

证券研究报告·上市公司动态

化学制品

氟硅巨头基本面稳定向好， 预期差造就估值修复空间

一体化氟硅巨头基本面稳定，看好估值修复机会

公司是亚洲最大的氟硅材料生产基地，产品涵盖氢氟酸、制冷剂、有机硅、含氟聚合物，一体化优势显著。前期受董事减持影响，公司股价回调。而我们认为公司基本面没有变化，预计盈利水平仍然非常可观。目前公司对应 18 年仅 5 倍 PE，估值优势明显，看好未来估值修复空间。

制冷剂业务保持高盈利水平，尚存显著预期差

近期主要制冷剂产品价格有所下跌，在一定程度上影响了市场情绪，但总体来看，上游萤石、氢氟酸价格同时下跌，其中氢氟酸主流价格更是从高点的 15000 元/吨下降到目前的约 9000-10000 元/吨，下降幅度超过 30%，原料价格的下降使得制冷剂产品利差变化不大，目前仍处在相对高位。同时公司制冷剂产品品质优异，市场口碑良好，降价幅度小于行业平均水平。量的方面，目前公司制冷剂产线仍保持高负荷生产，22 万吨 R22 产能中，仅有 8 万吨外售，其余制造 PTFE 等下游产品。总体来看公司制冷剂业务仍然保持强劲的盈利能力，较市场预期更佳。

含氟聚合物需求向好，销售受美国 PTFE 反倾销影响较小

含氟聚合物价格仍维持高位，近期虽然稍有下调，但整体需求良好，东岳集团产品品质较好，价格下调幅度较小，仍然保持较高盈利水平。美国近期公布 PTFE 对华反倾销初裁结果产生利空情绪，但终裁结果要到 10 月份确定，行业公司正在积极应诉，最终结果仍存改善可能。而即使最终确定实施反倾销税率，公司 3.5 万吨 PTFE 产能出口至美国的占比也很低，对整体业绩影响很小。

有机硅价格持续向上突破，公司集中受益

目前有机硅内外需求保持旺盛，DMC 价格持续正持续向上突破，据百川资讯，华东地区主流报价约 33000 元/吨，对应公司单吨利润 10000 元左右。2018 年，有机硅行业预计无新增产能投放，我们预期有机硅全产业链价格有望维持高位。公司具备 25 万吨有机硅单体产能，有望同时从有机硅行业景气中集中受益。

产品升级助力持续增长，分拆上市拓宽融资渠道

公司计划在未来三年投资 50 亿人民币，进行产能和产品结构升级。投资生产项目或集中在含氟聚合物和有机硅等下游产品。我们认为公司投建的新项目将充分利用氟化工和有机硅原料产能，进一步向下延伸产业链，未来利润增量令人期待。同时，公司近期公布，拟将主营有机硅产销业务的子公司“东岳有机硅”分拆，在 A 股创业板上市。届时，公司估值水平和融资能力均有

东岳集团 (0189.HK)

首次评级
买入
花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

罗婷

luoting@csc.com.cn

010-85130437

执业证书编号：S1440513090011

研究助理：于洋

010-86451150

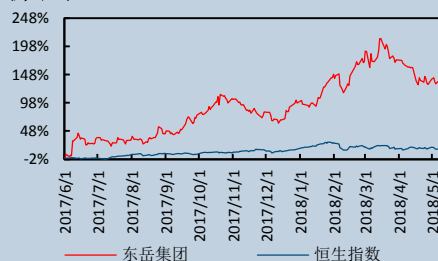
yuyangzgs@csc.com.cn

发布日期：2018 年 05 月 10 日

当前股价：7.25 元

主要数据
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	0.55/-0.45	21.64/17.55	452.17/352.34
12 月最高/最低价 (元)			8.60/1.37
总股本 (万股)			21.12
流通 A 股 (万股)			21.12
总市值 (亿元)			153.10
流通市值 (亿元)			153.10
近 3 月日均成交量 (万)			1768.18
主要股东			新华联国际投资有限公司
			29 %

股价表现




望有所提升。

预计 18、19 年实现归母净利润 25.13、28.81 亿元人民币，对应 EPS1.19 元、1.36 元，对应 PE 4.9 倍、4.3 倍估值，首次覆盖，给予买入评级。

表 1：预测和比率（人民币）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	8,000	10,146	12,290	13,475	14,629
主营收入增长率	13.3%	27.2%	21.1%	9.6%	8.6%
EBITDA（百万元）	1,648	2,711	4,042	4,605	5,485
EBITDA 增长率	25.48%	64.53%	49.11%	13.93%	19.10%
净利润（百万元）	588	1,601	2,513	2,881	3,500
净利润增长率	-185.18%	172.28%	56.94%	14.65%	21.48%
ROE	10.01%	21.66%	28.04%	25.41%	24.63%
EPS（元）	0.28	0.76	1.19	1.36	1.66
P/E	21.1	7.8	4.9	4.3	3.5
P/B	2.2	1.7	1.3	1.0	0.8

数据来源：Wind，中信建投研究发展部



分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

罗婷：北京科技大学材料加工专业硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业研究经验，专注于从行业供需格局和公司成长性等角度发现和挖掘投资机会。2012 年、2017 年新财富基础化工入围、2017 年首届中国证券分析师金翼奖第一名、万得金牌分析师第二名。

研究助理 于洋：香港大学工学硕士，4 年化工行业工作经验，16 年开始从事卖方研究工作，2017 年新财富环保行业入围团队成员

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749zhourei@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

田倩 tianqian@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981huqian@csc.com.cn

许舒枫 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859