

2017 年 11 月 08 日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：

代鹏举

S0350512040001

021-68591581

daipj@ghzq.com.cn

联系人：

陈博 S0300116010021

010-88576597

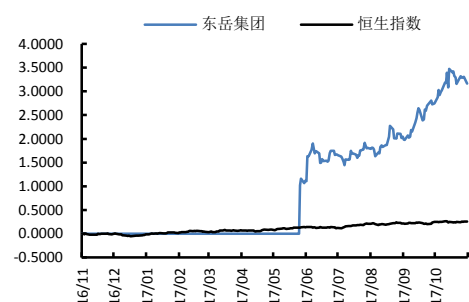
chenb05@ghzq.com.cn

氟硅行业景气回升，公司规模效应明显，业绩高

增长

——东岳集团（0189.HK）深度报告

最近一年走势



相对恒生指数表现

表现	1M	3M	12M
东岳集团	8.9	45.3	308.2
恒生指数	1.6	4.1	28.3

市场数据 2017-11-08

当前价格（港元）	5.36
52 周价格区间（港元）	1.37-6.01
总市值（百万港元）	11318.66
流通市值（百万港元）	11318.66
总股本（万股）	211168.95
流通股（万股）	211168.95
日均成交额（百万港元）	59.96
近一月换手（%）	13.27

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

投资要点：

■公司氟硅产业链完善，下游产品众多，产能优势明显，产品价格大涨带动业绩大幅提升。上游配套氯碱、萤石矿，中游产品端包括无水氟化氢、甲烷氯化物等，下游生产制冷剂、含氟高分子材料和有机硅系列。制冷剂 R22 产能为 22 万吨/年，全国第一；制冷剂 R32、R125、R152a 产能各 3 万吨/年，R134a 产能 1.5 万吨/年。高分子材料 PTFE4.5 万吨/年、PVDF1 万吨/年、HFP1 万吨/年、FEP0.55 万吨/年、FKM0.25 万吨/年等。有机硅产能 25 万吨/年。年初至 10 月底 R22、R125、R134a、R32 等产品价格涨幅分别达 65%、91%、37%、108%，带动业绩大增。2017 年上半年，公司营收 47.9 亿元，同比增速 25%，归母净利润 7.1 亿元，同比增速 130%。而 2016 年公司营收 79.7 亿元，同比增长 13%，归母净利润 5.9 亿元，同比增速 185%。

■ 高分子材料新产品不断开发，用途拓展，需求有望维持较高增长。公司含氟高分子材料除 PTFE、PVDF 外，还有 HFP、FKM、FEP、PPVE、PSVE、HFPO 等多系列产品。目前 PTFE 营收占比最高，2016 年 PTFE 营收达 10.3 亿元，占整个高分子营收的 47%。但随着改性产品、燃料电池膜、光伏电板背膜等领域需求增长，高分子材料盈利进一步提高。

■ 有机硅供需改善，公司产品利润高，业绩大增。受益于下游房地产行业需求改善，2014-2016 年有机硅国内消费连续三年同比增速在 8% 左右。2017 环保核查导致行业产能同比下降 9.2%，DMC 价格 14 个月内上涨 128%，价差 8 月到 9 月上涨了 100%。四季度环保督查和旺季需求之下，有机硅景气度大概率会持续。公司有机硅权益产能 21 万吨/年，下游以 107 硅橡胶、生胶等高利润品种为主，产业链延长提升毛利率。2016 年有机硅业绩 0.8 亿元，同比增速 179%；2017 年上半年营收 11.3 亿元，同比增加 36%，业绩 2 亿元，同比增速 555%。

■ 氯碱板块盈利大增，景气有望持续。公司烧碱和 PVC 产能各 40 万吨/年，配套甲烷氯化物。由于氯碱行业产能近年增长微弱，下游需求平稳增长，加之环保趋严，产品供需趋紧，产品价格大涨，2017 年上半年，营收近 8 亿元，同比增加 51%，创出五年来新高，业绩 1.7 亿元，同比增幅 6.4 倍以上。由于需求转暖，新增产能有限，公司该业务板块景气度有望持续。

■ **盈利预测和投资评级：**我们认为氟硅化工行业在过去持续低迷的数年中，产业结构调整不断深入，部分小产能在国际履约和环保趋严的背景下有望加速退出，公司在氟硅化工行业的龙头地位日趋显现，未来产品价格平稳、毛利率基本稳定，高分子材料板块营收增速维持较高水平，制冷剂、氯碱和有机硅等业务保持平稳增长。此外，公司计划扩建 PVDF 产能 1 万吨/年、FEP 产能 0.5 万吨/年、R32 产能 4 万吨/年，DMC25 万吨/年技改到 30 万吨/年。我们预计公司 2017~2019 年归母净利润分别为 15.95 17.77 和 19.25 亿元，每股收益分别为 0.76、0.84 和 0.91 元。参照可比市盈率给予公司 2017 年 PE 11 倍，对应每股股价 8.36 元，按照 11 月 8 日人民币兑港元汇率 1.18 计，折合每股股价 9.86 港元。首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**产品价格大幅下跌；产品需求不及预期；扩产项目不及预期；生产事故风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	7970	10278	11668	13146
增长率(%)	13.6%	29.0%	13.5%	12.7%
净利润（百万元）	588	1595	1777	1925
增长率(%)	185.0%	171.5%	11.4%	8.4%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.76	0.84	0.91
ROE(%)	11.5%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、国内全产业链氟硅化工龙头	6
1.1、上下游一体化，产能优势明显	6
1.2、四大板块齐发力，盈利大幅度提升	7
2、下游需求稳增，但环保趋严和履约导致有效产能削减，制冷剂行业供需改善	9
2.1、行业集中度提升，龙头公司受益	9
2.2、下游需求提升，价格上涨	12
2.3、公司产能优势明显，业绩弹性大	13
3、含氟高分子材料产品线丰富，价格回升	16
3.1、PTFE 国内龙头，技术优势显著	16
3.2、PVDF 潜在市场空间大，高端品种有望突破	18
3.3、高分子材料业务进入盈利拐点	20
4、有机硅行业复苏带来公司业绩高增长	21
4.1、建筑业带动有机硅需求增长	21
4.2、环保去产能效果显著，DMC 价差扩大	22
4.3、优化产品结构，经营能力强	24
5、氯碱板块盈利大增	25
6、盈利预测与评级	27
7、风险提示	28

图表目录

图 1: 东岳集团生产体系全貌.....	6
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 近十年公司主营收入情况	7
图 4: 近十年公司归母净利情况	7
图 5: 2016 年公司主营业务收入分布	8
图 6: 2016 年公司业绩分布	8
图 7: 2017H1 公司主营业务收入分布	8
图 8: 2017H1 公司业绩业务分布	8
图 9: 四大板块经营溢利率情况	9
图 10: 国内第二代制冷剂配额情况 (万吨)	10
图 11: R22 产能分布情况	11
图 12: R32 产能分布	11
图 13: R22 全国产能集中在山东、江苏、浙江	11
图 14: R32 全国产能集中在山东、江苏、浙江	11
图 15: 空调、冰箱、冰柜的库存	12
图 16: 空调的产量及同比增速	12
图 17: 冰箱的产量及同比增速	13
图 18: 汽车的产量及同比增速	13
图 19: 氢氟酸价格走势	13
图 20: 部分制冷剂价格走势	13
图 21: 2016 年公司制冷剂品种营收占比	15
图 22: 2009-2017H1 制冷剂板块营收和业绩情况	15
图 23: 2016 年公司高分子材料板块营收分布	16
图 24: 公司 PTFE 产能国内领先	17
图 25: PTFE 行业开工率不断提升	17
图 26: 2017 年 PTFE 价格持续上涨 (元/吨)	17
图 27: PVDF 涂料市场稳健增长	19
图 28: PVDF 价格走势	19
图 29: 国内 PVDF 产能分布	20
图 30: 2009-2017H1 公司高分子材料业务营收和业绩情况	20
图 31: 有机硅产业链	21
图 32: 有机硅深加工产品占比	22
图 33: 有机硅终端应用领域分布	22
图 34: 2006-2016 年全国有机硅单体消费高速增长	22
图 35: 全国房地产销售面积增速	22
图 36: 全球有机硅产能分布	23
图 37: 中国有机硅产能分布	23
图 38: 近年来有机硅单体产能和开工率	23
图 39: 有机硅单体全国产能分布	23
图 40: 2013 年公司有机硅业务营收结构	24
图 41: 2016 年公司有机硅业务营收结构	24
图 42: 2009-2017H1 公司经营溢利率	25
图 43: 2009-2017H1 公司营收和业绩	25
图 44: 全国 PVC 产能连续三年降低	26

图 45: 全国烧碱产能保持稳定.....	26
图 46: PVC 价格走势.....	26
图 47: 离子膜烧碱、二氯甲烷价格走势.....	26
图 48: 二氯甲烷、PVC 及烧碱板块盈利情况.....	27
表 1: 四代制冷剂产品基本情况.....	9
表 2: 全球 HCFCs 和 HFCs 削减计划.....	10
表 3: 公司产能情况.....	14
表 4: R22 生产配额情况.....	14
表 5: 国内现有 R22 产能.....	15
表 6: 各类 PTFE 基本性能.....	16
表 7: PVDF 应用领域.....	18
表 8: 2017 年有机硅单体有效产能统计.....	23
表 9: 公司主营业务收入及成本预测（百万元）.....	27
表 10: 公司盈利预测.....	28
表 11: 东岳集团盈利预测表.....	29

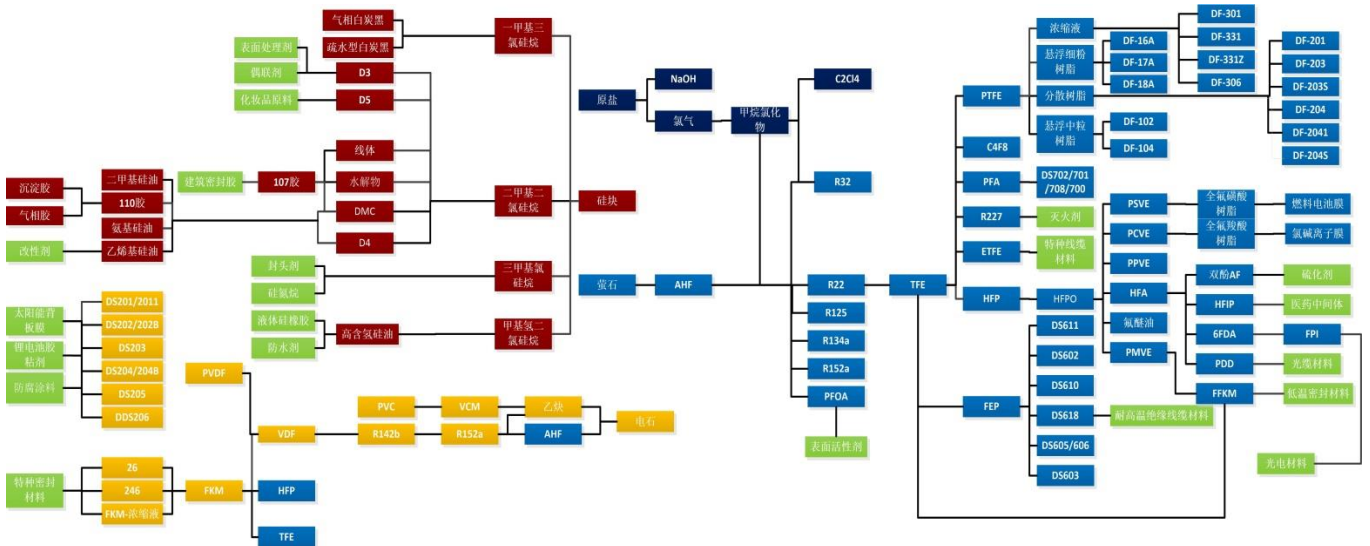
1、国内全产业链氟硅化工龙头

1.1、上下游一体化，产能优势明显

东岳集团创建于1987年，2007年在香港上市。通过30年的发展，公司已经成长为亚洲规模最大的氟硅材料生产基地，是大金、三菱、海尔、海信、格力、美的等国内外著名企业的优秀供应商。公司坚持科技创新，在新环保、新材料、新能源等领域掌控了大量自主知识产权，在新型环保制冷剂、氟硅材料、氯碱离子膜等方面打破了多项国外技术垄断，实现了国产化替代。

公司氟硅产业链完善，产能优势明显。上游方面，公司拥有烧碱产能40万吨/年、溴素2000吨/年；子公司赤峰华昇拥有两个萤石矿山，子公司内蒙古东岳氟材提供选矿服务。公司利用原料萤石粉和硫酸生产氢氟酸、无水氟化氢等。中游产品端，工厂利用无水氟化氢、液氯等上游产品生产制冷剂和甲烷氯化物等产品。下游产品端主要有含氟高分子材料和有机硅系列，前者包括聚四氟乙烯（PTFE）、聚偏氟乙烯（PVDF）、六氟丙烯（HFP）等，后者含有机硅单体、硅橡胶、硅胶、硅树脂等。公司有多个产品产能全国领先，其中，制冷剂R22产能为22万吨/年，全国第一；其他制冷剂R32、R125、R152a产能各3万吨/年，R134a产能1.5万吨/年。高分子材料方面，PTFE4.5万吨/年、PVDF1万吨/年、HFP1万吨/年、FEP0.55万吨/年、FKM0.25万吨/年。有机硅产能25万吨/年。

图1：东岳集团生产体系全貌

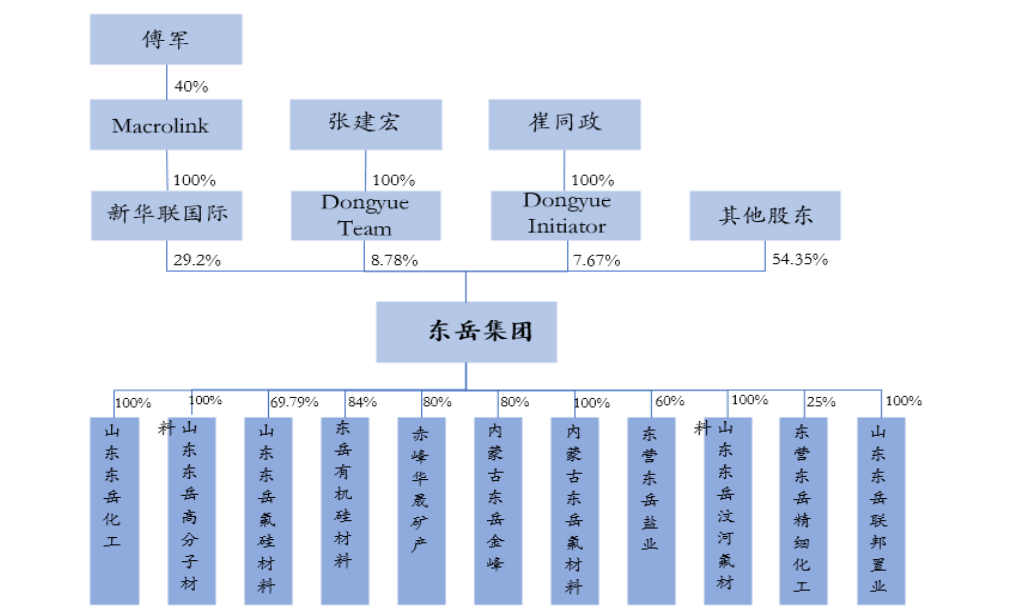


资料来源：公司调研资料，国海证券研究所

股权结构方面，公司最大股东为新华联国际集团，持有29.2%的股权，自1996年投资控股东岳已有21年，实际控制人为傅军；董事长张建宏和副总裁崔同政通过名下公司分别持有公司8.78%和7.67%的股权。集团下属子公司和孙公司

有 14 个，其中比较重要的有：山东东岳化工有限公司（负责制冷剂业务，持股 100%），山东东岳高分子材料有限公司（负责高分子材料业务，持股 100%），东岳有机硅材料（负责有机硅业务，持股 84%）。

图 2：公司股权结构

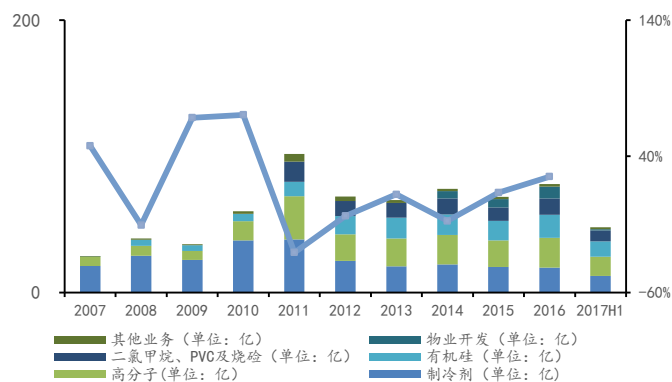


资料来源：公司公告,国海证券研究所

1.2、四大板块齐发力，盈利大幅度提升

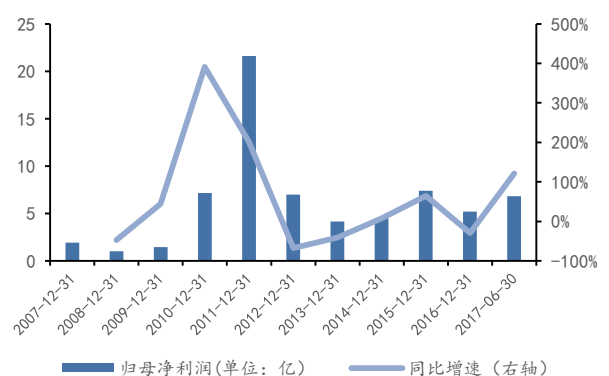
公司营收稳健，2016 年行业整体进入上行周期。公司营收自 2011 年达到 101.65 亿元的高点以来，连续四年稳定在 67-76 亿元之间；2016 年公司营收 79.7 亿元，同比增长 13%，归母净利 5.9 亿元，同比增速高达 185%；2017 年上半年，公司营收 47.9 亿元，同比增速 25%，归母净利 7.1 亿元，同比增速 130%。2012-2015 这四年氟硅行业总体处于低谷期，自 2016 年以来，公司高分子材料、有机硅、基础化学品（PVC、烧碱）等多个分部下游需求转暖，2017 年制冷剂市场也迎来行业复苏，带动公司盈利进入上升周期。

图 3：近十年公司主营收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

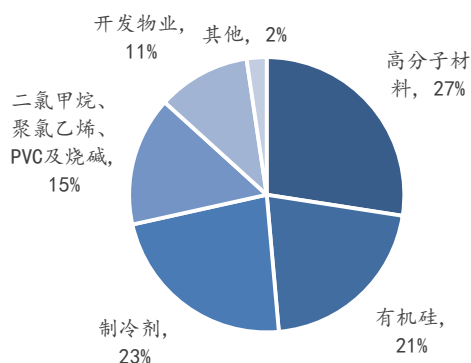
图 4：近十年公司归母净利润情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

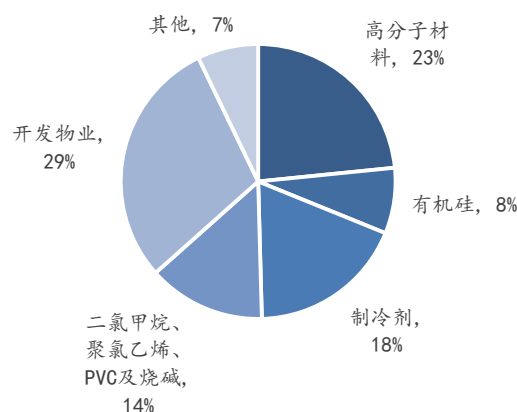
高分子材料、有机硅、制冷剂、基础化学品（甲烷氯化物、PVC、烧碱）这四大板块是公司主要盈利来源。公司业务领域可以划分为：高分子材料、有机硅、制冷剂、基础化学品（二氯甲烷，PVC 及烧碱）、物业开发、其他业务等六类，2016 年公司前四类营收 69.1 亿元，占总营收的 87%，业绩 6.6 亿元，占总业绩的 63%（业绩占比较低原因在于近两年房地产的火热带来的物业盈利大幅增加）。2017 年上半年，四大业务板块总营收 45.6 亿元，占总营收的 95%，业绩达 9.1 亿元，占总营收的 88%；四大板块半年盈利超过 16 年全年，经营溢利率大幅度上升。（注：“业绩”和“经营溢利率”是港股的财务指标，“业绩”是核算公司每个业务分部的盈利情况；“经营溢利率”是业绩与营收的比值）。

图 5：2016 年公司主营业务收入分布



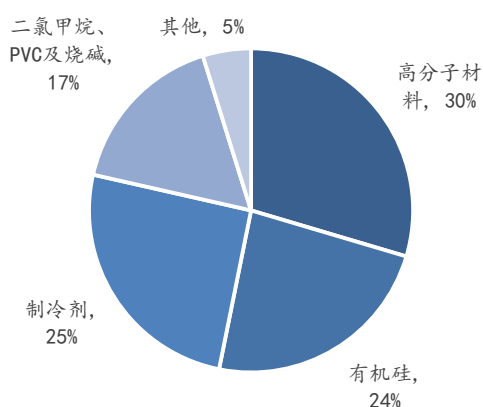
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 6：2016 年公司业绩分布



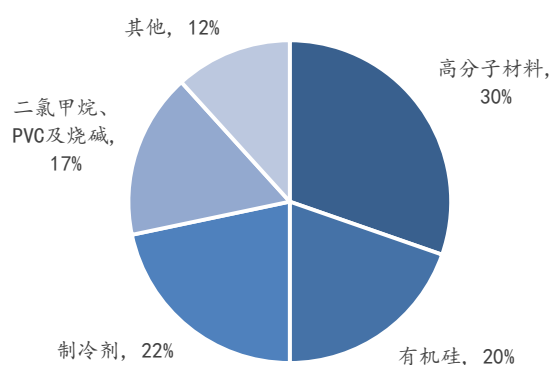
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 7：2017H1 公司主营业务收入分布



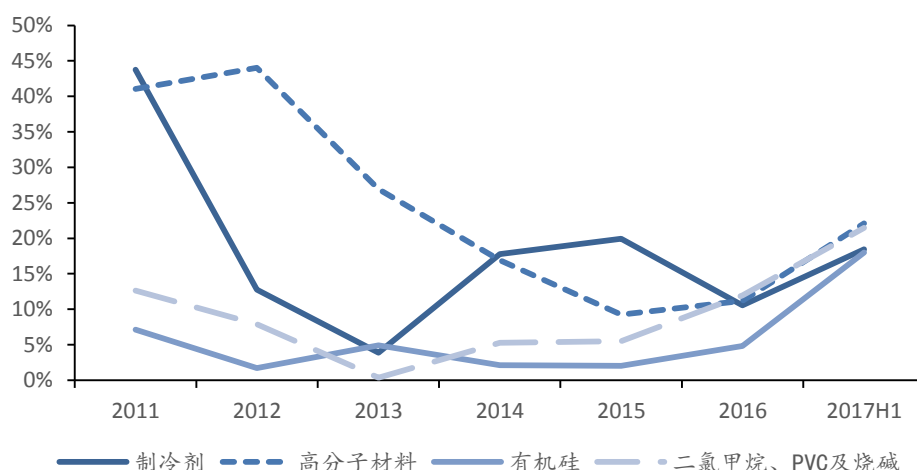
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 8：2017H1 公司业绩业务分布



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 9：四大板块经营溢利率情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

四大板块高景气度或将持续。总体来看四大板块的整体转暖源于三个原因；一是环保趋严和去产能背景下，部分中小产能退出，新增产能有限，如制冷剂行业；二是下游房地产及宏观经济复苏，需求转暖带动行业回升，典型如有机硅、基础化学品；三是公司长期的技术积累取得突破，一方面建立了较高的行业壁垒，另一方面部分产品进入高端市场，完成进口替代，如高分子材料。中长期看，公司产能和技术优势已经建立较高的护城河，在宏观经济稳健发展的情况下，公司盈利增长有望持续。

2、下游需求稳增，但环保趋严和履约导致有效产能削减，制冷剂行业供需改善

2.1、行业集中度提升，龙头公司受益

制冷剂是主要用于家用空调、车用空调和冰箱等领域，至今已有四代产品。目前国内的制冷剂产品主要包括第二代（HCFCs，R22 为代表）和第三代（HFCs，以 R134a 为代表），第四代制冷剂海外有小规模应用，而国内尚无工业化装置和产品。

衡量制冷剂是否对环境友好有两个指标，一是大气臭氧消耗潜能值（ODP），二是全球变暖潜能值（GWP）；ODP 和 GWP 值越低，对环境越友好。目前第二代制冷剂 ODP 过高，第三代制冷剂过 GWP 高，第四代低 ODP 和低 GWP，但大规模应用尚需时日。

表 1：四代制冷剂产品基本情况

	类型	代表产品	特点	现状
第一代	CFCs	R12	高 ODP	全球已淘汰

第二代	HCFCs	R22、R141b、R142b	高 ODP、 高 GWP	国内应用广泛，淘汰中
第三代	HFCs	R134a、R125、R32	低 ODP、 高 GWP	国外应用较广，处于淘汰初期
第四代	HFOs	HFO-1234yf-1234ze	低 ODP、 低 GWP	尚未规模化应用

资料来源：中国清洁发展机制网，国海证券研究所

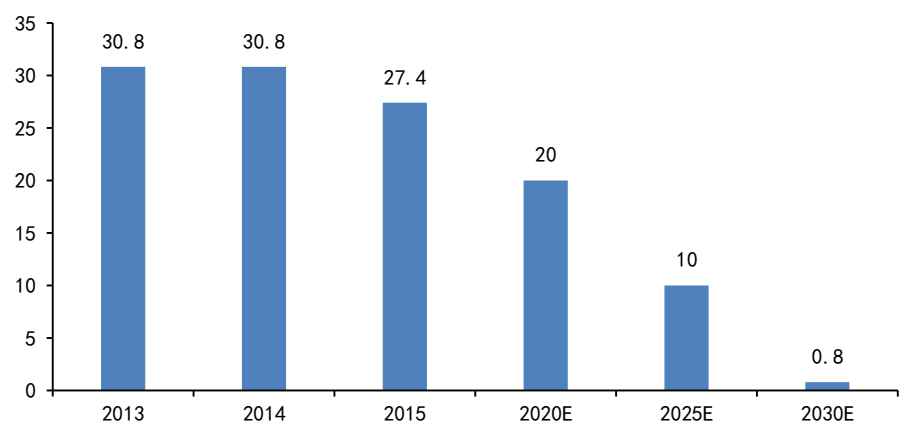
第二代制冷剂走向淘汰，第三代制冷剂 7 年后开始削减。由于第二代和第三代制冷剂 GWP 和 OPD 值较高，根据《蒙特利尔议定书》规定，对第二代制冷剂 HCFCs 发达国家和发展中国家制定了不同的淘汰路线图，其中发达国家 1996 年消费冻结，将在 2020 年完全淘汰，时间跨度 24 年；国内自 2013 年开始已经对 R22 等 HCFCs 的消费和生产实施配额制，HCFCs 配额从 2013 年的 30.8 万吨逐步削减到 2015 年对 27.4 万吨，到 2020 年将剩下 20 万吨左右，2030 年则完全淘汰，对第三代则承诺从 2024 年起逐步削减 HFCs。

表 2：全球 HCFCs 和 HFCs 削减计划

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

资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

图 10：国内第二代制冷剂配额情况（万吨）



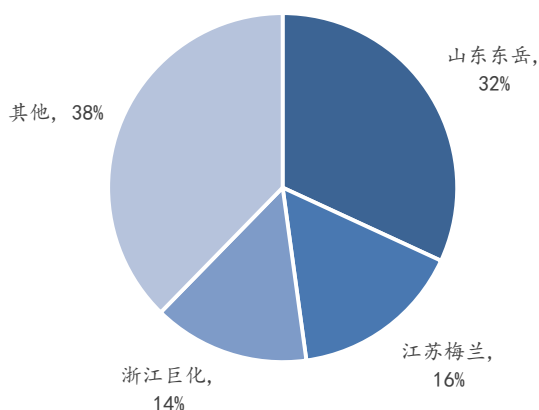
资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

配额管制下行业龙头受益。自 2013 年起，经过三年多的配额管理，第二代制冷

剂核心产品 R22 已经累计削减 20% 的产能，行业集中度也大有提升。近几年市场不景气，不少其他小规模厂家选择停产或关闭生产线，大企业的配额往往供不应求，大企业往往需要向小企业购买配额以满足市场需求，原因在于小厂家产品规模较小，无法像大厂那样自主配套萤石、甲烷氯化物等制冷剂原料，消化废酸等副产品，生产成本低，缺乏竞争力。尽管近年来行业配额缩减速度变慢，但行业普遍认为到 2019 年第二代制冷剂配额管理会更加严格，以完成 2020 年的配额缩减指标。即便是第三代产品 HFCs(R134a、R125 和 R32)，从客户基础、技术改进、政策支持角度看也是大企业远强于小企业，长期看，行业龙头优势会越来越明显。

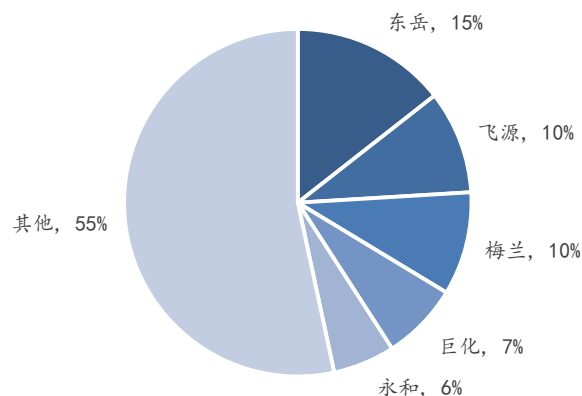
行业集中度 CR3 普遍在 30% 以上，生产区域性高。目前几种主要对制冷剂产品中，产能集中度普遍较高，R22、R134a 的 CR3 已经高达 60% 以上，R125、R32 的 CR3 也有 30% 以上。从地域看，制冷剂厂商主要集中在江苏、山东、浙江等三个省份，产能占比在 80% 以上，区域性显著。

图 11: R22 产能分布情况



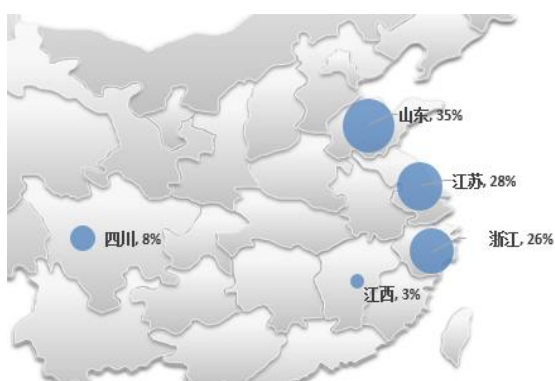
资料来源：百川资讯，国海证券研究所

图 12: R32 产能分布



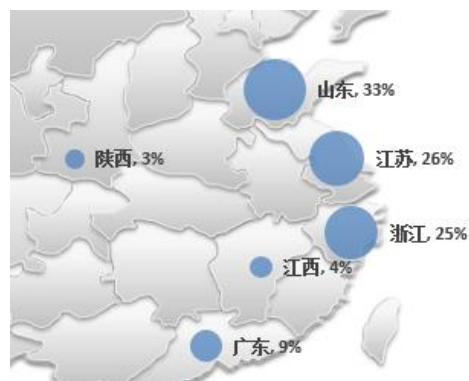
资料来源：百川资讯，国海证券研究所

图 13: R22 全国产能集中在山东、江苏、浙江



资料来源：百川资讯，国海证券研究所

图 14: R32 全国产能集中在山东、江苏、浙江



资料来源：百川资讯，国海证券研究所

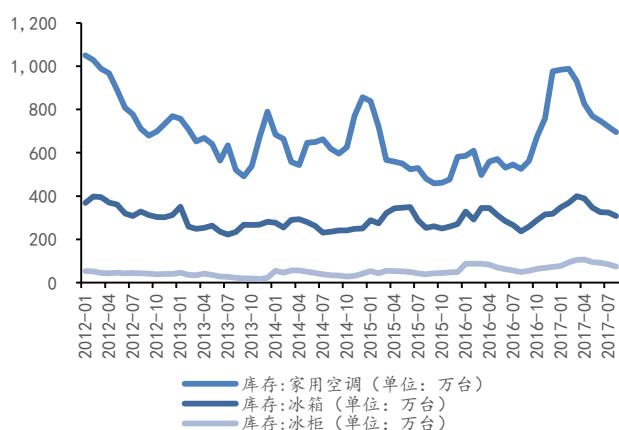
2.2、下游需求提升，价格上涨

制冷剂主要产品有第二代产品(主要是 R22)和第三代产品(主要是 R32, R125, R134a 和 R410A)。其中 R22 是中国最广泛使用的制冷剂, R125 和 R32 是第三代制冷剂(如 R410A)主要原料, 用于替代 R22; R134a 主要用于汽车空调制冷; R152a 可以用作制冷剂、发泡剂、气雾剂、洗涤剂; R142b 可用于制冷剂、温度控制媒介, 航空推进剂的中间体, 偏氟乙烯等原料生产。

“补库存+房地产”带动下游家电市场回暖。制冷剂在家电主要用于空调和冰箱(包括冰柜); 空调和冰箱 2011 年大幅度去库存之后, 最近五年总体处于低位, 2016 年 8 月空调的库存已经降至 525.3 万台、冰箱更是降到五年新低 236.4 万台, 随后市场补货库存量回升, 到 2017 年 2 月空调库存恢复到 988.6 万台, 冰箱恢复到 368 万台; 随后市场火热带动库存下降, 2016 年三季度起, 空调、冰箱(包括冰柜)产量复苏, 同比增长 10%以上; 到 2017 年二季度, 空调同比增速更是达到 22.2%, 冰箱产量虽然小幅度下降, 但上半年销量依然同比上涨 1.7%, 未来冰箱市场的增长点在于出口和内销市场更新换代, 需求总体平稳。市场自 2016 年下半年开始复苏原因在于近两年地产市场的火热而产生对后周期效应。

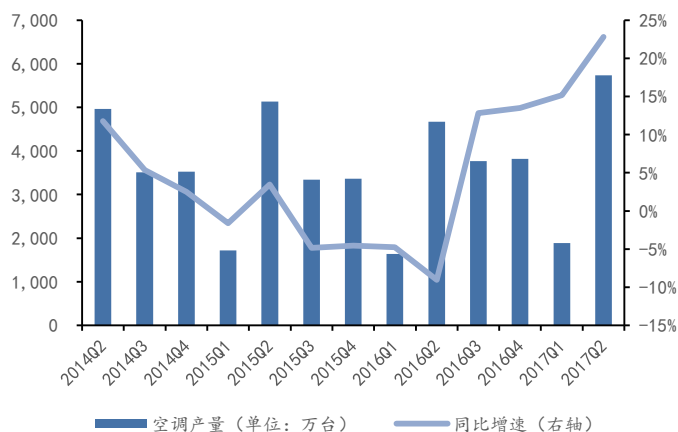
政策红利刺激汽车销量增加。作为制冷剂另一大应用领域, 汽车近年来产量一直稳步增长, 2016 年国内实行购置税减免政策之后, 汽车产量大幅度增加, 特别是三季度同比增速达到了 28.3%; 2017 年一二季度同比增速放缓, 但依旧保持了稳健增长, 预计 17 年下半年迎来汽车销售旺季, 以及新能源汽车双积分政策带来的新能源汽车销量增量会进一步带动市场的增长。

图 15: 空调、冰箱、冰柜的库存



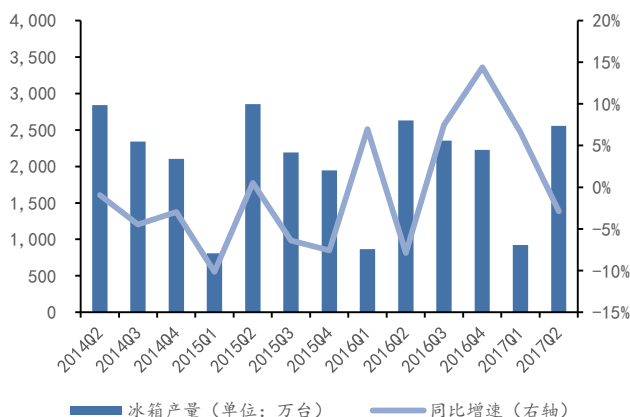
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 16: 空调的产量及同比增速



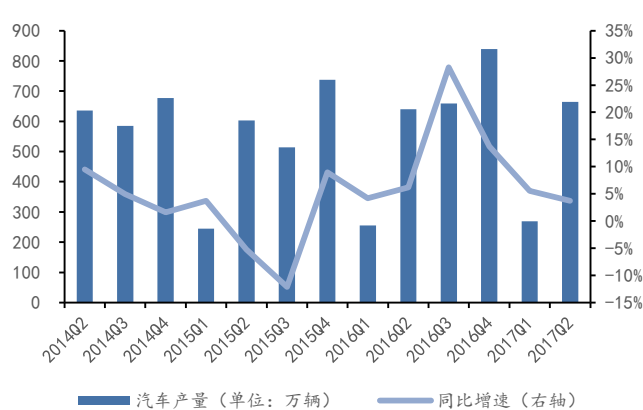
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 17: 冰箱的产量及同比增速



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

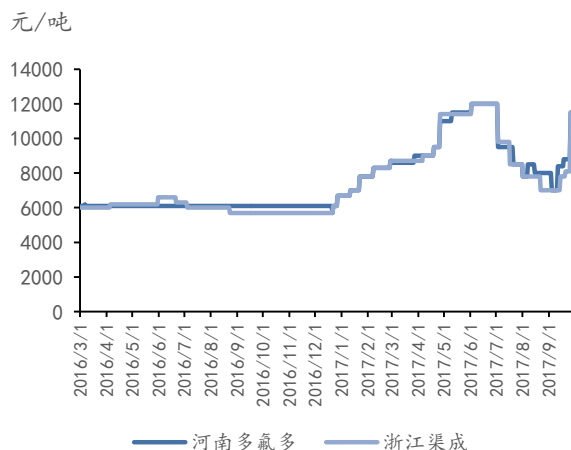
图 18: 汽车的产量及同比增速



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

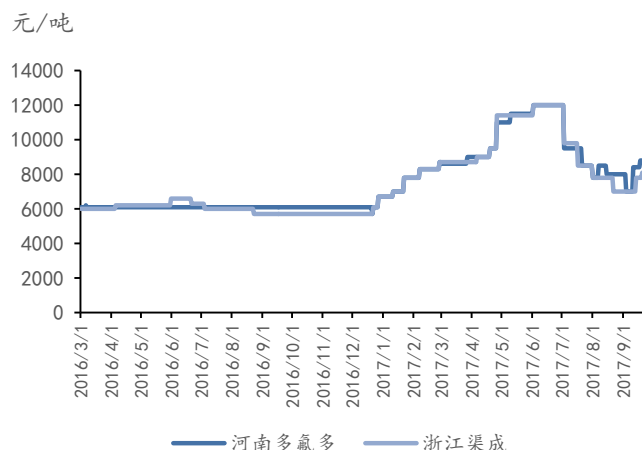
“旺盛需求+环保高压+强议价能力”推动制冷剂价格上涨。一方面下游市场火热，另一方面环保高压之下大量中小产能关停，制冷剂原料稀缺，产品供不应求，各个产品价格全面上涨。例如氢氟酸是制冷剂产品最主要的原材料之一，河南多氟多氢氟酸价格从 2017 年 1 月的 6700 元/吨上涨到 9 月的 1.15 万元/吨，价格涨幅高达 72%；同期 R22 价格从 1 月的 9000 元/吨上涨到 9 月的 1.45 万/吨，涨幅 61%；R32 的涨幅也有 39%。此外，制冷剂占下游产品成本极低，制冷剂对应空调成本不到 15 元，汽车 30 元以内，冰箱更是在 1 元左右；下游对价格对不敏感导致制冷剂议价能力极强。再综合考虑环保高压长期化、下游需求稳定，我们判断制冷剂价格会持续坚挺。

图 19: 氢氟酸价格走势



资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

图 20: 部分制冷剂价格走势



资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

2.3、公司产能优势明显，业绩弹性大

公司产能规模全国领先，开工率高。目前，公司拥有第二代产品 R22 产能 22 万吨/年，第三代产品 R32、R134a、R125 的产能每年各 3 万吨/年；其中 R22 和 R32 产能全国第一，R125 产能国内第二。产能优势不仅给公司带来成本、品

牌、技术、资本等综合优势,也使得公司获得全国最多的制冷剂生产配额。2017年,公司拥有 R22 生产配额 8.08 万吨/年,内用配额 5.25 万吨/年,两项指标占国内总体配额的 27%以上,均为全国第一。公司目前总体开工率高位,基本满产满销,还需要外购配额。

表 3: 公司产能情况

	产品名称	产能 (万吨/年)	产能占比
第二代 HCFCs	R22	22.0	32%, 国内第一
第三代 HCFCs	R32	3	15%, 国内第一, 未来产 4 万吨
	R134a	3	14%, 国内第三
	R125	3	13%, 国内第二

资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

表 4: R22 生产配额情况

	生产配额 (万吨)	生产配额占比	内用配额 (万吨)	内用配额占比
山东东岳化工有限公司	80802	29.5%	52459	27.8%
江苏梅兰化工有限公司	56713	20.7%	46412	24.6%
浙江衢化氟化学有限公司	44878	16.4%	35402	18.7%
阿科玛(常熟)氟化工有限公司	16159	5.9%	1463	0.8%
浙江三美化工股份有限公司	14400	5.3%	7967	4.2%
常熟三爱富中昊化工新材料	13006	4.7%	6846	3.6%
浙江兰溪巨化氟化学有限公司	12506	4.6%	11104	5.9%
临海市利民化工有限公司	12393	4.5%	6935	3.7%
自贡鸿鹤化工股份有限公司	8574	3.1%	7613	4.0%
金华永和氟化工有限公司	5925	2.2%	5099	2.7%
山东中氟化工科技有限公司	5638	2.1%	5006	2.6%
浙江鹏友化工有限公司	2027	0.7%	1594	0.8%
江西三美化工有限公司	1258	0.5%	1117	0.6%
合计	274279	100.0%	189017	100.0%

资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

R23 环保减排, 持续享受高额政府补贴。R22 生产中会产生高 GWP (全球变暖潜能值) 的副产物 R23, 公司高度重视污染物管理, 按照国家规定对 R23 (HFC-23) 实施销毁处理以符合环保要求。根据《国家发展改革委关于下达氢氟碳化物削减重大示范项目 1204 中央预算内投资计划的通知书》(发改投资[2014]2533 号), 公司有权享受氢氟碳化物 (HFC-23) 销毁处置的政府补贴。2016 年公司获政府补贴 5000 万元以上。

按照上述规定, 2017 年 HFC-23 的补贴量按照 2% 的副产率计算; 每吨二氧化碳当量的消减补贴为 2.5 元, HFC-23 的 GWP 按 11700 计算, 即销毁 R23 补贴为 29250 元/吨。2017 年公司 R22 的开工率在 90% 以上, 预计今年产量不低于 20 万吨, 以 2% 的副产率获得补贴的 R23 约 4000 吨, **2017 年政府补贴金额预**

计约 1.17 亿元左右。

表 5: 国内现有 R22 产能

企业名称	R22 产能 (万吨/年)
山东东岳化工有限公司	22
江苏梅兰化工有限公司	11
浙江衢化氟化学有限公司	9.3
临海市利民化工有限公司	4.5
常熟三爱富中昊化工新材料有限公司	4
中昊晨光化工研究院有限公司	3.6
阿科玛化学有限公司	3.5
江西三美化工有限公司	3
浙江兰溪巨化氟化学有限公司	3
鹰鹏化工有限公司	2.5
金华永和氟化工有限公司	2.5
江西莹光化工有限公司	2.5
浙江三美化工股份有限公司	2
山东中氟化工科技有限公司	1.8
浙江省东阳化工有限公司	1.8
四川自贡鸿鹤化工股份有限公司	1.2
浙江鹏友化工有限公司	1

资料来源: 环保部, 国海证券研究所

制冷剂行业进入上行周期, 盈利大幅改善。公司制冷剂产品中, 占比较高的主要有 R22、R410a、R134a、R32、R125 等; 2016 年公司制冷剂业务营收中 R22 占比高达 42%, 其次是 16% 的 R410a 和 10% 的 R134a。自 2012 年以来, 公司制冷剂业务的盈利周期约为两年左右; 其中营收波动较小, 基本稳定在 20 亿元上下, 而业绩波动较大, 2015 年业绩达 3.7 亿元, 次年因行业不景气导致业绩仅 1.9 亿元, 同比减少 48%。2017 年行业复苏, 上半年业绩就达到 2.2 亿元, 同比增加 82%。产能收缩和需求向好共振下, 我们判断行业高景气度会持续, 公司盈利将持续改善。

图 21: 2016 年公司制冷剂品种营收占比

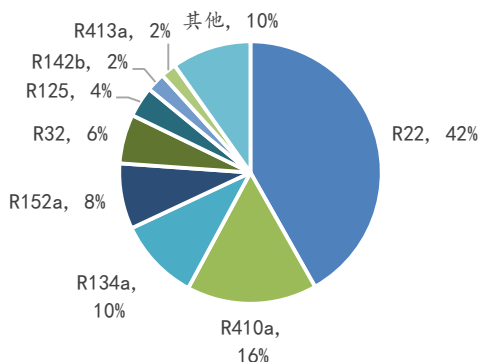
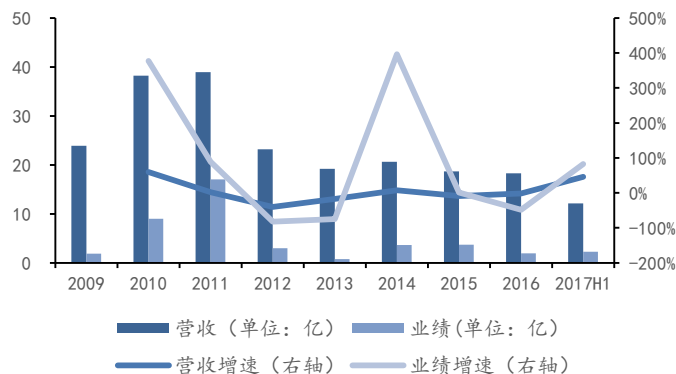


图 22: 2009-2017H1 制冷剂板块营收和业绩情况



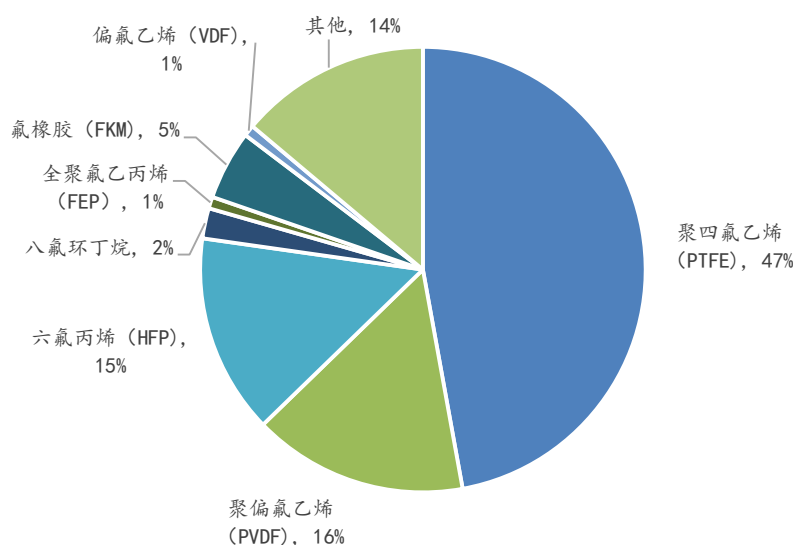
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

3、含氟高分子材料产品线丰富，价格回升

含氟高分子材料是公司目前最大的营收来源，主要产品包括聚四氟乙烯(PTFE)、聚偏氟乙烯(PVDF)、六氟丙烯(HFP)、氟橡胶(FKM)、全氟乙丙烯(FEP)、PPVE、PSVE、HFPO等。其中PTFE营收占比最高，2016年PTFE营收达10.3亿，占整个高分子营收的47%，其次是PVDF和HFP，营收分别占比16%和15%。

图 23：2016 年公司高分子材料板块营收分布



资料来源：公司公告，国海证券研究所

3.1、PTFE 国内龙头，技术优势显著

PTFE 号称“塑料王”，是氟塑料中消耗量最大用途最广的品类；其性能稳定，是一种耐温、耐老化、耐化学腐蚀的绝缘高分子聚合物，已经在化工、石油、纺织、电子电器、医疗、机械等领域获得了广泛应用。按照工艺划分 PTFE 的品类有三种：悬浮树脂、分散树脂和分散液，分别占下游消费量的 50-60%、20-35% 和 10-20%。

表 6：各类 PTFE 基本性能

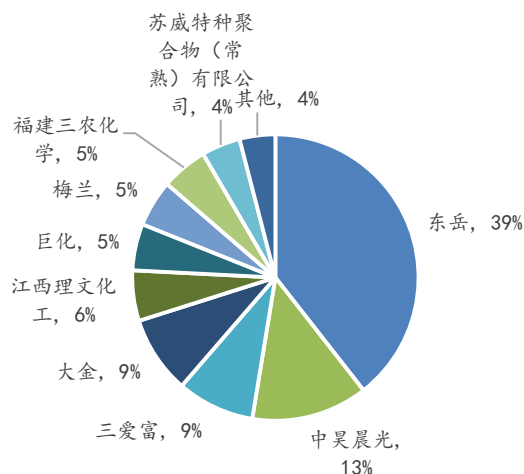
品类	应用范围
悬浮树脂	密封圈；垫片；设备衬里；电绝缘零件，薄膜等
分散树脂	耐腐蚀、高温、高介电电线电缆；化工管道衬里等
分散液	食品、纺织、造纸等领域的防粘涂层；浸渍玻璃等

资料来源：百度文库，国海证券研究所

PTFE 中长期需求潜力大，行业开工率提升。目前我国 PTFE 产能约 11.4 万吨，占全球 50%以上；其中东岳集团产能 4.5 万吨，占国内的 39%。2013 年以来，下游需求稳步提升，产量从 2013 年底 5.9 万吨提高到 2016 年的 8.1 万吨，同期开工率也从 55.7%提升到 70.6%。2017 年上半年，PTFE 国内产量达 4 万吨，

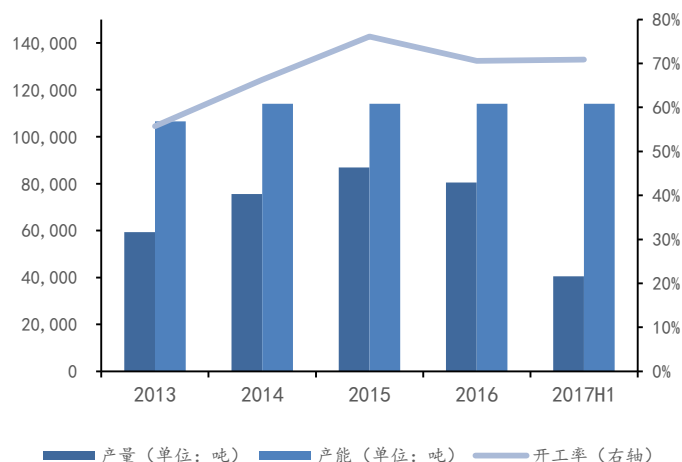
略高于去年同期，开工率保持在了 70%以上。

图 24: 公司 PTFE 产能国内领先



资料来源：百川资讯，国海证券研究所

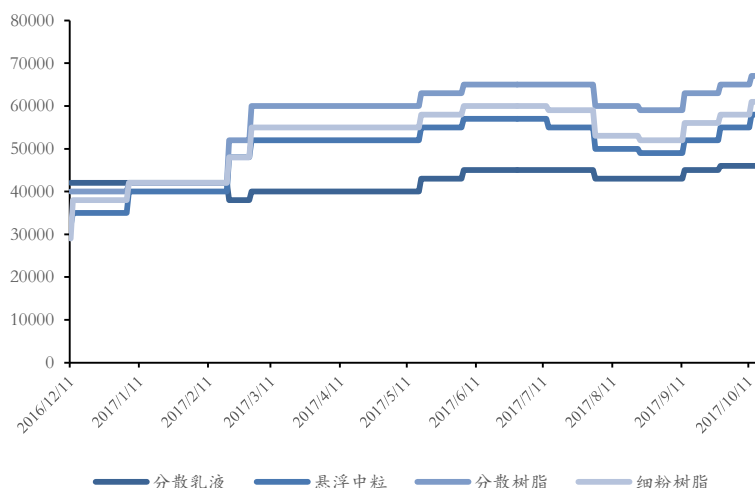
图 25: PTFE 行业开工率不断提升



资料来源：百川资讯，国海证券研究所

原材料上涨和 PTFE 供需改善推动价格回升。因为行业扩产能竞争激烈，历史上 PTFE 自 2011 年 16 万/吨的价格高点以来，2012-2016 年连续四年多价格下跌，长期在 4-5 万元/吨徘徊。2017 年上游原料价格上涨，萤石从 4 月的 1950 元/吨上涨到 10 月的 2700 元/吨，涨幅达 38%，助推了 PTFE 价格上涨，以悬浮树脂为例，其价格从今年 1 月的 3.5 万/吨上涨到 10 月的 6 万/吨，涨幅高达 71%。

图 26: 2017 年 PTFE 价格持续上涨 (元/吨)



资料来源：百川资讯，国海证券研究所

公司产能、技术优势明显，市场份额逆势扩张。2012 年以来，在 PTFE 价格长期下跌的不利局势下，东岳集团一方面利用其产能、品牌优势，加强市场营销；另一方面加大技术投入，每年占营收 1% 的技术投入绝大部分用于含氟高分子材料的研发；目前公司能够制造 PTFE 从低密度到高密度的各种生料带，也能够加

工管子和拉伸膜等。其中，PTFE 悬浮中粒加工出的车削板强度高、色度好；PTFE 分散树脂加工出的纤维具有成纤性好、加工过程中断头少的特点，在国内同行业中处于领先。公司还相继开发了 PTFE 分散树脂 DF-204 以及 PTFE 改性分散树脂 DF-2046：前者广泛应用于医药用高密度膜棒管的制备、长（短）纤维加工；后者可应用在毛细管和电线电缆的挤出加工方面。随着市场认同度的提高，公司近年来产销量逐年上涨，2012 年公司销量尚只有 1.08 万吨，2014 年已达到 2.15 万吨，行业底部逆势扩张彰显公司竞争优势。

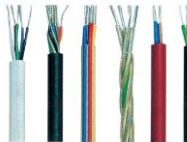
高端产品市场突破可期。目前国内部分高端品种改性 PTFE 仍然要从国外进口，近两年改性 PTFE 进口量约为 5000-6000 吨，主要应用于汽车与化学工业。随着公司不断加大研发力度，提高产品质量，改性 PTFE 有望在未来成为公司的下一个业务突破点。

3.2、PVDF 潜在市场空间大，高端品种有望突破

PVDF 性能优良，是第二大氟塑料。公司另一重点产品聚偏氟乙烯 PVDF 由 1,1-二氟化烯（VDF）单体经自由基聚合而成，兼具含氟树脂和通用树脂的特性，是一种综合性能优良、用途广泛的热塑性工程塑料。目前，PVDF 已成为销量仅次于 PTFE 的第二大氟塑料，主要应用于化工设备、电子电器、压电材料、锂电池和涂料等领域。

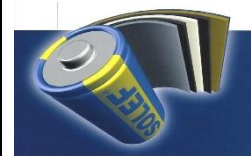
PVDF 应用领域比较多，主要分为五类：第一类是用于涂料，或者加热处理粘结成内衬膜，涂料是 PVDF 在国内最大的用途；第二类应用是电线电缆，特别是用于电缆护套；第三类应用在泵、阀及可供进一步加工的管板，消耗量约占总产量的 40%，第四类主要用于蓄电池的电极，包括锂离子、镍镉、镍氢电池等，目前隔板也可用 PVDF、近几年随着全球 3C 消费市场的快速发展，PVDF 在电池上的用量在逐步上升；第五类是光伏电板背膜，随着国内光伏市场的发展，未来 PVDF 的用量会持续提高。

表 7：PVDF 应用领域

应用领域	产品特点	图例
涂料	PVDF 具有优异的色泽保护性和自清洁型（抗尘能力），PVDF 涂层具有较高的抗张强度和伸长率，可弯曲和滚动成型同时又不损坏涂层对金属基材的保护性，因此可广泛用于建筑涂料领域、金属卷材涂料领域。	
泵、阀、管板	PVDF 具有高绝缘性、自熄性、极低的烟雾扩散和火焰蔓延性，可制作防腐蚀领域的电线电缆，以及军用、宇航装置的接线，热收缩套管和连接器、阴极保护电缆、高层及特种建筑中电线、电缆，水下电缆等。	
电线电缆	光伏电板背膜。水处理膜分离技术是我国发展最早、应用最广泛、国产化率最高的膜技术之一，具有高效、高精度的水质净化效果。PVDF 太阳能背膜具有氟塑料优质的耐老化、耐腐蚀、高阻隔、低吸水性等性能和聚酯优异的机械性能，能有效防止介质对 EVA 的侵蚀和对太阳能电池片的损伤。	

电池电极

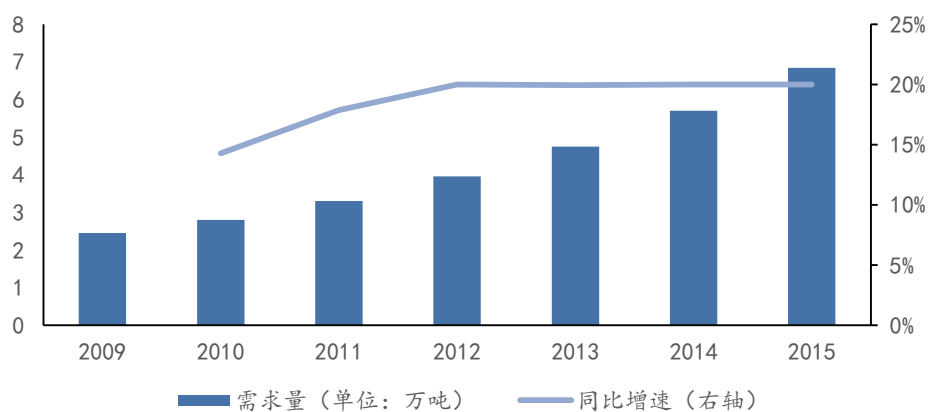
PVDF 锂电池粘结剂是一种具有高介电常数的均聚合物材料,在一定的溶剂中具有较高的粘度和粘结性,易于成膜,采用 PVDF 制成的锂电池膜电极材料具有良好的化学稳定性、温度稳定性、机械性能和加工性。



资料来源:公司公告,国海证券研究所

下游需求稳健增长,国内涂料市场规模约 45 亿元。目前国内 PVDF 市场也在迅速发展,以涂料应用市场为例,2009 年涂料市场对 PVDF 的需求量约为 2.45 万吨,到 2015 年市场规模已经增长到 6.84 万吨,年化复合增速在 18%以上,以每吨 PVDF 价格 6.5 万元计算,国内市场约 45 亿元。

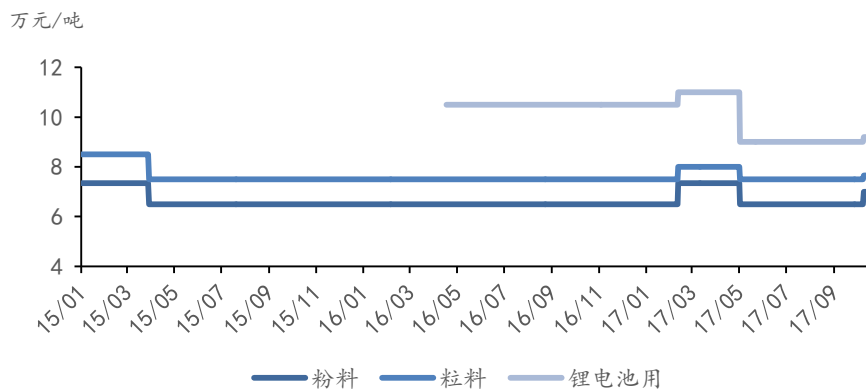
图 27: PVDF 涂料市场稳健增长



资料来源:中国产业信息网,国海证券研究所

产品价格总体稳定,有上涨迹象。自 2015 年 2 季度到 2017 年 1 季度, PVDF 市场价格非常稳定,几乎保持不变。进入 2017 年,由于产品市场的火热,二季度和四季度产品出现价格上涨。如粉料已经从年初的 6.5 万/吨上涨到 10 月的 7 万/吨,价格上涨 7.7%。考虑到目前国内 PVDF 大厂产品技术不断提高,市场不断开拓,未来产品价格或将进一步上涨。

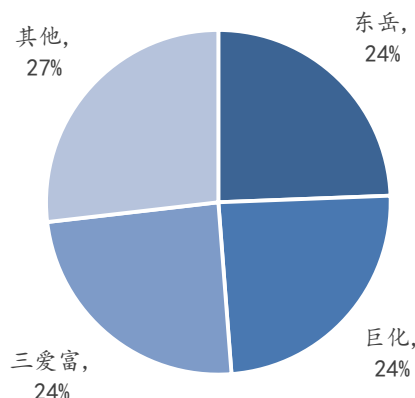
图 28: PVDF 价格走势



资料来源:百川资讯,国海证券研究所

市场潜在需求大，高端品种有望突破。与旺盛需求对应的是，国内 PVDF 现有产能仅 4.1 万吨，尽管已经占全球产能一半以上，但远不能满足国内市场需求，原因在于产品技术落后于国外，对进口依赖度比较高。目前东岳拥有 PVDF1 万吨产能，占国内产能的 24%，是国内少数几家产能达到万吨规模以上的企业；随着公司加大对高分子材料的研发投入，PVDF 高端市场有望取得突破，为公司创造新的市场增长空间。

图 29：国内 PVDF 产能分布

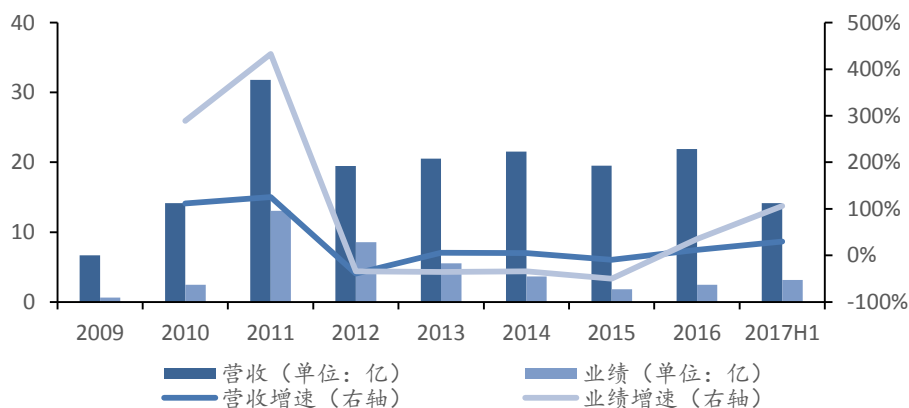


资料来源：百川资讯，国海证券研究所

3.3、高分子材料业务进入盈利拐点

自 2012 年行业进入低谷以来，公司高分子材料业务的营收总体稳定在 20 亿元上下，但业绩波动很大；2012-2015 年公司高分子材料业绩连续四年下跌，从 8.6 亿元减少到 1.8 亿元，下跌幅度近 80%；2016 年公司高分子业务盈利终于迎来拐点，业绩 2.5 亿元，同比增加 35%；2017 年上半年，公司业绩更是达到 3.1 亿元，同比增幅 106%。公司业绩增长一方面源于 2012-2015 四年行业低迷和环保督查双重压力下很多小产能退出，另一方面源于公司坚持技术投入，增强产品竞争力，终于在行情转暖时获得回报。在行业技术和资金门槛更高的情况下，新增产能有限，行业景气度有望持续。

图 30：2009-2017H1 公司高分子材料业务营收和业绩情况（亿元）



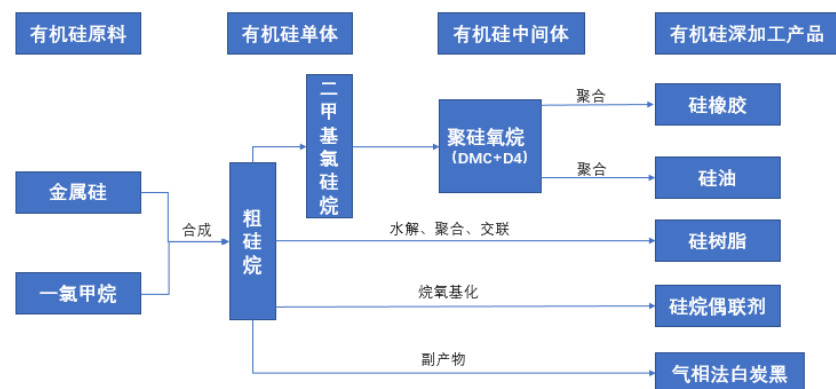
资料来源：公司公告，国海证券研究所

4、有机硅行业复苏带来公司业绩高增长

有机硅是一种性能优良、广泛应用的材料。有机硅化合物，是指含有 Si-O 键、且至少有一个有机基是直接和硅原子相连的化合物，习惯上也常把那些通过氧、硫、氮等使有机基与硅原子相连接的化合物也当作有机硅化合物。其中，以硅氧键（-Si-O-Si-）为骨架组成的聚硅氧烷，是有机硅化合物中为数最多、最深、应用最广的一类，约占总用量的 90%以上。有机硅产品因具有优良的耐高低温性、电绝缘性、耐辐射性、阻燃性、耐腐蚀性及生物相容性等，在航天航空、汽车、军工、建筑、电子、电气、化工、医药、日用消费品等领域广泛应用。

有机硅具有独立和完整的产业链。产业链上游是有机硅单体，具有生产流程长、技术难度大的特点，属技术密集型、资本密集型产业，下游是以有机硅单体为原料生产的硅油、硅橡胶、硅树脂、硅烷偶联剂等产品。有机硅中间体中最常见的产品是二甲基硅氧烷混合环体(DMC)和八甲基环四硅氧烷(D4)；DMC 比有机硅单体（二甲基氯硅烷）更容易储存和运输，因此厂家往往把有机硅单体生产成 DMC 对外销售；一般 2 吨单体可生成约 1 吨 DMC。

图 31：有机硅产业链

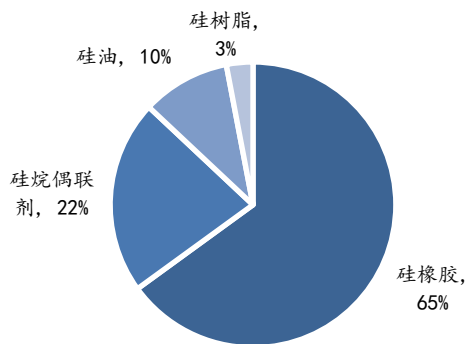


资料来源：公司公告，国海证券研究所

4.1、建筑业带动有机硅需求增长

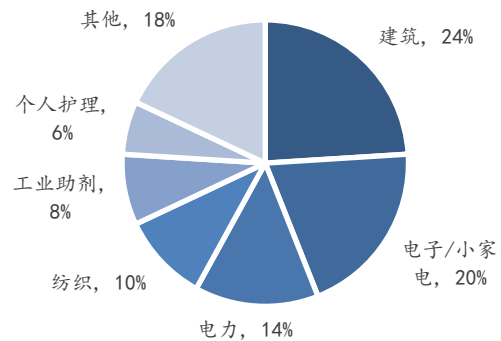
我国有机硅产品九成以上用于国内消费。有机硅深加工产品包括硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷偶联剂，其中硅橡胶和硅烷偶联剂的需求占比占到 87%；而有机硅终端应用领域较广，其中占比较高的有建筑 24%，电子/小家电 20%。

图 32：有机硅深加工产品占比



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

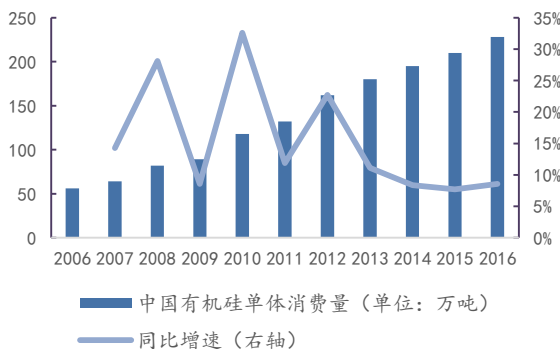
图 33：有机硅终端应用领域分布



资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

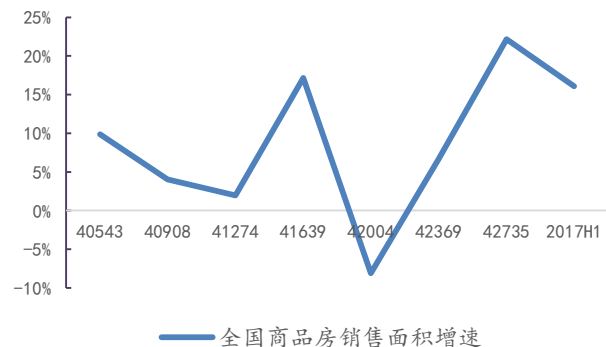
房地产推动助力中国成为全球最大的有机硅消费市场。中国目前是全球有机硅市场最大的生产国及消费国，占全球有机硅消费量的 50%。2006 年中国有机硅单体消费量为 56 万吨，到 2016 年消费量增加到 228 万吨，年均增长速度达 15% 以上，远高于世界其它国家和地区的增长速度。而我国有机硅产品九成以上用于国内消费，其中最主要的推动力是房地产：在建设和施工中需要大量使用有机硅弹性体、粘合剂、密封剂和涂料。2015 年下半年起国内房地产复苏，2016 年商品房销售面积增速达到 22% 以上，2017 年上半年也达到 16%，房地产销售带动有机硅产业回暖。保守预计未来两三年以房地产为代表的建筑行业依然会保持低速增长，有机硅产业增长会维持。

图 34：2006-2016 全国有机硅单体消费高速增长



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

图 35：全国房地产销售面积增速

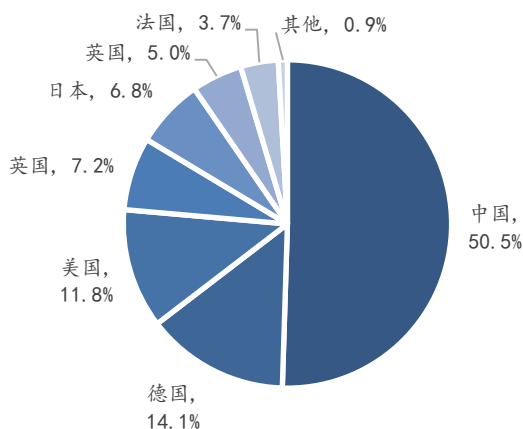


资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

4.2、环保去产能效果显著，DMC 价差扩大

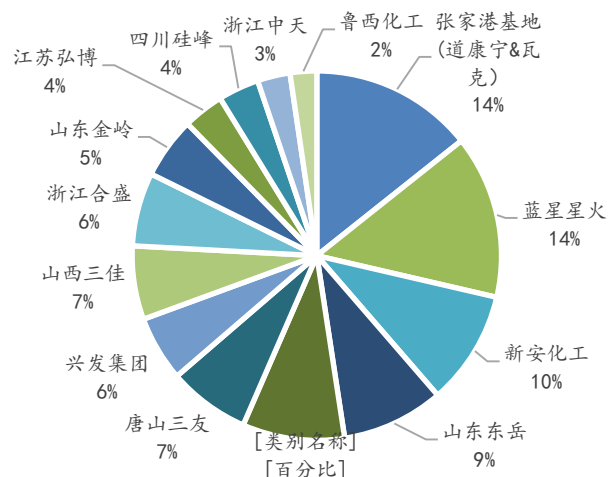
国内有机硅产能占全球一半以上。2016 年全球有机硅单体总产能约 553.5 万吨/年，中国 279.5 万吨/年（含外资和合资企业产能），约占全球总产能的 50.5%。国内有机硅生产商有 14 家，产能占比比较高的有张家港有机硅工厂（道康宁和瓦克投资）和蓝星星火，占比均达到 14%；山东东岳有机硅产能 25 万吨，占比 9%，国内排名第四。

图 36: 全球有机硅产能分布



资料来源: 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

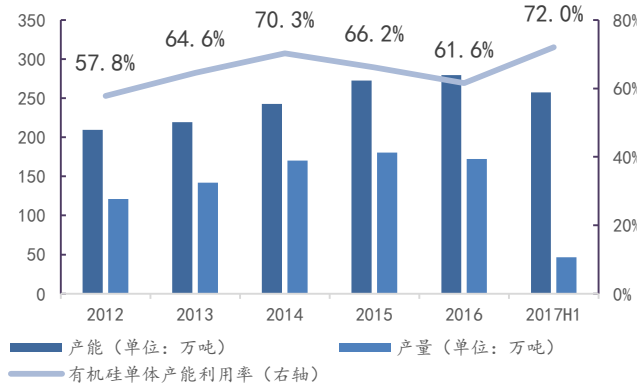
图 37: 中国有机硅产能分布



资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

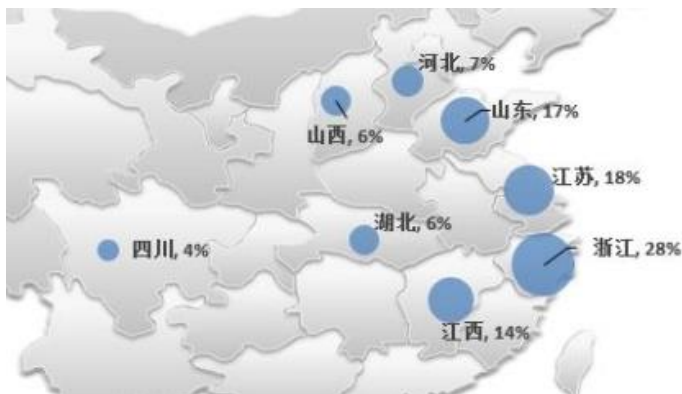
环保助力去产能, 开工率提高。国内有机硅产能近年来一直保持增长态势, 从 2012 年的 209.5 万吨增加到 2016 年的 279.5 万吨; 随着产能扩张, 行业景气度下降, 开工率从 2014 年 70.3% 的高峰开始下跌到 2016 年的 61.6%; 2016 年底, 行业在地产复苏和环保压力的双重影响下景气度回升。2017 年, 山西三佳和江苏宏博的 28 万产能停产, 有机硅实际产能只有 255.5 万, 同比下降 9.2%, 实际开工率也创出五年来 72% 的新高。2017 年 8 月中央第四批环保稽查开始, 涉及多个省份, 其中浙江 (28%)、山东 (17%)、四川 (4%) 的有机硅产能的达到全国总量的 49%, 预计短期内有机硅行业景气度将会持续。

图 38: 近年来有机硅单体产能和开工率



资料来源: Wind 资讯, 百川资讯, 国海证券研究所

图 39: 有机硅单体全国产能分布



资料来源: 百川资讯, 国海证券研究所

表 8: 2017 年有机硅单体有效产能统计

企业名称	产能 (万吨)	开工情况	开工率
张家港工厂	40	正常运行	95%
江西星火	40	正常运行	90%
新安化工	28	12 万吨装置正常运行, 10 万吨装置并线	35%
山东东岳	25	9 月预计有机硅项目全停	45%
恒业成	24	正常运行	85%

唐山三友	20	开一停一，近期两套将开启	55%
浙江合盛	18	正常运行	90%
湖北兴发	16	开一停一，技改中	52%
山东金岭	15	正常运行	
合盛硅峰	9+6	9 万吨项目开工 8 成，9 月 6 万吨装置建成	80%
浙江中天	8	正常运行	92%
鲁西化工	6.5	正常运行，9 月检修	90%
山西三佳	18	尚未重启	0
江苏弘博	10	项目停车	0
有效产能总计		255.5	

资料来源：百川资讯，国海证券研究所

有机硅进入涨价通道，价差扩大。行业供需基本面改善推高有机硅价格，2016 年 DMC 价格从 7 月的 1.25 万元/吨上涨到 2017 年 5 月的 2.15 万元/吨，短暂调整后到 2017 年 9 月涨至 2.85 万元，14 个月内价格上涨了 128%；同期 DMC 的两种主要原料金属硅和甲醇涨幅仅为 50%左右。DMC 生产中，金属硅和甲醇的吨耗分别为 0.58 和 1.3；随着有机硅的暴涨，DMC 的价差也迅速增加，17 年 8 月尚只有 7270 元，随着到 9 月已经变成 1.54 万元，一个月时间涨了 100%以上。目前第四批环保督查尚在进行中，部分生产商预计 9、10 月停产或检修，而行业四季度又是有机硅的传统旺季，DMC 的价格和价差预计会维持在高位。

4.3、优化产品结构，经营能力强

管理层经营能力卓越，产品结构显著优化。公司有机硅业务分部主要产品为 DMC、107 硅橡胶、生胶及混炼胶、以及其他副产品及其他高端中下游产品（如气相白炭黑及硅油）。由于公司上游原料硅粉需要外购（一氯甲烷可以自给），成本优势并不显著，加上前几年行业持续低迷，公司自 2013 年起就有意识地调整产品结构，延伸 DMC 产业链，生产 107 硅橡胶、生胶等技术附加值更高的产品。2013 年公司营收中 DMC 占比高达 35%，2016 年已经下降到 17%，而 107 硅橡胶、生胶却从 2013 年的 24%和 10%提高到 2016 年的 28%和 15%，营收结构明显优化。

图 40：2013 年公司有机硅业务营收结构

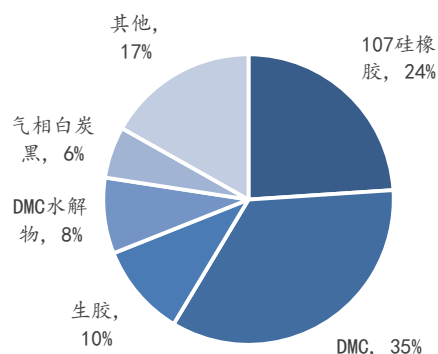
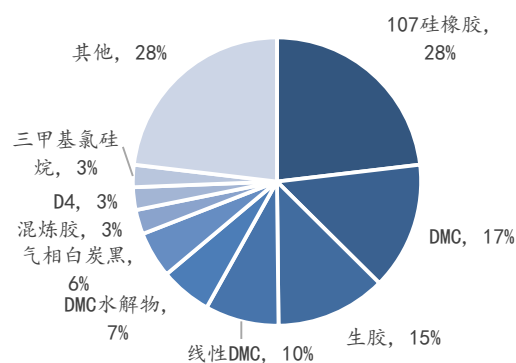


图 41：2016 年公司有机硅业务营收结构



资料来源：公司公告，国海证券研究所

资料来源：公司公告，国海证券研究所

行业低迷也能持续盈利，行业转暖业绩增幅扩大。产品结构优化很重要的表现

就是能持续盈利。公司营收自 2009 年的 4.2 亿元增长到 2013 年的 15.2 亿元之后，营收基本保持在 15 亿元上下。而 2012-2015 年行业连续四年低迷，同行业公司大多亏损或关停，如兴发集团有机硅业务连续四年亏损，而公司却始终保持了 1.5-5% 的经营溢利率（“经营溢利率”是港股财务指标，指业绩与营收的比值）。2016 年起行业转暖，公司有机硅业务营收 16.9 亿元，同比增速 17%，业绩 0.8 亿元，同比增速 179%；2017 年上半年公司营收 11.3 亿元，同比增加 36%，业绩更是达到 2 亿元，同比增速 555%，经营溢利率高达 18%。公司持有控股子公司山东东岳有机硅材料股份有限公司 84% 的股权，有机硅权益产能 21 万吨/年，在行业高景气度持续下，公司有机硅盈利大幅提升有望持续。

图 42：2009-2017H1 公司经营溢利率

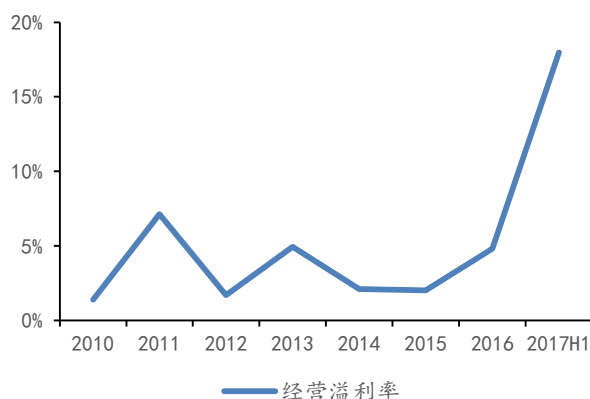
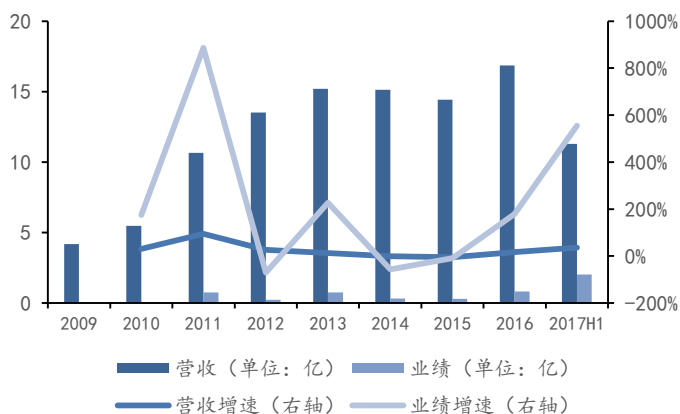


图 43：2009-2017H1 公司营收和业绩（亿元）



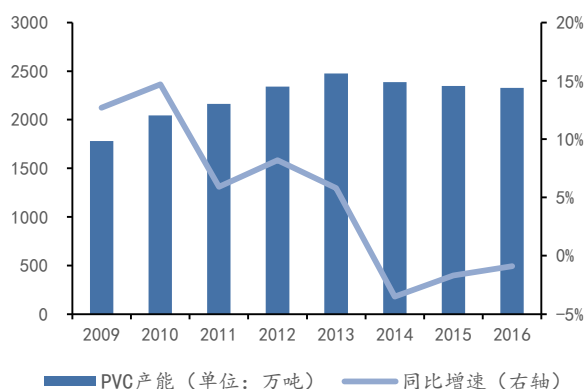
资料来源：公司年报，国海证券研究所

资料来源：公司年报，国海证券研究所

5、氯碱板块盈利大增

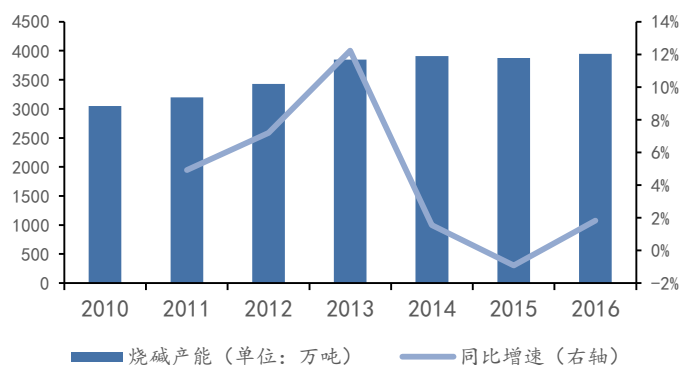
近年来，国家环保政策趋严，不少基础化工产能大幅度减少，PVC 产能从 2013 年巅峰时期的 2476 万吨减少到 2016 年的 2326 万吨，三年内减少了 6%，同期企业数量从 93 家减少到 75 家；烧碱产能情况相对良好，2015 年产能减少了 1% 至 3873 万吨之后，次年下游回暖产能又增加到 3945 万吨。2016 年，随着产品下游房地产和经济整体的复苏，PVC 和烧碱价格也一路上涨。烧碱价格从 2016 年初的 640 元/吨上涨到年底的 1040 元/吨，涨幅高达 62.5%；到 2017 年 10 月，价格已经上涨至 1375 元/吨，年初至今涨幅 32.2%。PVC 价格则从 2016 年初的 4840 元/吨上涨到同年 11 月底的峰值 8380 元/吨，涨幅 73.1%，随后到 2017 年 4 月价格回落至 5650 元/吨，到 10 月份再次回到 7000 元/吨的高点。

图 44: 全国 PVC 产能连续三年降低



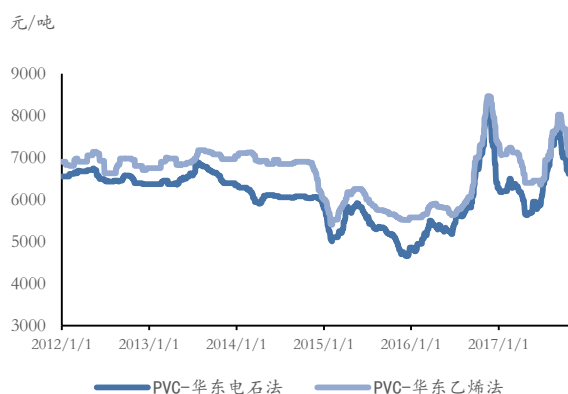
资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

图 45: 全国烧碱产能保持稳定



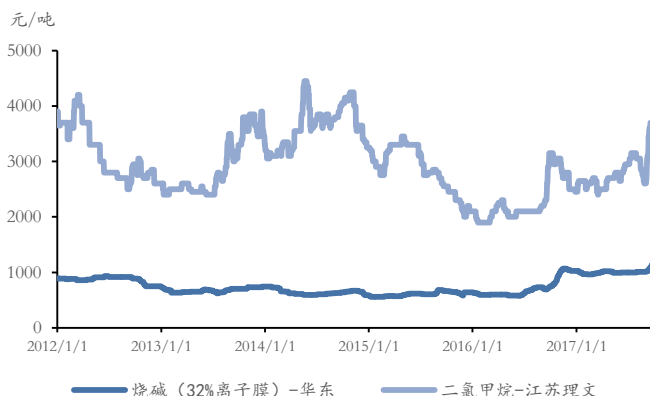
资料来源：中国产业信息网，国海证券研究所

图 46: PVC 价格走势



资料来源：百川资讯，国海证券研究所

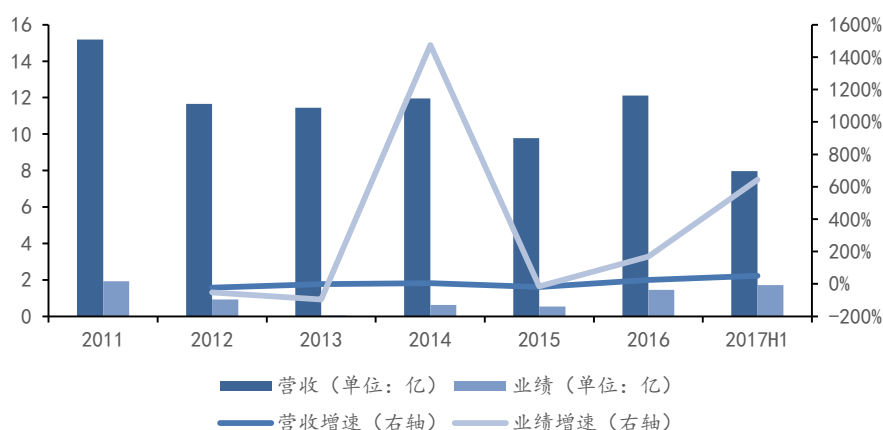
图 47: 离子膜烧碱、二氯甲烷价格走势



资料来源：百川资讯，国海证券研究所

行业进入景气周期，公司盈利弹性大。自 2012 年以来，公司二氯甲烷、PVC 及烧碱的营收总体保持在 11.4-12.1 亿元之间(2015 年除外)，但业绩波动很大。2013 年行业低谷公司业绩仅 0.04 亿元，次年业绩恢复到 0.63 亿元，增幅达 14.8 倍，2015 年业绩又降低了 14%；2016 年基础化工品价格回暖，伴随着价格的暴涨，公司当年业绩 1.45 亿元，同比增加 169%；到 2017 年上半年，公司营收近 8 亿元同比增加 51%，创出五年来新高，业绩 1.7 亿元，同比增幅 6.4 倍以上。由于行业需求转暖，新增产能有限，公司该业务板块景气度有望持续。

图 48: 二氯甲烷、PVC 及烧碱板块盈利情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

6、盈利预测与评级

我们认为氟硅化工行业在过去持续低迷的数年中，产业结构调整不断深入，部分小产能在国际履约和环保趋严的背景下有望加速退出，公司在氟硅化工行业的龙头地位日趋显现，未来产品价格平稳、毛利率基本稳定，高分子材料板块营收增速维持较高水平，制冷剂、氯碱和有机硅等业务保持平稳增长。此外，公司计划扩建 PVDF 产能 1 万吨/年、FEP 产能 0.5 万吨/年、R32 产能 4 万吨/年，DMC25 万吨/年技改到 30 万吨/年。基于以上判断，我们对公司 2017~2019 年营业收入和成本做出如下关键假设：

表 9：公司主营业务收入及成本预测（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
制冷剂				
收入	1828	2415	2657	2896
YoY	-2.14%	32.11%	10.00%	9.00%
成本	1635	1763	1966	2143
毛利率	10.56%	27.00%	26.00%	26.00%
高分子材料				
收入	2188	2927	3512	4215
YoY	12.03%	33.78%	20.00%	20.00%
成本	1,943	2020	2494	2993
毛利率	11.20%	31.00%	29.00%	29.00%
有机硅				
收入	1685	2514	2891	3267
YoY	16.77%	49.20%	15.00%	13.00%
成本	1604	1684	1995	2254
毛利率	4.81%	33.00%	31.00%	31.00%
二氯甲烷、PVC 及烧碱				
收入	1211	1760	1901	2015
YoY	23.82%	45.33%	8.00%	6.00%

成本	1,066	1285	1426	1511
毛利率	11.97%	27.00%	25.00%	25.00%
物业开发				
收入	871	400	380	361
YoY	40.71%	-54.08%	-5.00%	-5.00%
成本	563	260	247	235
毛利率	35.36%	35.00%	35.00%	35.00%
其他				
收入	187	262	327	393
YoY	8.72%	40.00%	25.00%	20.00%
成本	112	89	147	177
毛利率	40.11%	66.00%	55.00%	55.00%
合计				
收入	7,970	10,278	11,668	13,146
YoY	13.32%	28.96%	13.53%	12.67%
成本	6,923	7,101	8,274	9,312
毛利率	13.14%	30.91%	29.09%	29.16%

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

结合我们盈利预测模型，预计公司 2017~2019 年归母净利润分别为 15.95 17.77 和 19.25 亿元，每股收益分别为 0.76、0.84 和 0.91 元。按照 Wind 港股化工板块 2017 年 PE（剔除负值）为 9.75 倍，A 股巨化股份（600160）2017 年 Wind 一致预测 PE 为 19.66 倍，给予东岳集团 2017 年 PE 倍数 11 倍，对应每股股价 8.36 元，按照 11 月 8 日人民币兑港元汇率 1.18 计，折合每股股价 9.86 港元。公司最新收盘价 5.36 港元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 10：公司盈利预测

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	7970	10278	11668	13146
增长率(%)	13.6%	29.0%	13.5%	12.7%
净利润（百万元）	588	1595	1777	1925
增长率(%)	185.0%	171.5%	11.4%	8.4%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.76	0.84	0.91
ROE(%)	11.5%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

7、风险提示

1) 产品价格大幅下跌；2) 产品需求不及预期；3) 扩产项目不及预期；4) 生产事故风险。

表 11: 东岳集团盈利预测表

证券代码:	0189.hk		股票价格:	5.36	投资评级:	买入	日期:	2017/11/8	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	12%	15%	16%	17%	EPS	0.28	0.76	0.84	0.91
毛利率	21%	31%	29%	29%	BVPS	10.19	3.31	4.15	5.06
期间费率	10%	15%	15%	14%	估值				
销售净利率	8%	16%	15%	15%	P/E	19.3	7.1	6.4	5.9
成长能力					P/B	0.5	1.6	1.3	1.1
收入增长率	14%	29%	14%	13%	P/S	0.4	1.1	1.0	0.9
利润增长率	185%	171%	11%	8%					
营运能力					利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.73	0.87	0.83	0.79	营业收入	7970	10278	11668	13146
应收账款周转率	6.52	6.52	6.52	6.52	营业成本	6329	7101	8274	9312
存货周转率	4.83	4.80	4.80	4.80	营业税金及附加	400	576	665	698
偿债能力					销售费用	283	401	480	513
资产负债率	48%	38%	35%	33%	管理费用	388	514	595	657
流动比	1.16	2.01	2.41	2.86	财务费用	166	56	46	35
速动比	0.84	1.45	1.82	2.25	其他费用/（-收入）	(523)	167	394	238
					营业利润	927	1798	2002	2169
资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	(65)	508	565	613
现金及现金等价物	2082	2396	3724	5396	利润总额	862	2305	2567	2781
应收款项	1223	1577	1790	2017	所得税费用	247	661	736	797
存货净额	1118	1598	1861	2084	净利润	615	1645	1832	1984
其他流动资产	137	175	198	223	少数股东损益	27	49	55	60
流动资产合计	4560	5746	7574	9721	归属于母公司净利润	588	1595	1777	1925
固定资产	3874	3752	3630	3513					
在建工程	0	0	800	1400	现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	2431	182	172	164	经营活动现金流	1546	1937	2468	2563
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	588	1645	1832	1984
资产总计	10865	11802	14122	16597	少数股东权益	298	49	55	60
短期借款	1798	291	141	41	折旧摊销	721	679	657	636
应付款项	1950	2355	2743	3072	公允价值变动	(49)	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	(12)	(436)	(76)	(117)
其他流动负债	188	218	254	284	投资活动现金流	(73)	(157)	(882)	(606)
流动负债合计	3936	2865	3138	3397	资本支出	(546)	(557)	(1336)	(1118)
长期借款及应付债券	932	1202	1365	1537	长期投资	306	0	0	0
其他长期负债	311	404	457	516	其他	167	400	454	512
长期负债合计	1243	1606	1821	2054	筹资活动现金流	(858)	(1419)	(190)	(147)
负债合计	5179	4471	4960	5450	债务融资	(690)	(1237)	13	73
股本	2112	2112	2112	2112	权益融资	(2)	0	0	0
股东权益	5686	7331	9162	11147	其它	(166)	(182)	(203)	(220)
负债和股东权益总计	10865	11802	14122	16597	现金净增加额	615	361	1396	1810

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

注: 股价单位为港元, 财务数据单位为百万元人民币

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8 年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

陈博，北京化工大学化学工程与技术专业硕士，5 年半中国石油和化学工业联合会工作经验，近 2 年券商行研经验。

【分析师承诺】

代鹏举，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。