

新华联股权回购注销完成，R22、R32 等制冷剂提价盈利有望提升

东岳集团 (0189.HK)

核心观点

东岳集团 2023 年实现营收 144.93 亿元，同比下降 27.63%；实现归母净利润 7.08 亿元，同比下降 81.64%。二三代制冷剂景气度上行，R22、R32 等主力产品持续提价，公司盈利预计提升；公司聚焦技术创新驱动，促进降本增效，布局高端精细化学品研发，加强副产品综合利用；新华联股权回购注销完成，公司创始人成最大股东，有利于保持公司股权结构及日常经营稳定性。

事件

公司发布 2023 年年报：2023 年实现营收 144.93 亿元，同比下降 27.63%；实现归母净利润 7.08 亿元，同比下降 81.64%。

简评

PVDF、R142b 等产品价格回落，23 年业绩承压

2023 年实现营收 144.93 亿元，同比下降 27.63%；实现归母净利润 7.08 亿元，同比下降 81.64%。

分产品板块来看，2023 年公司高分子材料/有机硅/制冷剂/二氯甲烷、聚氯乙烯及烧碱分别实现营收 45.52/48.62/28.72/11.77 亿元，同比变动 -29.82%/-26.86%/-34.15%/-27.57%；实现经营溢利率 7.40%/-6.80%/10.82%/21.10%，同比分别变动 -23.27/-13.77/-12.6/-7.23pct；由于部分产品供给产能增加，导致部分产品价格回落，其中，含氟高分子材料板块和制冷剂下滑主要原因是 PVDF 产品价格大幅下滑；制冷剂板块主要受 R142b 价格回落影响。

R22、R32 等主力产品持续提价，公司盈利预计修复

24 年以来，二代制冷剂配额削减进入中后段以及三代剂开始配额管理，制冷剂价格改善明显，截止 5 月 26 日当周，R22/R125/R32 均价分别为 3.0/3.9/3.6 万元/吨，较年初提升 46%/41%/100%；此外，24 年 R22 配额总量为 18.2 万吨，较 13 年削 59%，市场供需维持紧平衡；根据进程到 25 年削 67.5%，30 年削 97.5%近乎淘汰。根据卓创，预计 25 年配额 14.9 万吨，较 24 年进一步削减 17%。相较供应端的硬性削减，下游需求端尚存一定弹性需求释放，进而支撑年内价格维持高位，同时 R22 内外贸价差逐步缩小，在 25 年配额进一步削减预期下，后续价格仍存较大上涨空间。公司 R22/R32/R125 对应配额分别为 5.4/4.7/1.5 万吨，行业占比分别为 30%/20%/9%，为 R22 配额最高企业，将充分受益产品价格提升。

维持

买入

竺劲

zhujinbj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519120002

SFC 编号:BP491

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

彭岩

pengyan@csc.com.cn

010-86451946

SAC 编号:S1440524010002

发布日期：2024 年 06 月 04 日

当前股价：9.11 港元

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
39.71/33.09	36.78/24.69	33.97/33.58
12 月最高/最低价 (港元)		9.81/5.19
总股本 (万股)		173,271.16
流通 H 股 (万股)		173,271.16
总市值 (亿港元)		169.46
流通市值 (亿港元)		169.46
近 3 月日均成交量 (万)		1560.32
主要股东		
新华联国际投资有限公司		16.46%

股价表现



新华联股权回购注销完成，创始人成最大股东

23年10月，为减少新华联司法重整带来的不利影响，公司与新华联签署股份回购协议，拟回购新华联全部持有的东岳集团合计23%股份；截至24年5月3日，对应股份已回购并注销完成，公司创始人成最大股东，有利于保持公司股权结构及日常经营稳定性。

聚焦技术创新驱动，促进公司降本增效

2023年公司共有新增牌号产品101个，一大批高端材料新产品进入市场试样或小批量供应阶段，为公司提升产业高度和竞争力打下良好基础；完成各类新改扩建、节能减排、自动化提升、质量提升项目148项，技术的革新也促进了公司的降本增效；新增授权专利81项，目前授权专利共620项；发布22项标准，其中2项国家标准、2项行业标准、1项地方标准、17项团体标准，目前本公司主持发布的各类标准已达127项。23年公司研发支出约为人民币9.35元，占收入比例为6.45%。

盈利预测与估值：预计公司2024、2025、2026年归母净利润分别为16.2、21.5、24.1亿元，EPS分别为0.94元、1.24元、1.39元；对应PE分别为8.8X、6.7X和6.0X。

风险提示：（1）行业周期性波动风险：受上游原材料供应、下游产品市场需求、产品生产能力、环保政策等诸多因素的影响，氟化工行业近年来经历了较为明显的周期性变化。若未来由于行业周期性波动导致行业下行，公司未来盈利能力可能受到影响。（2）重要原材料价格上行风险：在碳达峰、碳中和政策预期下，不排除我国会进一步出台降低资源能源消耗政策，叠加地缘政治风险加剧，引发原材料和能源价格上行，从而对公司经营业绩造成一定影响。（3）技术研发及新产品替代风险：如果未来公司在向规模化、精细化、系列化的方向发展时，未能在产品的技术研发上跟上行业的步伐，或公司第四代制冷剂建设进度不及预期或出现其他替代产品，可能会对公司业绩产生不利影响。（4）产业政策调整风险：公司主要从事氟化工产品的生产和销售，国家产业政策变动会影响到公司的生产和经营。若未来我国对HFCs削减方案进行调整，可能对公司生产经营带来不利影响。

图表 2：预测和比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20,028	14,493	15,989	17,224	17,955
YoY(%)	26.41	-27.63	10.32	7.72	4.25
净利润（百万元）	3,856	708	1,623	2,154	2,408
YoY(%)	85.82	-81.64	129.29	32.70	11.81
毛利率(%)	32.53	16.81	24.52	28.39	29.60
净利率(%)	20.85	4.22	13.18	16.67	17.88
ROE(%)	23.97	4.78	6.91	6.67	5.85
EPS(摊薄/元)	2.23	0.41	0.94	1.24	1.39
P/E(倍)	3.72	20.26	8.84	6.66	5.96
P/B(倍)	0.89	0.97	0.61	0.44	0.35

资料来源：Wind，中信建投

分析师介绍

竺劲

地产、周期及中小盘研究组组长，房地产和建筑行业首席分析师，北京大学国家发展研究院金融学硕士，专注于房地产、物业管理等行业研究，13年证券从业经验。

连续三年（2018-2020）荣获最佳行业金牛分析师奖（房地产行业），获得2020年新财富最佳分析师（房地产行业）入围奖，2020年机构投资者·财新资本市场分析师成就奖（房地产行业）大陆区入围奖，2020年卖方分析师水晶球奖（房地产行业）第5名。

卢昊

中信建投证券石化能源及化工行业首席分析师。上海交通大学硕士，具备4年化工实业和6年证券研究经验。

彭岩

中信建投证券化工行业研究员。天津大学化学工程硕士，主要研究石油石化、氟化工、膜材料、精细化工新材料方向。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分的内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

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
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk