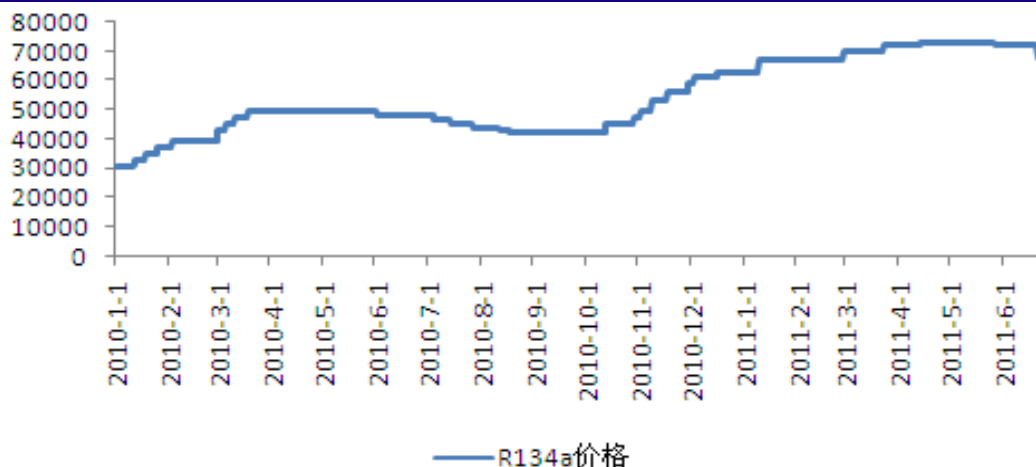
### (三) R134a 供需逐渐平衡, 未来产能扩张后仍有出路

近一年 R134a 价格一路上涨, 一是国外产能搬迁 (英力士 1 万吨) 和转产 (霍尼韦尔 3 万吨) 致全球产能下降; 二是下游需求稳定增加, 每年近 10% 增长; 三是 R134a 生产工艺较复杂, 国内装置开工不稳, 行业开工率相对低。

2011 年国内企业新装置逐渐投产, 加上开工率的提升, R134a 供应量增加, 这也是导致近期 R134a 价格的下降的主要原因。市场担心随着 R134a 产能的扩大 (12 年国内产能有望达到 18 万吨), R134a 的价格将出现大幅下降。在新产能大幅投产下, 我们不否认价格有可能出现下降, 但是大幅下降的可能性较小, 一是上游成本的支撑 (HF 和 TCE), 外购原料完全成本在 3.5 万元; 二是虽然 R134a 在被淘汰替换的风口浪尖, 但是这一过程是循序渐进的, 新的替代品还不够成熟; 三是国内厂商的扩产正好弥补国外厂商转产导致供给量的下降; 最后, R134a 通过技改可以转而生产 R125, 三爱富和浙江巨化都有转产 R125 的装置, 企业可以根据市场的需求来调配 R125 和 R134a 的生产量, 这也就解决了 R134a 未来的出路。

图 11: R134 价格走势, 近期有所回落

单位: 元/吨



资料来源: 百川资讯, 中国银河证券研究部

表 8 国内 R34a 产能分布情况

单位: 万吨/年

| 厂家   | 2010A | 2011E | 2012E |
|------|-------|-------|-------|
| 山东东岳 | 1.5   | 1.5   | 1.5   |
| 浙江巨化 | 2.8   | 2.8   | 5.8   |
| 浙江三美 | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 中化西安 | 1     | 1     | 1     |
| 中化太仓 | 2     | 3     | 3     |
| 浙江百炼 | 0.5   | 1.5   | 1.5   |
| 江苏金雪 | 1.8   | 1.8   | 1.8   |
| 江苏康泰 | 2     | 3     | 3     |
| 中化蓝天 | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| 合计   | 12.4  | 15.4  | 18.4  |

资料来源: 企业调研, 中国银河证券研究部

由于 R134a 生产装置开车不稳, 实际产量是否大幅提升是影响后期 R134a 市场价格的重要因素, 同时, 国内维修市场用 R134a 约 85% 为假货, 政策因素也将会左右未来 R134a 市场格局。

#### (四) PTFE 景气持续

PTFE 是重要的氟聚合物产品, 被誉为“塑料王”, 具有优良的物理化学性能, 广泛应用于化工、石油、纺织、食品、造纸、医学、电子和机械等工业和海洋作业等领域。R125 对大气臭氧层没有破坏, 与 R32 混合成新型制冷剂 R410A。

##### PTFE 原料紧缺, 产能释放有限, 景气继续延续

PTFE 分为悬浮树脂、分散树脂和浓缩分散液三大品种。悬浮法 PTFE 主要用于密封圈、垫片、化工泵、阀、管配件和设备衬里、电绝缘零件、薄膜等; 分散法 PTFE 主要用于耐腐蚀或耐高温高压电, 以及电线电缆、化工管道衬里等; PTFE 浓缩分散液主要用于食品、纺织、造纸等领域中的防粘涂层及浸渍玻璃布、石棉等。PTFE 需求领域广泛, 优良的性能有利于产品需求的扩展和替代, 预计未来年需求量将保持 15% 左右速率增长。

R410A 主要用于家用空调和多联机上, 需求快速增长。2010 年家用空调用 R410A 制冷剂中, 定速空调市场占比 35%, 变频空调市场占比 65%, 其中出口产品占 53%, 内销产品占 47%。据产业在线数据, 2010 年 R410A 空调的市场份额已达到 25.8%, 随着变频空调占比的提高, 这一比例有望继续大幅提升。在 R410A 需求的推动下, 市场对 R125 的需求也水涨船高。

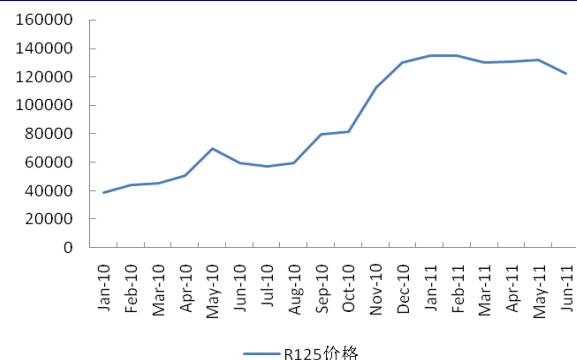
TFE 即可用来生产 PTFE, 也可用来生产 R125, 其中聚合成 PTFE 时对装置和技术的要求更高。国内掌握聚合 PTFE 技术企业较少, 而能生产 R125 的企业相对较多。在 R125 需求和价格增长的情况下, R125 产能产量提升分流了 PTFE 原料, 并且新建 PTFE 装置需约两年左右时间, PTFE 在技术壁垒和原料紧缺双重因素影响下扩产不易。在需求不断增长, 而产能释放有限的情况下, 我们判断 PTFE 景气依然维持。

图 12: PTFE 价格走势 单位: 元/KG



资料来源: 中国银河证券研究部

图 13: R125 价格走势 单位: 元/吨



资料来源: 中国银河证券研究部

表 9 R125 产能统计

单位: 万吨

| 厂商   | 产能      | 工艺                  |
|------|---------|---------------------|
| 常熟中昊 | 1+1     | 单体法 (有部分装置将用 PCE 法) |
| 浙江巨化 | 1+1     | 单体法                 |
| 山东东岳 | 0.8     | 单体法                 |
| 阿科玛  | 2       | PCE 法               |
| 中化西安 | 0.8     | PCE 法               |
| 中化蓝天 | 0.2+0.5 | PCE 法               |
| 浙江永氟 | 0.5     | 单体法                 |
| 山东华安 | 0.5     | PCE 法               |
| 江苏梅兰 | 0.5     | 单体法                 |
| 山东中氟 | 0.1     | 单体法                 |
| 合计   | 7.4+2.5 |                     |

注: “+” 表示在建项目

资料来源: 中国银河证券研究部

### 三、投资建议：景气周期，三爱富、巨化股份皆受益

#### （一）三爱富：走技术进步之路，以产品品质提升带动盈利增长

公司是我国氟工业领域的发源地，一直致力于有机氟化工技术的研发，经过几十年的技术积累，构筑了行业领先的研发实力，逐渐形成了三大基地+三大产业链的发展模式。公司与杜邦、大金等世界级化工巨头在氟化工领域技术上的差距正渐渐缩小，有望在全球氟化工向我国转移的浪潮中，形成自己独特的优势领域。

公司产品种类多样，利润主要来源是 PTFE、R125 以及 PVDF 产业链产品。公司 PTFE 产能今年有望增加至 1 万吨，同时加大对高性能 PTFE 树脂的研发，以缩小同国外企业产品品质差距。公司生产 R125 采用的是单体法，目前正积极进行 R134a 装置技改，改用 PCE 法制 R125，可以降低 R125 成本 25% 左右。PVDF 是公司的明星产品，也是公司积极发展的产品，今年内蒙 PVDF 产能有望达 1 万吨。公司 PVDF 产业链完整，上游原料 R152a、R142b 完全配套，成本优势显著。PVDF 主要应用于氟碳涂料、太阳能光伏电池背板膜和水处理膜等领域，其中太阳能背板膜应用潜力巨大。

四氟丙烯作为汽车空调制冷剂，环保性能优良，ODP 值为 0，GWP 值仅为 4，未来可能替代 R134a，市场前景巨大。公司拟与杜邦合作开发生产四氟丙烯，预计年底投产，12 年开始贡献利润。

公司在新型制冷剂、氟橡胶、PVDF 等产品上有技术领先优势，这些产品市场需求增长快速，是未来盈利提升的重要保障。公司战略规划的重点在内蒙，以凭借当地丰富廉价的矿产资源、人力资源和动力资源大力发展氟化工项目，内蒙地区还有望成为公司上游原料的供应基地。公司在内蒙地区大力发展 PVDF 产业链，积极配套 PVDF 原料 R152a、R142b，未来上游新增产能概率较大。随着 PVDF 产业链配套完善，公司在此产业链上竞争优势会越来越明显，有望成为公司重要的利润来源。

公司拥有完整的有机氟化工产业链，研发能力突出，是国内最具潜力的氟化工企业。公司 12 年利润增长点主要是 R125 的扩产、四氟丙烯的建成投产和内蒙基地 PVDF 的达产及原料配套带来的成本的降低。我们上调公司 11-12 年 EPS 分别为 2.42 元、3.06 元，目前股价对应 PE15x、11.9x，维持“推荐”评级。

**表 10 三爱富业绩预测表**

|            | 2009A  | 2010A  | 2011E   | 2012E  |
|------------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入（百万万元） | 2102.2 | 3096   | 4680.6  | 6014.5 |
| 营业收入同比（%）  | -21.6% | 47.3%  | 51.2%   | 28.5%  |
| 净利润（百万万元）  | 18.9   | 46.0   | 840.8   | 1062.8 |
| 净利润同比（%）   | --     | 143.7% | 1728.3% | 26.4%  |
| EPS（元）     | 0.05   | 0.13   | 2.42    | 3.06   |

资料来源：wind，中国银河证券研究部预测

表11 三爱富财务预测

| 资产负债表(百万元)    | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 利润表(百万元)   | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|------------|---------|---------|---------|--------|
| 现金及现金等价物      | 302   | 334   | 367   | 1443  | 营业收入       | 2102.2  | 3095.6  | 4680.6  | 6014.5 |
| 应收款项          | 293   | 780   | 720   | 974   | 增长率        | -21.6%  | 47.3%   | 51.2%   | 28.5%  |
| 存货净额          | 320   | 403   | 470   | 605   | 营业成本       | 1740.1  | 2532.4  | 2883.2  | 3759.1 |
| 其他流动资产        | 26    | 117   | 56    | 72    | 营业成本/营业收入  | 82.8%   | 81.8%   | 61.6%   | 62.5%  |
| 流动资产合计        | 941   | 1633  | 1613  | 3095  | 营业税金及附加    | 6.1     | 9.3     | 14.0    | 18.0   |
| 固定资产          | 1272  | 1222  | 1388  | 1482  | 销售费用       | 74.8    | 78.9    | 117.0   | 144.3  |
| 无形资产及其他       | 62    | 72    | 69    | 67    | 销售费用/营业收入  | 3.6%    | 2.5%    | 2.5%    | 2.4%   |
| 投资性房地产        | 17    | 66    | 66    | 66    | 管理费用       | 162.7   | 191.5   | 280.8   | 360.9  |
| 长期股权投资        | 47    | 51    | 51    | 51    | 管理费用/营业收入  | 7.7%    | 6.2%    | 6.0%    | 6.0%   |
| 资产总计          | 2340  | 3044  | 3188  | 4761  | 财务费用       | 68.4    | 63.8    | 30.3    | 2.6    |
| 短期借款          | 967   | 934   | 214   | 0     | 投资收益       | 9.4     | 11.0    | 10.0    | 20.0   |
| 应付款项          | 302   | 383   | 491   | 645   | 资产减值       | 1.7     | 63.2    | 20.0    | 15.0   |
| 其他流动负债        | 102   | 656   | 157   | 205   | 其他收入       | (3.5)   | (126.3) | (0.0)   | (0.0)  |
| 流动负债合计        | 1371  | 1973  | 862   | 850   | 营业利润       | 57.8    | 167.5   | 1385.1  | 1764.6 |
| 长期借款及应付债券     | 20    | 10    | 10    | 10    | 增长率        | -165.1% | 189.6%  | 726.7%  | 27.4%  |
| 其他长期负债        | 7     | 12    | 12    | 12    | 营业外净收支     | 19.0    | (11.4)  | 90.0    | 100.0  |
| 长期负债合计        | 27    | 12    | 12    | 12    | 利润总额       | 76.8    | 156.1   | 1475.1  | 1864.6 |
| 负债合计          | 1398  | 1984  | 874   | 862   | 增长率        | -332.9% | 103.3%  | 844.8%  | 26.4%  |
| 少数股东权益        | 203   | 274   | 687   | 1209  | 所得税费用      | 0.2     | 28.4    | 221.3   | 279.7  |
| 股东权益          | 740   | 786   | 1627  | 2690  | 少数股东损益     | 57.7    | 81.8    | 413.0   | 522.1  |
| 负债和股东权益总计     | 2340  | 3044  | 3188  | 4761  | 归属于母公司净利润  | 18.9    | 46.0    | 840.8   | 1062.8 |
|               |       |       |       |       | 增长率        | -127.1% | 143.7%  | 1728.3% | 26.4%  |
| 关键财务与估值指标     | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 现金流量表(百万元) | 2009    | 2010    | 2011E   | 2012E  |
| 每股收益          | 0.15  | 0.13  | 2.42  | 3.06  | 经营活动现金流    | 98      | 242     | 959     | 1526   |
| 每股红利          | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 资本开支       | 23      | (259)   | (205)   | (236)  |
| 每股净资产         | 5.69  | 2.26  | 4.69  | 7.75  | 其它投资现金流    | 0       | 0       | 0       | 0      |
| ROS           | 1%    | 1%    | 18%   | 18%   | 投资活动现金流    | 31      | (263)   | (205)   | (236)  |
| ROE           | 3%    | 6%    | 52%   | 40%   | 权益性融资      | 0       | 0       | 0       | 0      |
| 毛利率           | 17%   | 18%   | 38%   | 38%   | 负债净变化      | (0)     | (20)    | 0       | 0      |
| EBIT Margin   | 6%    | 11%   | 30%   | 29%   | 支付股利、利息    | 0       | 0       | 0       | 0      |
| EBITDA Margin | 13%   | 17%   | 33%   | 32%   | 其它融资现金流    | (225)   | 92      | (720)   | (214)  |
| 收入增长          | -22%  | 47%   | 51%   | 29%   | 融资活动现金流    | (225)   | 52      | (720)   | (214)  |
| 净利润增长         | -127% | 144%  | 1728% | 26%   | 现金净变动      | (97)    | 32      | 33      | 1076   |
| 资产负债率         | 68%   | 74%   | 49%   | 43%   | 货币资金的期初余额  | 399     | 302     | 334     | 367    |
| 息率            | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 货币资金的期末余额  | 302     | 334     | 367     | 1443   |
| P/E           | 66.5  | 110.8 | 15.0  | 11.9  | 企业自由现金流    | 166     | 264     | 714     | 1205   |
| P/B           | 1.7   | 6.5   | 7.8   | 4.7   | 权益自由现金流    | 0       | 336     | (32)    | 989    |
| EV/EBITDA     | 8.7   | 12.0  | 8.9   | 7.1   |            |         |         |         |        |

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部预测

## (二) 巨化股份：产业链完整，产能投放维持业绩快速增长

经过多年的发展,公司逐渐形成以氟化工为核心、氯碱化工和煤化工相配套的完整产业链,产业链协同效应得以有效发挥,公司氟化工产品规模和技术优势上都处于行业领先水平。公司上游原料氯甲烷、三氯乙烯以及 AHF 均配套生产,一体化产业链有利于形成成本优势;在氟化工景气周期中,一体化产业也有利于公司产品满负荷生产,享受行业景气带来的利好。

公司利润主要来源于 R22、R134a 和 R125,制冷剂价格依旧将维持高位,盈利将会有保证。在氟化工景气的大周期下,公司为了抓住世界氟化工向中国转移的历史契机,正积极投资建设新型制冷剂和含氟聚合物项目,以扩大公司竞争优势。公司明年将继续新增 3 万吨 R134a 产能以弥补国外企业转产导致的产能减少,届时将成为全球最大的 R134a 生产基地。

未来两年公司还将新增 2 万吨 TFE 单体用以扩产 1 万吨 R125 和 9 千吨 PTFE,以满足国内市场不断增长的需求。PVDC 是一种良好的包装材料,近几年对外依存度在 60%左右,随着应用领域广泛扩展,市场需求将不断增长。公司在该产品的生产上有显著的技术和成本优势,计划新增 2 万吨 PVDC 产能。新增产能的投产将带动公司业绩快速增长。

公司是国内少数几家综合配套完整的氟化工大型企业,在积极完善现有产品线的同时,也逐渐加大对符合行业发展趋势产品的投资,新增产能的陆续投产保证了公司盈利的不断提升。公司周边萤石资源丰富,公司有可能从萤石产业政策中受益而获得上游资源。我们预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 2.71 元和 3.68 元,目前股价对应 PE11.8x、8.7x,维持“推荐”评级。

表 12 巨化股份业绩预测表

|            | 2009A  | 2010A  | 2011E  | 2012E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万万元) | 3699.6 | 5486.3 | 8059.4 | 10436.9 |
| 营业收入同比(%)  | -30.6% | 48.3%  | 46.9%  | 29.5%   |
| 净利润(百万万元)  | 92.6   | 586.5  | 2157.7 | 3431.6  |
| 净利润同比(%)   | 5.8%   | 533.6% | 267.9% | 36.0%   |
| EPS(元)     | 0.17   | 0.96   | 2.71   | 3.68    |

资料来源: wind, 中国银河证券研究部预测

表 13 三爱富、巨化股份产品结构对比

单位: 万吨

| 产品    | 三爱富 | 巨化      | 产品    | 三爱富  | 巨化    |
|-------|-----|---------|-------|------|-------|
| 氯甲烷   | --  | 30      | PVDC  | --   | 0.8+2 |
| AHF   | 10  | --      | R152a | 4    | --    |
| R22   | 4.5 | 10      | R142b | 4    | --    |
| R125  | 1   | 1       | PVDF  | 1    | --    |
| PTFE  | 1   | 0.6+0.9 | 氟橡胶   | 0.15 | --    |
| R134a | --  | 2.8+3   | FEP   | 0.1  | 0.15  |

资料来源: 公司调研, 中国银河证券研究部整理

表14 巨化股份财务预测

| 资产负债表(百万元)    | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 利润表(百万元)   | 2009   | 2010    | 2011E  | 2012E |
|---------------|------|------|-------|-------|------------|--------|---------|--------|-------|
| 现金及现金等价物      | 355  | 437  | 1264  | 4100  | 营业收入       | 3700   | 5486    | 8059   | 10437 |
| 应收款项          | 440  | 592  | 883   | 1144  | 增长率        | -30.6% | 48.3%   | 46.9%  | 29.5% |
| 存货净额          | 155  | 404  | 303   | 429   | 营业成本       | 3190   | 3948    | 4787   | 6210  |
| 其他流动资产        | 183  | 116  | 276   | 365   | 营业成本/营业收入  | 86.2%  | 72.0%   | 59.4%  | 59.5% |
| 流动资产合计        | 1140 | 1549 | 2726  | 6037  | 营业税金及附加    | 16     | 33      | 32     | 42    |
| 固定资产          | 2623 | 2768 | 2632  | 2402  | 销售费用       | 64     | 83      | 117    | 151   |
| 无形资产及其他       | 138  | 151  | 141   | 131   | 销售费用/营业收入  | 1.7%   | 1.5%    | 1.5%   | 1.5%  |
| 投资性房地产        | 34   | 65   | 65    | 65    | 管理费用       | 276    | 512     | 403    | 522   |
| 长期股权投资        | 165  | 203  | 203   | 203   | 管理费用/营业收入  | 7.4%   | 9.3%    | 5.0%   | 5.0%  |
| 资产总计          | 4099 | 4736 | 5768  | 8838  | 财务费用       | 91     | 104     | 210    | 251   |
| 短期借款          | 1011 | 748  | 0     | 0     | 投资收益       | (18)   | 22      | 6      | 0     |
| 应付款项          | 212  | 278  | 312   | 405   | 资产减值       | (12)   | (155)   | (140)  | (50)  |
| 其他流动负债        | 105  | 553  | 140   | 184   | 其他收入       | 0      | 0       | 152    | 221   |
| 流动负债合计        | 1328 | 1579 | 452   | 589   | 营业利润       | 33     | 672     | 2528   | 3432  |
| 长期借款及应付债券     | 679  | 535  | 535   | 535   | 增长率        | -44.1% | 1927.9% | 276.4% | 35.7% |
| 其他长期负债        | 34   | 27   | 27    | 27    | 营业外净收支     | 6      | (1)     | 10     | 20    |
| 长期负债合计        | 713  | 562  | 562   | 562   | 利润总额       | 39     | 671     | 2538   | 3452  |
| 负债合计          | 2041 | 2141 | 1014  | 1151  | 增长率        | -65.7% | 1607.4% | 278.3% | 36.0% |
| 少数股东权益        | 70   | 145  | 145   | 145   | 所得税费用      | (53)   | 59      | 381    | 518   |
| 股东权益          | 1988 | 2450 | 4608  | 7542  | 少数股东损益     | (0)    | 25      | 0      | 0     |
| 负债和股东权益总计     | 4099 | 4736 | 5768  | 8838  | 归属于母公司净利润  | 93     | 586     | 2158   | 2934  |
|               |      |      |       |       | 增长率        | 5.8%   | 533.6%  | 267.9% | 36.0% |
| 关键财务与估值指标     | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 现金流量表(百万元) | 2009   | 2010    | 2011E  | 2012E |
| 每股收益          | 0.17 | 0.96 | 2.71  | 3.68  | 经营活动现金流    | 462    | 1419    | 1710   | 2965  |
| 每股红利          | 0.08 | 0.25 | 0.00  | 0.00  | 资本开支       | (185)  | (489)   | (135)  | (129) |
| 每股净资产         | 3.57 | 4.00 | 5.79  | 9.47  | 其它投资现金流    | 10     | 7       | 0      | 0     |
| ROS           | 3%   | 11%  | 27%   | 28%   | 投资活动现金流    | (148)  | (521)   | (135)  | (129) |
| ROE           | 5%   | 24%  | 47%   | 39%   | 权益性融资      | 0      | 0       | 0      | 0     |
| 毛利率           | 14%  | 28%  | 41%   | 41%   | 负债净变化      | 188    | (144)   | 0      | 0     |
| EBIT Margin   | 4%   | 14%  | 32%   | 33%   | 支付股利、利息    | (45)   | (153)   | 0      | 0     |
| EBITDA Margin | 12%  | 20%  | 36%   | 36%   | 其它融资现金流    | (406)  | (222)   | (748)  | 0     |
| 收入增长          | -31% | 48%  | 47%   | 30%   | 融资活动现金流    | (120)  | (816)   | (748)  | 0     |
| 净利润增长         | 6%   | 534% | 268%  | 36%   | 现金净变动      | 193    | 83      | 827    | 2836  |
| 资产负债率         | 52%  | 48%  | 20%   | 15%   | 货币资金的期初余额  | 161    | 355     | 437    | 1264  |
| 息率            | 0.9% | 1.1% | 0.0%  | 0.0%  | 货币资金的期末余额  | 355    | 437     | 1264   | 4100  |
| P/E           | 56.3 | 23.7 | 11.8  | 8.7   | 企业自由现金流    | 313    | 914     | 1470   | 2794  |
| P/B           | 2.6  | 5.7  | 5.5   | 3.4   | 权益自由现金流    | 0      | 548     | 673    | 2769  |
| EV/EBITDA     | 15.6 | 13.7 | 9.4   | 7.2   |            |        |         |        |       |

资料来源：公司资料，中国银河证券研究部预测

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**袁孝锋，李国洪，行业证券分析师。**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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033  
电话：010-66568888  
传真：010-66568641  
网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

北京地区联系：010-66568849  
上海地区联系：010-66568281  
深圳广州地区联系：010-66568908