

香港股市 | 化工 | 新材料

公司点评

东岳集团 (189 HK)

未评级

聚焦主业，优化成本

专注国内市场的化工新材料生产商

东岳集团是一家化工新材料生产商，自 1987 年起在山东省淄博市经营，并于 2007 年 12 月在香港上市。目前公司主要生产四大类化工产品：(一)高分子材料、(二)有机硅、(三)制冷剂、(四)二氯甲烷及烧碱。公司收入主要来自国内市场(占 FY23 收入的 84.8%)，可减少受到海外政策例如关税的直接影响。1H24 分部业绩(经营利润)同比增长 135.2%至 6.5 亿元(人民币，下同)，主因：(一)有效成本管理；(二)制冷剂价格上涨。

制冷剂：配额落地推动价格上升

1987 年全球多国签订《蒙特利尔议定书》(注：中国于 1991 年加入)，目的逐步淘汰消耗臭氧层物质(ODS)，其中包括氢氯氟烃(HCFCs)例如 R22 制冷剂。根据议定书，发展中国家于 2030 年 1 月 1 日削减 97.5%生产量，余下 2.5%供冷冻和空调设备维修用途，2040 年 1 月 1 日全面削减。2013 年起，中国实施实施配额制度，规定所有 HCFCs 生产必须获得生产配额许可。根据生态环境部印发的配额方案，2025 年中国将累计削减 67.5%的 HCFCs 生产量，高于 2024 年的 50.1%累计削减量。

配额落地削减制冷剂供应，无疑地推动不同类别制冷剂产品价格，短中期有利现存生产商。2024 年 12 月初国内 R32 制冷剂市价为 40,000 元/吨水平，远远分别高于 2022-23 年同期的 13,000 元/吨及 18,000 元/吨水平。

退出房地产业务

2011 年起公司发展房地产业务，但于 2020 年初决定退出。截至 1H24，公司已将大部分房地产业务资产处置完毕。上半年公司出售两家房地产附属公司权益，录得账面亏损 1.0 亿元。退出房地产业务后，公司可专注化工业务。

估值与港股化工同业相若

相对 A 股，港股化工板块较细。与公司市值相若专注工业化工/制冷剂的同业很少。相对上，较多化肥企业在港股市场挂牌。公司 FY25 市盈率为 6.3 倍，如不考虑上海石化(338 HK)作比较，公司估值与港股化工同业相若。

风险提示：(一)产品价格大幅下跌；(二)成本波动；(三)政策风险。

主要财务数据 (人民币百万元) (更新于 2024 年 12 月 6 日)

年结:12 月 31 日	2021 年 全年	2022 年 全年	2023 年 全年	2024 年 上半年
收入	15,844	20,028	14,493	7,261
增长率 (%)	57.7	26.4	(27.6)	0.9
股东净利润	2,075	3,856	708	308
增长率 (%)	168.7	85.8	(81.6)	8.4
每股盈利 (人民币)	0.98	1.73	0.32	0.17
市盈率 (倍)	6.8	3.8	20.8	不适用
股息 (港币)	0.34	0.60	0.10	0.00
股息率 (%)	4.8	8.4	1.4	不适用
每股净资产 (人民币)	5.82	7.14	6.56	6.61
市净率 (倍)	1.14	0.93	1.01	1.01

注：股息根据港币结算

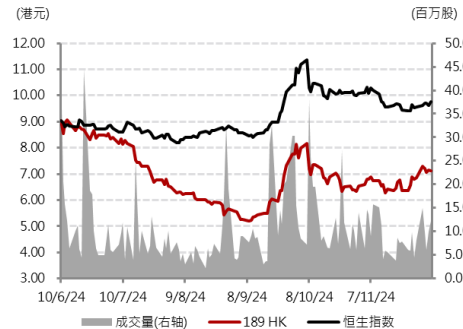
来源：公司资料、彭博、中泰国际研究部

股票资料 (更新至 2024 年 12 月 6 日)

现价	7.13 港元
总市值	12,354.23 百万港元
流通股比例	58.92%
已发行总股本	1,732.71 百万
52 周价格区间	4.92-10.14 港元
3 个月日均成交额	78.03 百万港元
主要股东	张珂 (占 14.94%) 易方达基金 (占 6.13%)

来源：香港交易所、彭博、中泰国际研究部

股价走势图 (更新至 2024 年 12 月 6 日)



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

聚焦主业，优化成本

专注国内化工市场，降低海外政策影响

东岳集团有限公司(“东岳集团”)是一家化工新材料生产商，自 1987 年起在山东省淄博市经营，并于 2007 年 12 月在香港上市。目前公司主要生产四大类化工产品：(一)高分子材料、(二)有机硅、(三)制冷剂、(四)二氯甲烷及烧碱，分别占 1H24 收入的 28.0%、38.0%、21.4%、7.1%及 FY23 收入的 31.4%、33.5%、19.8%、8.1%、7.1%(见图表 1)。利润方面，上述四大板块，分别占 1H24 分部业绩(经营利润)的 46.6%、8.2%、51.1%、20.4%(注：其他业务录得亏损，占分部业绩的-26.3%)及 FY23 分部业绩的 51.8%、-50.8%、47.7%、38.2%、13.1%(见图表 2)

根据地区计算，公司收入主要来自国内市场，原则上可减少受到海外政策例如关税的直接影响。中国、亚洲(除中国外)、美洲、欧洲分别占 FY23 收入的 84.8%、9.3%、2.5%、2.7%(见图表三)。

图表 1：业务收入分布

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年 上半年	2024 年 上半年
收入	15,844	20,028	14,493	7,198	7,261
- 同比增长 (%)	57.7	26.4	(27.6)	(28.8)	0.9
其中:-					
- 高分子材料	4,825	6,487	4,552	2,275	2,033
- 同比增长 (%)	51.2	34.4	(29.8)	(31.5)	(10.6)
- 有机硅	4,184	6,648	4,862	2,502	2,759
- 同比增长 (%)	70.5	58.9	(26.9)	(27.5)	10.3
- 制冷剂	3,337	4,361	2,872	1,453	1,552
- 同比增长 (%)	61.5	30.7	(34.2)	(30.4)	6.8
- 二氯甲烷及烧碱	1,538	1,625	1,177	601	516
- 同比增长 (%)	25.6	5.7	(27.6)	(21.4)	(14.3)
- 其他	1,960	907	1,030	367	401
- 同比增长 (%)	76.8	(53.7)	13.6	(25.1)	9.5
收入分布 (%)					
高分子材料	30.5	32.4	31.4	31.6	28.0
有机硅	26.4	33.2	33.5	34.8	38.0
制冷剂	21.1	21.8	19.8	20.2	21.4
二氯甲烷及烧碱	9.7	8.1	8.1	8.4	7.1
其他	12.4	4.5	7.1	5.1	5.5

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：盈利分布及利润率

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年 上半年	2024 年 上半年
分部业绩(经营利润)	3,646	3,967	651	277	651
- 同比增长 (%)	228.7	8.8	(83.6)	(88.6)	135.2
其中:-					
- 高分子材料	1,450	1,990	337	224	303
- 同比增长 (%)	232.2	37.2	(83.1)	(80.5)	35.2
- 有机硅	1,268	463	(331)	(222)	54
- 同比增长 (%)	350.4	(63.4)	不适用	不适用	不适用
- 制冷剂	638	1,021	311	168	332
- 同比增长 (%)	236.5	60.2	(69.6)	(52.5)	97.6
- 二氯甲烷及烧碱	137	460	248	92	133
- 同比增长 (%)	223.0	236.9	(46.0)	(57.0)	44.4
- 其他	154	33	85	15	(171)
- 同比增长 (%)	(3.4)	(78.8)	161.9	(82.5)	不适用
分部业绩分布 (%)					
高分子材料	39.8	50.2	51.8	81.1	46.6
有机硅	34.8	11.7	(50.8)	(80.3)	8.2
制冷剂	17.5	25.7	47.7	60.8	51.1
二氯甲烷及烧碱	3.7	11.6	38.2	33.2	20.4
其他	4.2	0.8	13.1	5.3	(26.3)
分部利润率 (%)	23.0	19.8	4.5	3.9	9.0
高分子材料	30.1	30.7	7.4	9.9	14.9
有机硅	29.7	7.0	(6.8)	(8.9)	2.0
制冷剂	19.1	23.4	10.8	11.6	21.4
二氯甲烷及烧碱	8.9	28.3	21.1	15.3	25.8
其他	8.2	3.6	8.3	4.0	(42.7)
股东净利润	2,075	3,856	708	284	308
- 同比增长 (%)	168.7	85.8	(81.6)	(83.2)	8.4
股东净利润率 (%)	13.1	19.3	4.9	3.9	4.2

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 3：地区收入分布

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2021 年	2022 年	2023 年
中国	13,326	16,561	12,296
- 同比增长 (%)	56.8	24.3	(25.8)
亚洲(除中国外)	1,591	2,014	1,354
- 同比增长 (%)	53.4	26.6	(32.8)
美州	449	776	362
- 同比增长 (%)	70.1	72.6	(53.3)
欧州	408	589	391
- 同比增长 (%)	125.5	44.4	(33.5)
非洲及其他	69	89	90
- 同比增长 (%)	9.1	28.0	1.7
合计	15,844	20,028	14,493
- 同比增长 (%)	57.7	26.4	(27.6)
地区分布 (%)			
中国	84.1	82.7	84.8
亚洲(除中国外)	10.0	10.1	9.3
美州	2.8	3.9	2.5
欧州	2.6	2.9	2.7
非洲及其他	0.4	0.4	0.6

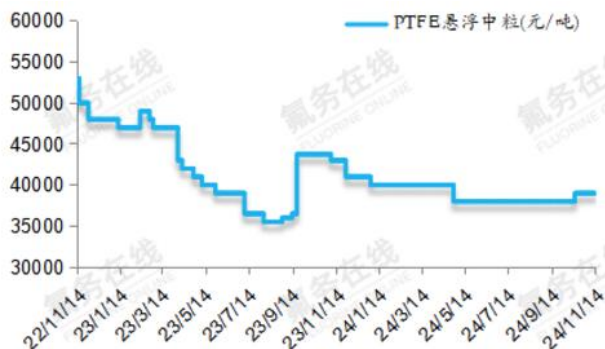
来源：公司资料、中泰国际研究部

高分子材料：用途广泛

公司高分子材料产品主要包括 PTFE(聚四氟乙烯)、PVDF(聚偏氟乙烯)、FEP(聚全氟乙丙烯)、FKM(氟橡胶)、HFP(六氟丙烯)，其用途广泛。例如 PTFE 具有抗高低温性能、化学稳定性、电绝缘性、非粘附性、耐候性、阻燃性，可用作涂层物料及可进一步加工成为高端精细化学品，可广泛应用于化学、建筑、电器与电子及汽车工业。PVDF 主要用于作为锂电池正极粘结剂、光伏背板膜、防腐涂料涂层等。FEP 主要用于铺设电线绝缘层、薄壁管、热能伸缩管、水泵、阀门及水管。FKM 具有优异机械特性、抗油抗化学性、抗热性，主要用于航天、汽车、机器及石油化学。HFP 可用作生产多种精细化学品。

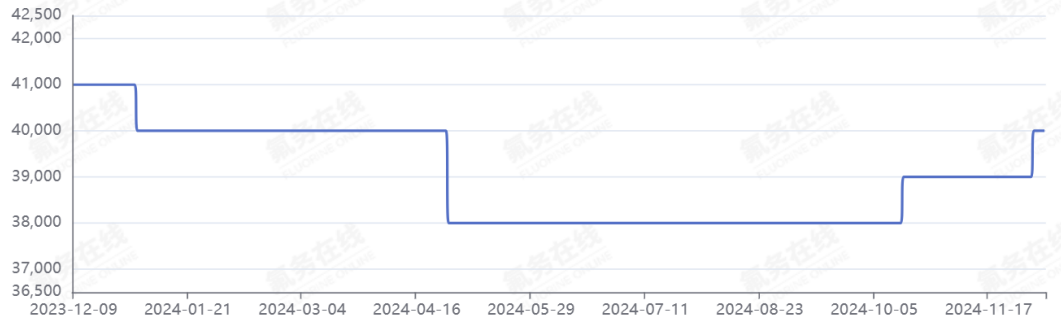
可是需求下跌导致产品价格较几年前下跌。2024 年 12 月初中国 PTFE(悬浮中粒)均价为约 40,000 元(人民币，下同)/吨，与 2023 年同期大致相若，但低于 2022 年同期的 45,000-50,000 元/吨水平(见图表 4-5)。虽然如此，有效成本管理导致 1H24 高分子材料分部业绩改善，同比增长 35.2%，分部利润率也同比上升 5 个百分点至 14.9%。

图表 4：中国 PTFE (悬浮中粒) 市场均价 (人民币/吨) (2022 年 11 月中至 2024 年 11 月中)



来源：氟务在线

图表 5：中国 PTFE (悬浮中粒) 市场均价 (人民币/吨) (近一年)



注：更新至 2024 年 12 月 8 日
来源：氟务在线

有机硅：1H24 转亏为盈

公司有机硅产品主要包括 DMC、107 硅橡胶、生胶及混炼胶，主要用作为添加剂、处理化学品稳定剂、润滑剂及密封剂，应用于军事、航空、汽车、电子、建筑及其他工业，并也为工业加工的重要材料。

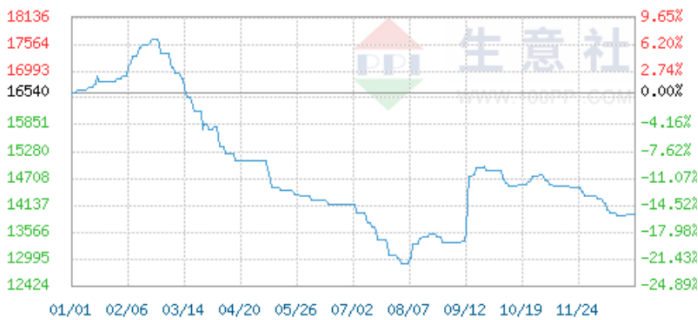
2023-24 年中国有机硅 DMC 市场均价普遍低于 2021-22 年(见图表 6-8)。虽然如此，1H24 公司的有机硅板块同比转亏为盈，录得 5,368 万元分部利润，主因单位生产成本下跌，而销量却提升。

图表 6：中国有机硅 DMC 市场均价 (人民币/吨) (2020-2023 年)



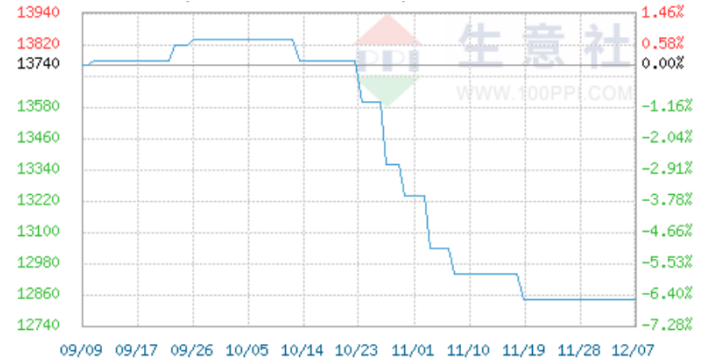
来源：生意社

图表 7：中国有机硅 DMC 市场均价 (人民币/吨) (2023 年)



来源：生意社

图表 8：中国有机硅 DMC 市场均价 (人民币/吨) (近月)



注：截至 2024 年 12 月 7 日
来源：生意社

制冷剂：配额落地推动价格上升

公司制冷剂产品主要包括 R22、R142b、R32、R125、R410a 等。R22 及 R142b 是其中一类 HCFC(氢氯氟烃)制冷剂，属于第二代制冷剂。R22 也是 PTFE、HFP 等高分子材料及 R125 制冷剂的主要原材料。公司亦拥有全球最多的 R22 产能。R142b 也是高分子材料 PVDF 的主要原材料，PVDF 可用于锂电池及光伏产品中。

R32、R125、R410a 则是 HFC(氢氟烃)制冷剂，属于第三代制冷剂。目前 R22 使用一般可由 R32 及 R410a 替代，而 R410a 是 R32 及 R125 的混合物。HCFC 制冷剂与 HFC 制冷剂的其中一项主要差异是前者排放可破坏地球臭氧层，后者则没有影响。

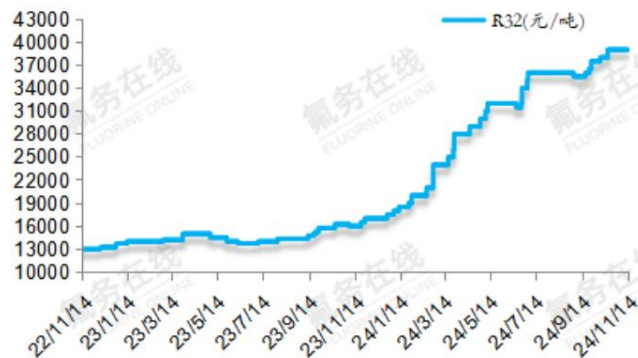
1987 年，全球多国签订《蒙特利尔议定书》(注：中国于 1991 年 6 月加入)，目的逐步淘汰消耗臭氧层物质(ODS)，包括全氯氟烃(CFCs)、哈龙、氢氯氟烃(HCFCs)和甲基溴，其中包括 R22。对于 HCFC 的生产量限制，此议定书规定(一)发达及发展中国家分别从 2010 年及 2015 年开始削减生产量；(二)发达国家于 2020 年 1 月 1 日削减 99.5%生产量，余下 0.5%供冷冻和空调设备维修用途，2030 年 1 月 1 日全面削减；(三)发展中国家于 2030 年 1 月 1 日削减 97.5%生产量，余下 2.5%供冷冻和空调设备维修用途，2040 年 1 月 1 日全面削减。

2013 年起，中国实施配额制度，规定所有 HCFCs 生产必须获得生产配额许可。根据 2024 年 10 月生态环境部印发的《2025 年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案》，2025 年中国将累计削减 67.5%的 HCFC 生产量，高于 2024 年的 50.1%累计削减量。

另一方面，《蒙特利尔议定书》长远也会削减 HFCs 使用(注：第三代制冷剂)。2024 年，中国冻结 HFCs 的生产和消费量于基准年(2020-22 年)的平均值上，并于 2029 年起开始逐步削减，直到 2047 年累计削减量达 80%。

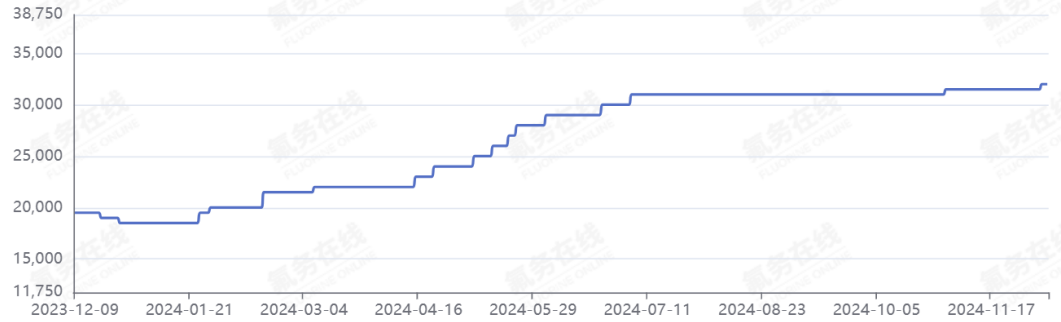
上述配额制度削减制冷剂供应，无疑地推动不同类别制冷剂产品价格，短中期有利现存生产商。2024 年 12 月初国内 R32 市价为 40,000 元/吨水平，远远分别高于 2022-23 年同期的 13,000 元/吨及 18,000 元/吨水平(见图表 9)。公司 1H24 制冷剂分部利润也因此同比增长 97.6%，分部利润率同比上升 9.8 个百分点至 21.4%。

图表 9：中国 R32 市场均价 (人民币/吨) (2022 年 11 月中至 2024 年 11 月中)



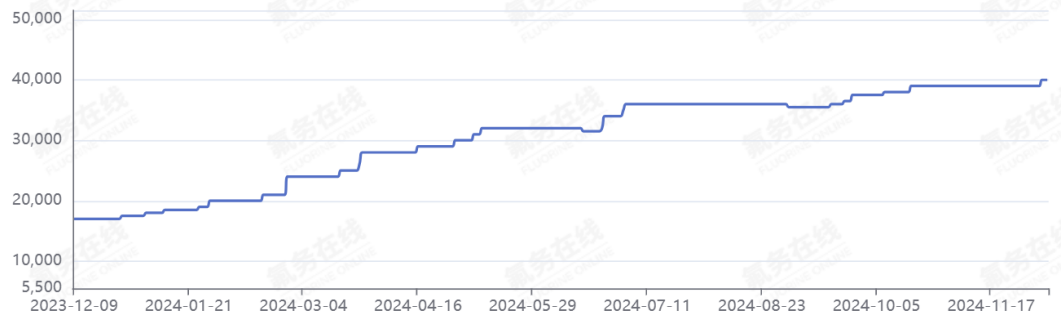
来源：氟务在线

图表 10：中国 R22 市场均价 (人民币/吨) (近一年)



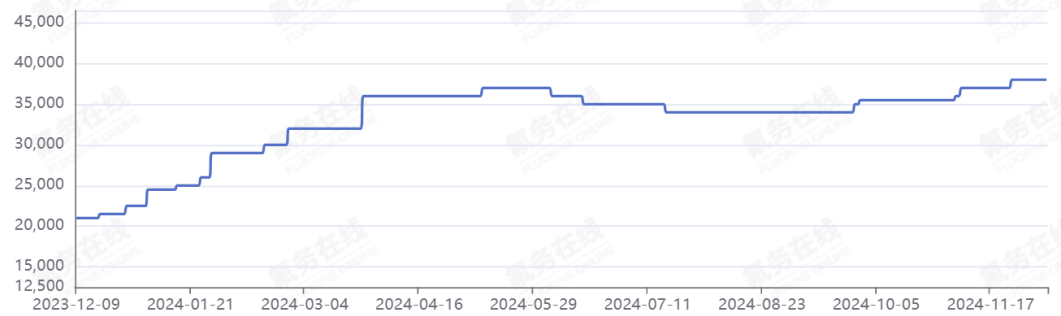
注：更新至 2024 年 12 月 8 日
来源：氟务在线

图表 11：中国 R32 市场均价 (人民币/吨) (近一年)



注：更新至 2024 年 12 月 8 日
来源：氟务在线

图表 12：中国 R410a 市场均价 (人民币/吨) (近一年)



注：更新至 2024 年 12 月 8 日
来源：氟务在线

二氯甲烷及烧碱：1H24 单位成本回落

烧碱为生产甲烷氯化物的一种基本化学产品，可用于纺织、电力及材料行业。1H24 二氯甲烷及烧碱板块分部业绩同比增长 44.4%，公司归因于单位成本大幅回落，虽然产品价格波动。

退出房地产业务

2011 年起公司发展房地产业务，但于 2020 年初决定退出。截至 1H24，已将大部分房地产业务资产处置完毕。上半年公司出售两家房地产附属公司权益，录得账面亏损 1.0 亿元。退出房地产业务后，公司可专注化工业务。

估值与港股化工同业相若

相对 A 股，港股化工板块较细。与公司市值相若专注工业化工/制冷剂的同业很少。相对上，较多化肥企业在港股市场挂牌。公司 FY25 市盈率为 6.3 倍，如不考虑上海石化(338 HK)作比较，公司估值与港股化工同业相若(见图表 13)。

图表 13：同业估值

公司	代号	股价 (港元)	市值 (百万 港元)	年结	市盈率(倍)			市净率(倍)			股息率(%)			净负债/ 股东 权益(%) 年度。
					年度。	年度 ₁	年度 ₂	年度。	年度 ₁	年度 ₂	年度。	年度 ₁	年度 ₂	
东岳集团	189 HK	7.13	12,354	12/2023	20.8	9.9	6.3	1.01	0.74	0.68	1.5	2.8	4.7	净现金
中化化肥	297 HK	1.09	7,657	12/2023	11.4	6.2	5.5	0.69	0.64	0.59	4.4	5.7	7.3	净现金
上海石化	338 HK	1.18	28,838	12/2023	不适用	58.0	16.0	0.47	0.43	0.41	0.0	0.9	1.9	净现金
叶氏化工	408 HK	1.50	838	12/2023	9.9	-	-	0.22	-	-	8.0	-	-	15.1
理文化工	746 HK	3.66	3,020	12/2023	7.5	6.1	5.6	0.51	0.49	0.47	6.0	6.6	7.1	净现金
大成生化科技	809 HK	0.09	817	12/2023	0.2	-	-	不适用	-	-	0.0	-	-	不适用
中国心连心化肥	1866 HK	4.17	5,351	12/2023	4.0	3.3	3.0	0.61	0.41	0.34	6.2	1.5	1.9	100.3
彩客新能源	1986 HK	0.89	877	12/2023	27.7	-	-	0.44	-	-	8.1	-	-	4.3
中国三江化工	2198 HK	1.66	1,975	12/2023	19.9	-	-	0.41	-	-	0.0	-	-	236.4
中海石油化学	3983 HK	2.01	9,266	12/2023	3.6	7.1	6.2	0.48	0.42	0.39	11.0	6.9	8.5	净现金
平均					11.7	15.1	7.1	0.47	0.52	0.48	4.5	4.1	5.2	89.0

来源：公司资料、中泰国际研究部、彭博(预测)

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805