

制冷剂景气向上，氟硅行业筑底回升

华泰研究

2024 年 12 月 30 日 | 中国香港

首次覆盖

化学原料

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

9.89

研究员

庄汀洲

SAC No. S0570519040002

zhuangtingzhou@htsc.com

SFC No. BQZ933

+(86) 10 5679 3939

研究员

张雄

SAC No. S0570523100003

zhangxiong@htsc.com

SFC No. BVN325

+(86) 10 6321 1166

联系人

张宸

SAC No. S0570124080036

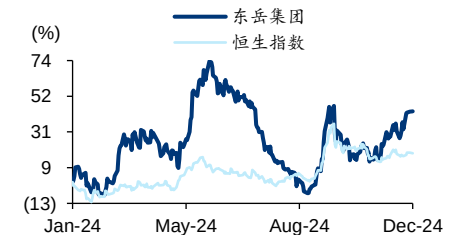
zhangchen024211@htsc.com

+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	9.89
收盘价(港币 截至 12 月 30 日)	7.99
市值(港币百万)	13,844
6 个月平均日成交额(港币百万)	71.39
52 周价格范围(港币)	4.92-10.14
BVPS(人民币)	6.61

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖东岳集团给予“买入”评级，给予公司 25 年 10xPE，目标价 HKD 9.89。公司主营业务为制冷剂/含氟高分子/有机硅，其中制冷剂业务在供需共振下有望中长期支撑公司盈利中枢，含氟高分子和有机硅行业的扩产周期已接近尾声，价格筑底回稳，终端需求复苏下有望带动行业景气度上行，公司投资价值突出。

公司制冷剂配额国内领先，行业景气向上有望中长期支撑盈利中枢

根据蒙特利尔协议和生态环境部文件，中国于 13 年和 24 年分别开始实施二代、三代制冷剂的生产配额制，制冷剂企业迎来长期的供给约束，叠加下游空调、汽车、国内外存量维修等需求市场仍具规模，经过我们测算，24/25 年国内制冷剂供给缺口达 0.4/4.9 万吨，制冷剂景气周期有望持续向上。公司具备国内最大的 R22 配额和领先的 R32/R125 等品种配额，制冷剂业务有望中长期支撑公司盈利中枢。

含氟高分子和有机硅价格筑底回稳，需求复苏下公司投资价值突出

公司拥有 PTFE/PVDF/有机硅单体产能为 5.5/2.5/60 万吨/年，规模国内领先。受 22-23 年以来行业扩产冲击，氟硅主要品种价格长期处于底部。当前行业扩产接近尾声，以东岳为代表的国内企业报价逐步止跌企稳，我们认为伴随 25 年之后下游锂电、电子电器等国内外终端需求复苏，价格有望稳步抬升。供给端竞争减弱叠加需求复苏预期下，公司作为氟硅龙头企业，投资价值较为突出。

我们与市场观点不同之处

市场担忧公司原控股股东的财务问题将持续影响公司经营战略，以及公司产能规模较大的二代制冷剂或提前面临淘汰。我们认为 24 年 3 月公司已完成与原控股股东的脱钩，原股东影响已降至较低。公司产能规模较大的二代制冷剂 R22 在存量维修市场规模仍较大，但生产配额削减速度较快，25 年供给收缩支撑景气向上。且公司的 R22/R142b 产能大部分用于含氟高分子原料，国内需求量较大，或将中长期支撑非制冷领域用途的价格。

首次覆盖东岳集团，给予“买入”评级

我们预计公司 24-26 年净利润为 9.79/15.89/20.88 亿元，同比增速 +38%/+62%/+31%，对应 EPS 为 0.56/0.92/1.20 元/股。参考可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 16xPE，考虑到公司制冷剂业务占比较小，且港股较 A 股存在折价因素，给予东岳集团 25 年 10xPE，目标价 HKD 9.89（按港币:人民币=0.93 计），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：制冷剂行业政策变化；氟硅行业竞争加剧；下游需求不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	20,028	14,493	14,518	15,805	16,945
+/-%	26.41	(27.63)	0.17	8.86	7.22
归属母公司净利润(人民币百万)	3,856	707.79	978.77	1,589	2,088
+/-%	85.82	(81.64)	38.29	62.32	31.39
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.71	0.41	0.56	0.92	1.20
ROE(%)	26.40	4.58	7.31	12.65	15.08
PE(倍)	4.32	18.09	13.08	8.06	6.13
PB(倍)	1.04	0.87	1.07	0.98	0.88
EV/EBITDA(倍)	1.74	6.91	6.64	4.79	3.74

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,028	14,493	14,518	15,805	16,945
销售成本	(13,514)	(12,057)	(11,223)	(11,804)	(12,340)
毛利润	6,514	2,436	3,295	4,000	4,605
销售及分销成本	(498.77)	(503.04)	(503.90)	(548.55)	(588.13)
管理费用	(993.74)	(647.29)	(648.40)	(705.85)	(756.78)
其他收入/支出	(1,119)	(665.94)	(665.94)	(665.94)	(665.94)
财务成本净额	(15.30)	(1.66)	(42.12)	(64.94)	(59.43)
应占联营公司利润及亏损	25.40	34.97	26.89	29.09	30.31
税前利润	5,125	653.17	1,462	2,044	2,565
税费开支	(948.94)	(42.09)	(206.12)	(288.21)	(361.68)
少数股东损益	320.58	(96.71)	276.86	166.91	115.69
归母净利润	3,856	707.79	978.77	1,589	2,088
折旧和摊销	(987.77)	(1,214)	(847.76)	(1,002)	(1,149)
EBITDA	6,128	1,869	2,352	3,111	3,773
EPS (人民币, 基本)	1.71	0.41	0.56	0.92	1.20

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	1,442	1,546	1,571	1,708	1,720
应收账款和票据	3,040	2,493	2,749	2,519	2,659
现金及现金等价物	5,316	2,547	2,746	3,875	4,542
其他流动资产	1,334	1,061	1,061	1,061	1,061
总流动资产	11,132	7,648	8,127	9,163	9,982
固定资产	11,532	12,193	12,070	12,595	13,276
无形资产	23.82	17.34	14.01	10.68	7.34
其他长期资产	1,958	2,090	2,175	2,301	2,465
总长期资产	13,513	14,301	14,260	14,907	15,748
总资产	24,645	21,949	22,387	24,070	25,729
应付账款	5,409	4,500	4,852	4,985	5,299
短期借款	4.89	5.20	24.83	44.83	44.83
其他负债	158.98	54.31	54.31	54.31	54.31
总流动负债	5,573	4,560	4,931	5,084	5,398
长期债务	38.74	26.85	22.02	17.19	12.36
其他长期债务	539.77	423.69	199.81	455.99	229.56
总长期负债	578.51	450.55	221.83	473.18	241.92
股本	212.20	212.20	163.51	163.51	163.51
储备/其他项目	15,870	14,582	11,837	12,949	14,410
股东权益	16,082	14,794	12,000	13,112	14,573
少数股东权益	2,411	2,144	5,234	5,401	5,516
总权益	18,493	16,938	17,234	18,513	20,090

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	4.32	18.09	13.08	8.06	6.13
PB	1.04	0.87	1.07	0.98	0.88
EV EBITDA	1.74	6.91	6.64	4.79	3.74
股息率 (%)	7.75	1.32	2.29	3.72	4.89
自由现金流收益率 (%)	16.78	0.32	11.13	11.04	12.49

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	6,128	1,869	2,352	3,111	3,773
融资成本	15.30	1.66	42.12	64.94	59.43
营运资本变动	1,023	(369.94)	66.09	221.43	157.02
税费	(948.94)	(42.09)	(206.12)	(288.21)	(361.68)
其他	(1,135)	(82.81)	(292.88)	162.16	(316.18)
经营活动现金流	5,083	1,376	1,961	3,271	3,312
CAPEX	(4,048)	(1,415)	(780.00)	(1,620)	(1,960)
其他投资活动	1,142	(1,219)	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(2,906)	(2,634)	(780.00)	(1,620)	(1,960)
债务增加量	(620.62)	(11.58)	20.00	20.00	0.00
权益增加量	(0.14)	0.00	(48.69)	0.00	0.00
派发股息	(1,292)	(168.58)	(293.63)	(476.63)	(626.26)
其他融资活动现金流	(50.24)	(1,330)	(660.01)	(64.94)	(59.43)
融资活动现金流	(1,963)	(1,511)	(982.33)	(521.57)	(685.70)
现金变动	213.44	(2,769)	198.50	1,130	666.38
年初现金	5,103	5,316	2,547	2,746	3,875
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	5,316	2,547	2,746	3,875	4,542

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	26.41	(27.63)	0.17	8.86	7.22
毛利润	24.85	(62.60)	35.26	21.39	15.12
营业利润	17.09	(84.12)	138.28	40.81	24.73
净利润	85.82	(81.64)	38.29	62.32	31.39
EPS	85.95	(76.12)	38.29	62.32	31.39
盈利能力比率 (%)					
毛利率	32.53	16.81	22.70	25.31	27.18
EBITDA	30.60	12.90	16.20	19.68	22.27
净利润率	19.25	4.88	6.74	10.05	12.32
ROE	26.40	4.58	7.31	12.65	15.08
ROA	16.67	3.04	4.42	6.84	8.38
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(32.78)	(17.00)	(22.49)	(29.08)	(30.77)
流动比率	2.00	1.68	1.65	1.80	1.85
速动比率	1.74	1.34	1.33	1.47	1.53

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.87	0.62	0.65	0.68	0.68
应收账款周转天数	51.50	68.72	65.00	60.00	55.00
应付账款周转天数	134.18	147.94	150.00	150.00	150.00
存货周转天数	39.66	44.61	50.00	50.00	50.00
现金转换周期	(43.02)	(34.60)	(35.00)	(40.00)	(45.00)

每股指标 (人民币)

EPS	1.71	0.41	0.56	0.92	1.20
每股净资产	7.14	8.54	6.93	7.57	8.41

正文目录

投资要点	4
供需共振下制冷剂景气向上，公司生产配额国内领先	4
含氟高分子长期需求支撑较好，公司拥有高价原料一体化优势	4
有机硅扩产基本结束，需求端有望受益于出口增长和新增应用场景	4
我们与市场观点不同之处	4
东岳集团是氟硅化工产业的龙头企业	5
制冷剂：24 年以来行业供需共振，支撑景气中长期向上	8
当前主流制冷剂为三代、二代产品	8
三代制冷剂：HFCs 迎来供给约束，价格景气度上行	8
二代制冷剂：进入淘汰尾声，国内配额削减后以企业自用为主	9
三代制冷剂行业供需：24 年以来供需紧平衡或将持续，行业格局向好	10
企业优势：R22 生产配额居国内首位，多个 HFCs 品种配额国内领先	12
含氟高分子：行业供需矛盾仍存，公司具备原料一体化优势	14
含氟高分子是制冷剂分子的下游延伸，公司拥有配套原料优势	14
PTFE：供给增多致行业景气承压，公司具备配套 R22 原料生产能力	14
PVDF：23 年以来行业集中扩产较多，需关注新能源行业复苏	16
有机硅：中国成为全球重要供应来源，需求端稳定增长	17
业务归属控股公司东岳硅材，有机硅价格筑底回稳	17
供给端：国内扩产基本结束，海外产能处于出清趋势	17
需求端：电子电器领域增长较快，建筑等领域需求稳定	19
氯碱：公司生产二氯甲烷自用为主，主要外售 PVC 和烧碱	21
二氯甲烷：自用作为制冷剂原料，外售可用于医药农药中间体合成	21
PVC 和烧碱：价格处于较低位置，需等待下游行业复苏	21
首次覆盖东岳集团，给予“买入”评级	22
风险提示	24

投资要点

东岳集团是国内规模和技术领先的氟硅产业龙头企业，主营业务为制冷剂/含氟高分子/有机硅，其中制冷剂业务在供需共振下将中长期支撑公司盈利中枢，含氟高分子和有机硅行业的扩产周期已接近尾声，价格筑底回稳，终端需求复苏下有望带动行业景气度上行，公司投资价值突出。我们认为：

供需共振下制冷剂景气向上，公司生产配额国内领先

根据蒙特利尔协议和生态环境部文件，中国于 13 年和 24 年分别开始实施二代、三代制冷剂的生产配额制，制冷剂企业迎来长期的供给约束，叠加下游空调、汽车、国内外存量维修等需求市场仍具规模，经过我们测算，24/25 年国内制冷剂供给缺口达 0.4/4.9 万吨，制冷剂景气周期有望持续向上。公司具备国内最大的 R22 配额和领先的 R32/R125 等品种配额，制冷剂业务有望中长期支撑公司盈利中枢。

含氟高分子长期需求支撑较好，公司拥有高价原料一体化优势

公司拥有国内领先的含氟高分子主要品种 PTFE（5.5 万吨/年）、PVDF（2.5 万吨/年）的生产规模，由于 21 年以来行业扩产速度较快，含氟高分子价格已由高位大幅下行。PTFE、PVDF 的下游主要涉及锂电池电极、电子电器等领域，中长期的国内和出口需求支撑较好，且有稳定的增长趋势，当前价格长期底部，有望逐步止跌回升。此外，原料端 R22、R142b 由于制冷剂高景气影响而逐步高企，公司拥有原料端 R22、R142b 自用产能规模优势。

有机硅扩产基本结束，需求端有望受益于出口增长和新增应用场景

公司控股的东岳硅材拥有国内领先的 60 万吨有机硅单体产能。行业自 23 年以来供给持续偏宽松，市场价格长期底部。全球来看，海外产能出清趋势明朗，中国成为有机硅的重要供应来源，23 年国内产能占全球 66%，叠加需求端电子电器等新增应用场景不断增加。当前以东岳为代表的国内有机硅企业报价逐步止跌企稳，终端需求复苏下有望重新推动公司盈利向好。

我们与市场观点不同之处

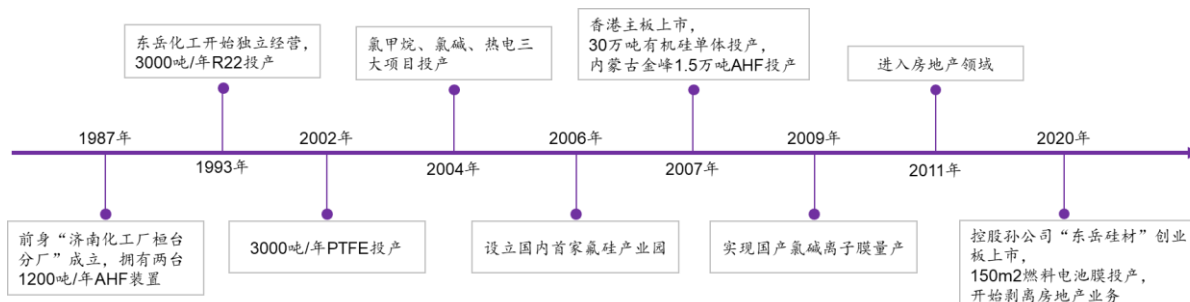
1) 市场担忧公司原控股股东的财务问题将持续影响公司经营战略。我们认为公司在 24 年 3 月已完成与原控股股东新华联的脱钩，股权交接过程中公司创始人张建宏力争保护公司原运营体系，成为新实控人后，原控股股东问题影响已降至较低。截至 2024 年 11 月，公司实控人为董事长张建宏，合计持股比例 15.35%，当前股权架构清晰。

2) 市场担忧公司产能规模较大的二代制冷剂或提前面临淘汰，可能较三代制冷剂的景气周期明显缩短。经过我们测算，用于制冷领域的二代品种 R22 在存量压缩机维修市场规模仍较大，且国内外的二代制冷剂旧设备淘汰周期未至，但生产配额削减速度较快，国内配额的基线比例已由 24 年 50% 削减至 25 年 38%，25 年供给收缩支撑景气向上。此外，公司的二代品种 R22、R142b 产能大部分为自用或外售作为 PTFE、PVDF 原料，国内含氟高分子的生产规模较大，将中长期支撑非制冷领域 R22、R142b 品种的价格。

东岳集团是氟硅化工产业的龙头企业

东岳集团是国内最早进入氟硅化工领域的公司之一。2007 年东岳集团(0189.HK)于香港主板上市，同年公司 30 万吨有机硅单体投产。2009 年公司实现全国产氟碱离子膜的量产，打破旭硝子、科慕等海外企业的技术封锁。2020 年，控股公司东岳硅材(300821.SZ)于创业板上市，并且公司开始剥离房地产建设和销售业务。目前公司拥有“氟、硅、膜、氢能”等化工领域的大规模协同生产能力，持续巩固氟硅全产业链壁垒。

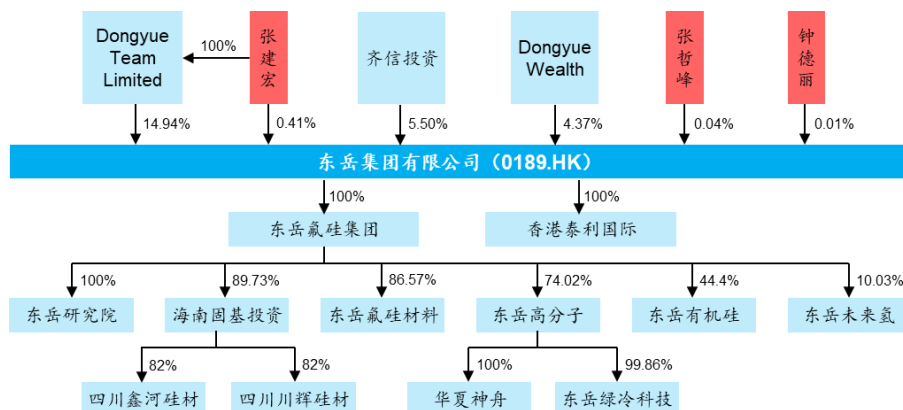
图表1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，华泰研究

公司原控股股东通过股权置换形式退出，当前股权架构清晰。公司原实控企业为新华联控股，于 2022 年 9 月开始进行破产重整，为减少新华联控股的重整对东岳集团日常经营的影响，23 年 10 月东岳集团及公司全资子公司东岳氟硅集团分别与新华联控股下附属公司签署股权回购和股权转让协议，东岳集团回购并注销新华联控股所持 23.12% 股份，子公司东岳氟硅集团向新华联控股转让东岳高分子 23.12%、东岳有机硅 13.35%、东岳未来氢 2.32% 的股份，两次交易对价相等，该对价交易已于 2024 年 3 月实施完毕。截至 2024 年 11 月，公司实控人为董事长张建宏，合计持股比例 15.35%，当前股权架构清晰。

图表2：公司股权结构（截至 2024 年 12 月）



资料来源：公司定期业绩报告和公告，华泰研究

公司拥有较完整的氟、硅化工产品规模化生产能力。集团主营业务包括制冷剂/高分子/有机硅/氟碱等板块。制冷剂业务拥有二代产品 R22、R142b 以及三代产品 R32、R125 等品类。高分子业务包括 PTFE、PVDF 等品种。有机硅业务主要归属上市公司东岳硅材（集团内名称为东岳有机硅），包含 60 万吨有机硅单体以及硅橡胶、硅油、气相白炭黑等深加工产品。氟碱业务包含二氟甲烷、PVC 和烧碱。其他业务方面，公司拥有 AHF、萤石矿产能，为集团产业提供原料自给的生产能力。

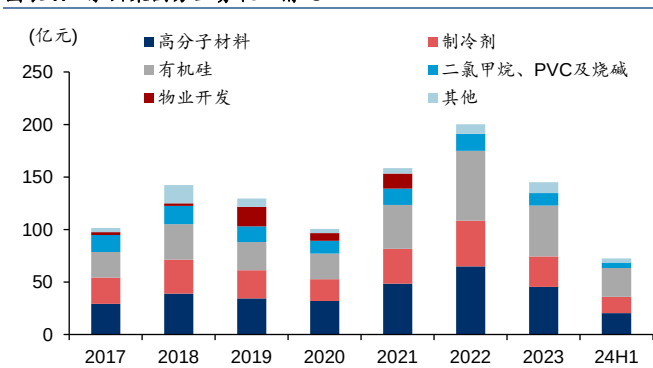
图表3：公司主要产品产能情况（截至 2024 年 12 月）

业务板块	产品	所属公司	产能(万吨/年)	备注
制冷剂	R22	东岳绿冷科技	28	2025 年配额 4.4 万吨
	R142b	东岳绿冷科技	5.8	2025 年配额 677 吨
	R32	东岳绿冷科技	6	2025 年配额 5.6 万吨
	R134a	东岳绿冷科技	2.3	2025 年配额 0.69 万吨
	R125	东岳绿冷科技	6	2025 年配额 1.5 万吨
	R152a	东岳绿冷科技	4.2	2025 年配额 0.73 万吨
高分子	聚四氟乙烯(PTFE)	东岳高分子	5.5	
	六氟丙烯单体(HFP)	东岳高分子	1	
	全氟聚乙丙烯(FEP)	华夏神舟	1	
	聚偏氟乙烯(PVDF)	华夏神舟	2.5	
	氟橡胶(FKM)	华夏神舟	0.9	
有机硅	有机硅单体	东岳有机硅	60	
	下游深加工产品	东岳有机硅	20	
二氯甲烷、PVC 及烧碱	PVC	东岳氟硅材料	12	
	二氯甲烷	东岳氟硅材料	38	
	烧碱(折百)	东岳氟硅材料	28	
其他	无水氢氟酸 AHF	内蒙古东岳金峰	21	
	氟化氢铵	内蒙古东岳金峰	0.8	
	工业硅	海南固基	13	

资料来源：公司公告和年报，华泰研究

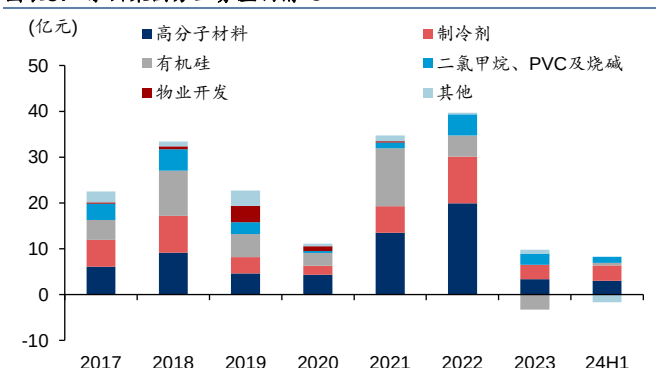
含氟高分子材料、有机硅和制冷剂是公司收入的主要来源。2023 年公司主要产品 PTFE、PVDF、有机硅等因行业供给集中增加且需求增速放缓，价格持续下行，其中有机硅板块承压明显。2024H1 公司制冷剂产品受益于配额制度支撑价格上涨，该板块盈利贡献较大，同时公司完成房地产业务的处置，致其他业务板块亏损。在期间费用率方面，公司不断提高氟硅产业链一体化生产能力，2020 年以来研发费用率保持在 5-6% 左右，同时公司积极降低有息借贷比例，财务费用率已于 2022 年下降至接近 0%。

图表4：东岳集团分业务收入情况



资料来源：公司年报和半年报，华泰研究

图表5：东岳集团分业务溢利情况



资料来源：公司年报和半年报，华泰研究

公司重视股东回报，保持较稳定的股利支付率。管理层坚持稳定、兼具成长性的分红政策，在保持足够的现金储备和满足未来资本需求的前提下，通过分红提升股东价值。2017 年以来公司股利支付率保持在 30% 左右。

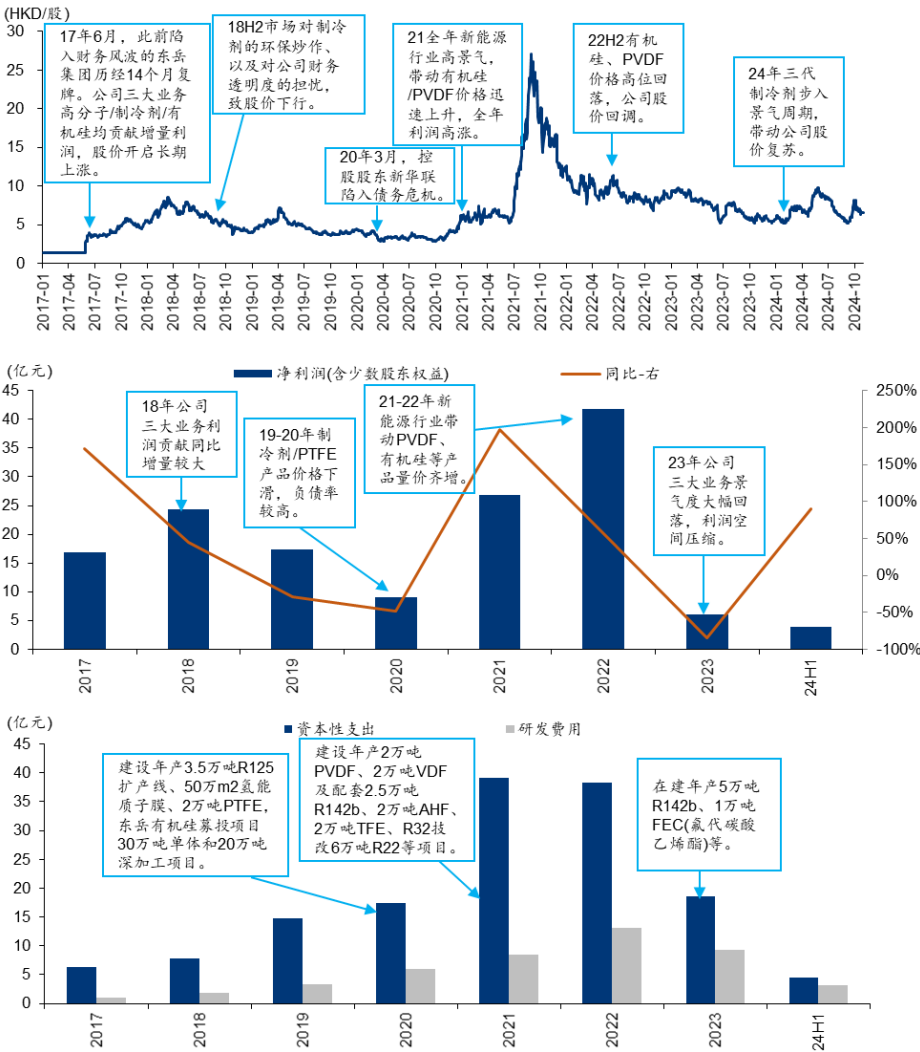
图表6：公司历年分红情况

年度	净利润(万元)	现金分红总额(万元)	股利支付率	每股股利(人民币元)	股息率
2017	160,139.7	51,649.8	32%	0.25	5.49%
2018	212,909.8	64,949.1	31%	0.31	8.66%
2019	146,297.4	44,246.2	30%	0.21	5.32%
2020	77,216.7	24,402.4	32%	0.12	2.28%
2021	207,484.3	65,871.1	32%	0.28	2.80%
2022	385,553.9	123,558.5	32%	0.54	6.98%
2023	70,779.3	15,777.9	22%	0.09	1.77%
平均			30%		4.76%

注：股息率以距业绩期末前最近的交易日收盘价计算，金额按派息公告日的历史汇率换算
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

公司同时拥有规模化的氟化工、有机硅等较高弹性和成长性业务，有望开启新一轮研发增长空间。东岳集团是国内较早起步的氟硅生产企业，长期以替代进口高端氟材料、有机硅产品为目标，具备优秀研发能力，公司于2009年实现全国产氟碱离子膜的量产，系国内首次打破日本可乐丽和美国杜邦的技术垄断。2023年以来氟材料、有机硅出现供需失衡，当前价格和利润已触达底部区域，行业格局有望迎来优化，公司作为龙头将受益。

图表7：东岳集团历史股价复盘



资料来源：Wind，华泰研究

制冷剂：24 年以来行业供需共振，支撑景气中长期向上

当前主流制冷剂为三代、二代产品

目前的主流制冷剂为三代、二代产品。制冷剂已有四代产品，其中：一代为氯氟烃（CFCs），因严重破坏臭氧层，全球已淘汰并禁止；二代为氢氯氟烃（HCFCs），主要品种为 HCFC-22 和 HCFC-142b 等，其消耗臭氧潜能值（ODP）较 CFCs 低，但发达国家也已基本淘汰，国内实行配额制并逐渐减产；三代为氢氟烃（HFCs），主要品种为 HFC-32、HFC-134a、R125 及单质混配剂 R410a 等（注：HCFC 和 HFC 均可简称 R，全文同此处理），HFCs 的 ODP 为 0，是目前主流的制冷剂，但全球变暖潜能值（GWP）较高，部分发达国家已开始削减，国内进入配额期；四代为氢氟烯烃（HFOs），ODP 为 0 且 GWP 较低，但受限于技术和价格等，目前仅部分发达国家推广。

图表8：全球制冷剂主要品种及使用情况

含氟制冷剂	物质类型	代表产品	使用情况
第一代	氯氟烃类(CFCs)	R11、R12、R113、R114、R500	破坏臭氧层，全球范围已淘汰并禁产
第二代	氢氯氟烃(HCFCs)	HCFC-22、HCFC-141b、HCFC-142b、HCFC-123、HCFC-124	ODP 值较 CFC 更低，发达国家已经基本淘汰，我国实行配额制度，逐渐减产
第三代	氢氟烃(HFCs)	HFC-32、HFC-125、HFC-134a、R410a、HFC-152a、HFC-143a	ODP 值为 0，对臭氧层无破坏，在发展中国家逐步替代 HCFCs 产品，但 GWP 值较高，目前部分发达国家已开始削减用量，发展中国家进入配额周期
第四代	氢氟烯烃(HFOs)	HFO-1234yf、HFO-1234ze	ODP 值为 0，同时 GWP 值极低，专利壁垒高，制冷效果和安全性略逊于 HFCs。目前发展趋势和主流产品尚未确定，主要在部分发达国家推广使用

资料来源：永和股份招股说明书，华泰研究

三代制冷剂：HFCs 迎来供给约束，价格景气度上行

三代制冷剂应用于家用空调、车用空调、冰箱等领域。据 CEMAC，目前空调领域主要品种为 R32、R125、R134a 以及 R410a（系 R32 和 R125 约 1:1 混合）等三代制冷剂；车用空调制冷剂领域以 R134a 为主；冰箱制冷和工商制冷也普遍使用 R134a 和 R32 等单质或 R404a 等三代制冷剂。

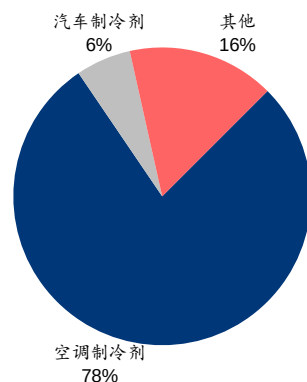
图表9：不同领域的主流制冷剂应用品种

	第一代	第二代	第三代	第四代
空调制冷	R11、R12	R22、R142b	R32、R410a、R134a、R125	R600a（未明确）
车用制冷		R12	R134a	R1234yf、R1234ze
冰箱制冷		R12	R134a	R600a（未明确）
工商制冷	R11、R12	R22、R123	R404a、R32、R134a、R125	R744、R717（未明确）

注：未明确指最终使用类型暂未确定，目前仅部分发达国家尝试使用

资料来源：CEMAC，永和股份招股说明书，华泰研究

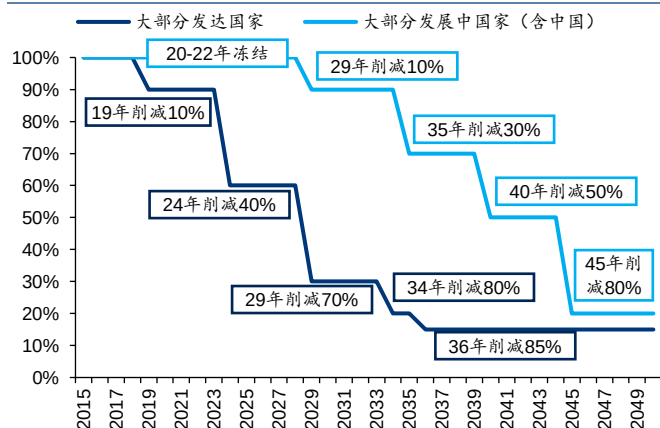
图表10：2023 年国内制冷剂主要应用领域



资料来源：华经产业研究院，华泰研究

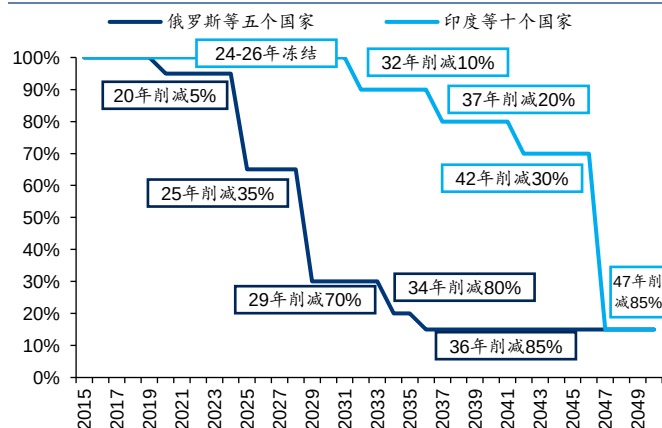
全球三代制冷剂迎来配额制约束，国内生产和使用配额于 22 年底冻结。根据基加利修正案，大部分发达国家 HFCs 生产和使用配额需于 2019 年/2024 年/2029 年/2034 年/2036 年分别完成 10%/40%/70%/80%/85% 的削减，大部分发展中国家（含中国）的 HFCs 配额需于 22 年冻结，并于 2029 年/2035 年/2040 年/2045 年分别完成 10%/30%/50%/80% 的削减，俄罗斯等五个国家、印度等十个国家削减安排略有不同，但亦分别设定了削减安排。我国于 21 年接受《基加利修正案》，国内 HFCs 生产和使用配额于 22 年底冻结，配额基准限制为 20-22 年的平均值。

图表11: 22年底大部分发展中国家(含中国)三代制冷剂配额将冻结



资料来源:《蒙特利尔协定书》,永和股份招股说明书,华泰研究

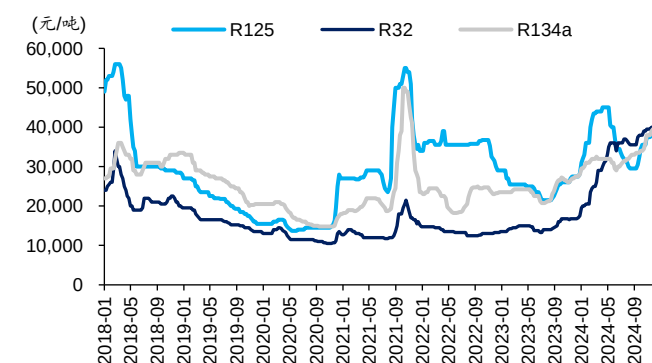
图表12: 俄罗斯、印度等十五个国家三代制冷剂配额削减安排



资料来源:《蒙特利尔协定书》,永和股份招股说明书,华泰研究

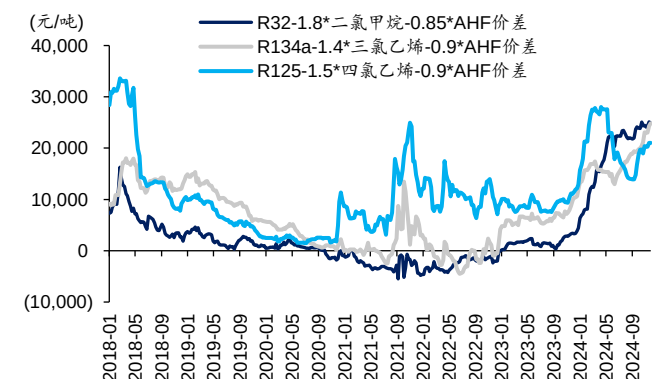
供给配额约束下,三代制冷剂步入景气。22年之前,国内制冷剂企业因争夺配额而大规模扩产,18-22年制冷剂(包含尚未完全淘汰的部分二代制冷剂)供应宽松,价格高位下行。伴随2022年底国内三代制冷剂配额冻结,23-24年国内HFCs供需达到紧平衡,价格和价差大幅上升。由于2025年国内二代制冷剂R22配额将再次大幅削减,叠加存量二代制冷设备维修需求仍在,三代、二代制冷剂盈利均维持高位。

图表13: 主要三代制冷剂价格走势



资料来源:百川盈孚,华泰研究

图表14: 主要三代制冷剂价差情况

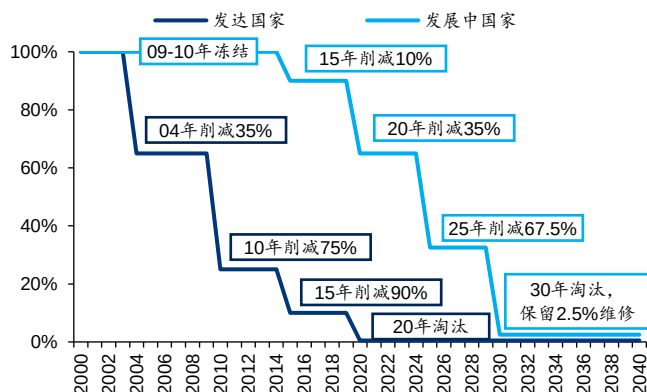


资料来源:百川盈孚,华泰研究

二代制冷剂: 进入淘汰尾声, 国内配额削减后以企业自用为主

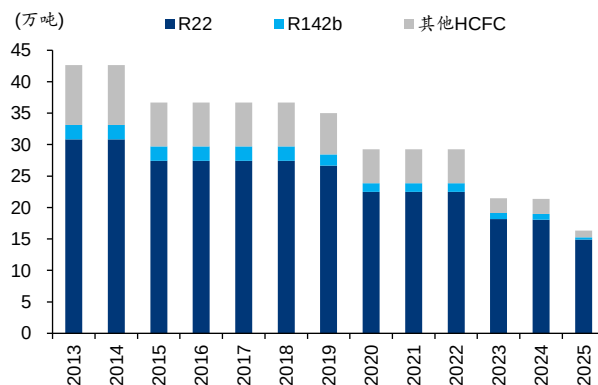
全球加速淘汰二代制冷剂。按照《蒙特利尔协定书》,全球作为制冷剂使用的HCFCs已进入淘汰尾声,发展中国家(含中国)的HCFCs配额需于2015年和2020年分别削减10%和35%,同时2025年将削减67.5%,至2030年基本淘汰,仅保留2.5%用于存量设备的维修。

图表15：全球二代制冷剂已进入淘汰尾声



资料来源：《蒙特利尔协定书》，永和股份招股说明书，华泰研究

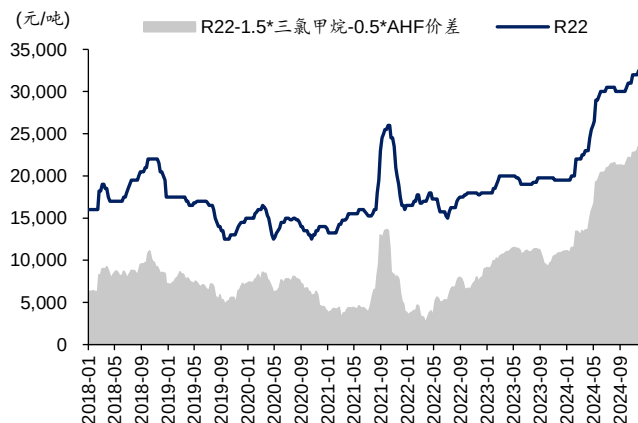
图表16：国内二代制冷剂生产配额逐渐削减



资料来源：生态环境部，华泰研究

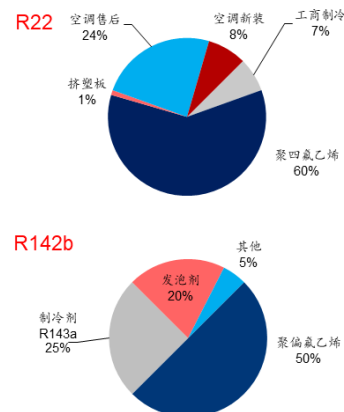
HCFCs 在制冷领域仅用于存量维修，25 年配额进入加速削减阶段。国内方面，生态环境部于 13 年开始每年下发二代制冷剂的配额，其中 23 和 24 年的生产配额削减至 21.48 和 21.35 万吨，为 2013 年基准的 50.38% 和 50.06%。伴随 HCFCs 作为制冷剂使用配额的削减，近年来国内 R22 和 R142b 等品种开始逐渐转为下游含氟材料的原料（作为原料的 HCFCs 扩产不受配额约束），据百川盈孚，2023 年国内 R22 下游消费结构中，用于制冷领域（空调制冷剂+空调售后+冷冻冷藏）的占比仅 39%，其余主要用于 PTFE 和挤塑板等领域，R142b 用于制冷剂领域的占比仅 25%，其余用于 PVDF 和发泡剂等领域。据生态环境部，25 年国内 HCFCs 总配额进一步削减至 16.36 万吨，较 24 年减少 5.0 万吨，HCFCs 配额将进入加速削减阶段。

图表17：二代制冷剂 R22 价格及价差



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表18：国内 R22 和 R142b 消费结构中制冷剂占比已不高（2023 年）

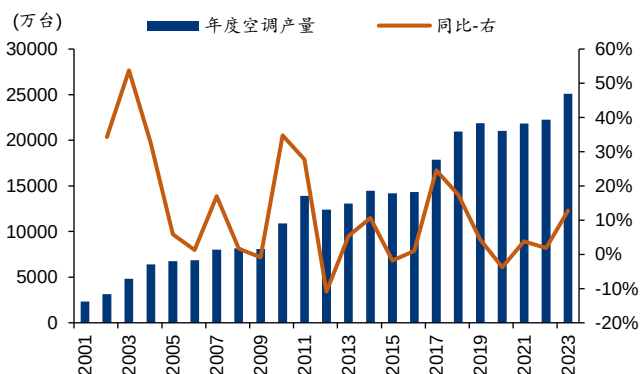


资料来源：百川盈孚，华泰研究

三代制冷剂行业供需：24 年以来供需紧平衡或将持续，行业格局向好

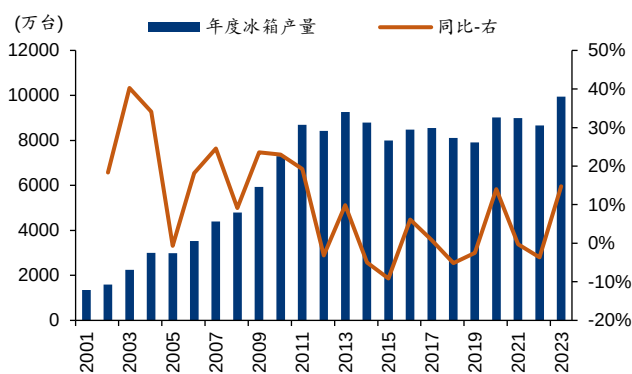
国内制冷剂三大需求领域保持增长。国内方面，制冷剂的三大主要应用领域中：1) 空调领域，2017-2018 年受房地产后周期影响，空调产量出现一轮显著增长，参考永和股份招股说明书，空调维修/换新周期为 6 年，而据国家统计局，23 年国内空调产量 2.51 亿台，同比+13%，当前正处于新一轮维修/换新周期，未来 2-3 年内国内空调产量有望延续增长；2) 冰箱领域，近年国内冰箱产量整体增速放缓，据国家统计局，23 年国内冰箱产量 9942 万台，同比+15%，考虑稳增长政策带动下家电需求复苏，预计未来 2-3 年产量有望保持相对稳定；3) 汽车领域，受益于新能源车产销增长，22 年国内汽车产量同比+3%至 2713 万辆，23 年同比+11%至 3010 万辆，考虑新能源车产销带动等因素，预计未来 2-3 年国内汽车产量亦维持 5%-8% 左右增长态势。

图表19：国内空调产量及增速



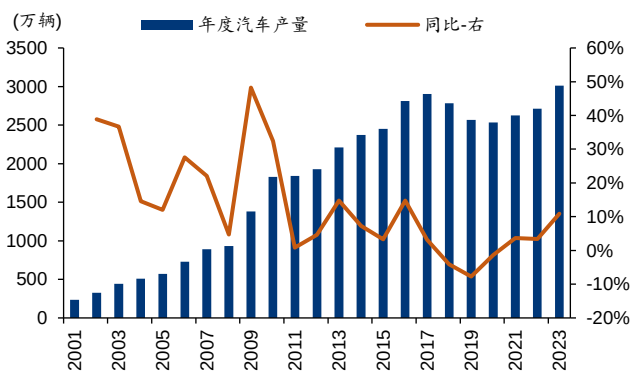
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表20：国内冰箱产量及增速



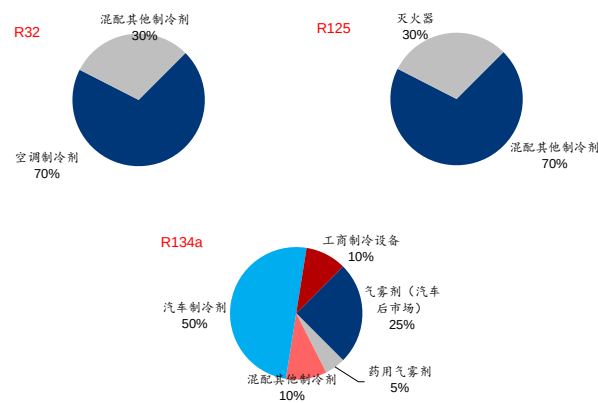
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表21：国内汽车产量及增速



资料来源：国家统计局，华泰研究

图表22：主流三代制冷剂下游以制冷剂为主（2023年）



资料来源：百川盈孚，华泰研究

据我们测算，因 22 年之前制冷剂供给过剩局面较严重，而伴随 2022 年底国内三代制冷剂配额冻结，23-24 年国内 HFCs 供需达到紧平衡，同时由于 2025 年国内二代制冷剂 R22 配额将再次大幅削减，2025 年制冷剂供给或出现缺口。经过我们测算，2024/2025 年国内制冷剂供给缺口达到 0.4/4.9 万吨，主要假设包括：

- 需求端：**空调领域，19-23 年产量 CAGR 约 3%，考虑大型家电换新需求有所增加，我们预计 24-25 年增速分别为 10%、3%，参考三美股份招股书，空调年维修率因空调保有量增加而上升，预计在 20-30% 左右；冰箱领域，考虑 21 年农村/城镇冰箱保有量均已达到 100 台/百户以上，19-23 年产量 CAGR 约 5%，冰箱增速有所放缓，预计 24-25 年增速 5%、2%；汽车领域，在新能源车带动下我们预计 22-25 年汽车产量增速维持 5%-8% 左右，参考产业在线数据，维修率为 10% 左右；制冷剂出口方面，考虑印度等新兴市场需求，出口需求保持刚性支撑；
- 供给端：**HFCs 配额 22 年底冻结及企业配额正式下发后，企业产量迎来约束，参考基加利修正案，假设 24-25 年 HFCs 产量保持配额上限。另外，23 年剩余的二代制冷剂配额已削减了 7.8 万吨，而 25 年将再次削减，届时亦将影响制冷剂的总供给。

图表23：2019-2025E 国内制冷剂供需平衡表

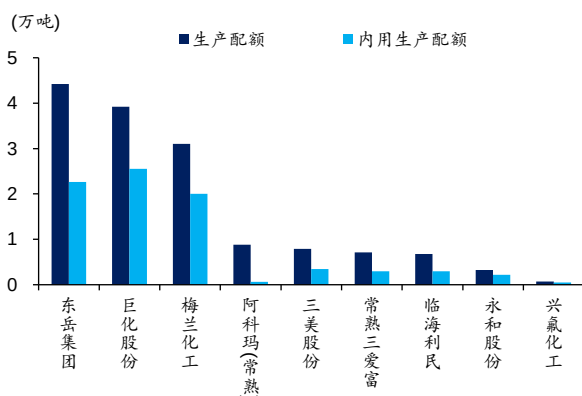
需求端			单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
一、空调	(1) 新产空调	空调产量	万台	21866	21065	21836	22247	24487	26936	27744
		新空调的制冷剂单耗	kg/台	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
		新空调制冷剂需求	万吨	21.9	21.1	21.8	22.2	24.5	26.9	27.7
	(2) 维修空调	农村空调保有量	台/百户	71	74	89	93	96	99	100
		城镇空调保有量	台/百户	148	150	162	163	165	167	168
		农村家庭户数	亿户	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
		城镇家庭户数	亿户	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
		空调保有量	万台	53642	54430	60406	61615	62549	63502	64137
		维修比例	%	20%	21%	22%	23%	24%	26%	27%
		维修台数	万台	10728	11430	13289	14172	15012	16510	17317
		空调维修的制冷剂单耗	kg/台	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
		空调维修制冷剂需求	万吨	8.6	9.1	10.6	11.3	12.0	13.2	13.9
	(3) 空调领域合计	新产+维修的制冷剂需求	万吨	30.4	30.2	32.5	33.6	36.5	40.1	41.6
二、冰箱	(1) 新产冰箱	冰箱产量	万台	7904	9015	8992	8664	9632	10596	10807
		新冰箱的制冷剂单耗	kg/台	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
		新冰箱制冷剂需求	万吨	2.1	2.4	2.4	2.3	2.6	2.8	2.9
	(2) 维修冰箱	农村冰箱保有量	台/百户	99	100	104	105	106	107	108
		城镇冰箱保有量	台/百户	103	103	104	105	106	107	108
		农村家庭户数	亿户	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
		城镇家庭户数	亿户	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
		冰箱保有量	万台	45471	45884	46771	47180	47593	48010	48430
		维修比例	%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%
		维修台数	万台	909	964	1029	1085	1142	1200	1259
		冰箱维修的制冷剂单耗	kg/台	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
		冰箱维修制冷剂需求	万吨	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
	(3) 冰箱领域合计	新产+维修的制冷剂需求	万吨	2.4	2.7	2.7	2.6	2.9	3.1	3.2
三、汽车	(1) 新产汽车	汽车产量	万辆	2553	2463	2608	2702	3016	3107	3169
		新车的制冷剂单耗	kg/辆	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
		新车制冷剂需求	万吨	2.0	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5
	(2) 维修汽车	汽车保有量	万辆	26000	28100	30200	32012	33600	35616	36684
		维修汽车单耗	kg/辆	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
		维修率	%	10%	10%	10%	11%	12%	13%	14%
		维修汽车制冷剂需求	万吨	2.1	2.3	2.5	2.8	3.2	3.7	4.1
	(3) 汽车领域合计	新产+维修的制冷剂需求	万吨	4.1	4.3	4.6	5.0	5.6	6.2	6.6
四、其他领域	其他领域制冷剂需求工商制冷等		万吨	11.0	11.6	12.2	13.0	13.8	14.6	15.5
五、外贸需求	出口需求-HFCs	出口需求	万吨	24.0	22.0	26.0	25.0	21.2	22.0	21.0
	出口需求-R22	出口需求	万吨	9.6	8.0	7.8	9.7	9.4	9.0	8.5
需求合计	需求合计	合计	万吨	81.5	78.7	85.7	88.8	89.4	95.1	96.4
供给端										
三代制冷剂	R32	万吨		19	19	22	25	24	27	28
	R134a	万吨		16	17	19	23	22	22	21
	R125	万吨		11	10	12	13	17	17	17
	其他品种总配额 (24 年之前为产量)		万吨	18	18	20	21	23	12	13
	——制冷剂用途 (24 年后假设占比 80%)		万吨	9	9	10	11	11	10	11
	R22	万吨		27	22	22	22	18	18	15
二代制冷剂	R142b	万吨		1.8	1.4	1.4	1.4	0.9	0.9	0.3
总产量	总产量 (用作制冷剂部分)	万吨		83	79	87	96	93	95	91
供给缺口	产量-需求量	万吨		1.5	0.1	1.5	6.9	3.1	-0.4	-4.9

资料来源：国家统计局，产业在线，百川盈孚，产业信息网，三美股份招股说明书，华泰研究预测

企业优势：R22 生产配额居国内首位，多个 HFCs 品种配额国内领先

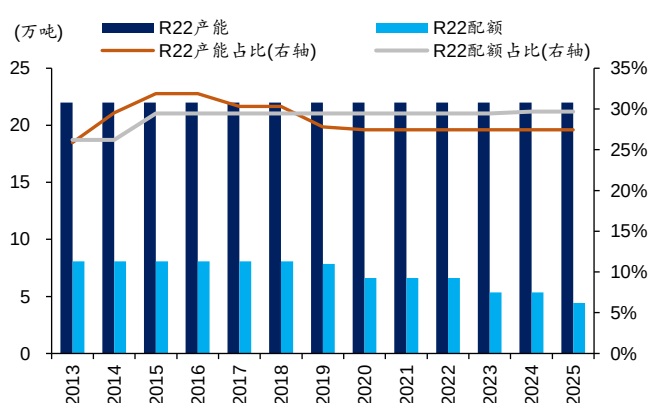
东岳集团 R22 产能和生产配额居国内首位。东岳集团的 R22 年产能 22 万吨，规模系国内最大。国内自 2013 年实施 R22 配额制以来，东岳集团生产配额居国内首位，占比 30% 左右。根据生态环境部，25 年 HCFCs 配额将进入进一步削减阶段，较 13 年基准由 65% 削减至 32.5%，因此 25 年配额同比减少约 5.0 万吨至 16.36 万吨。供给约束下 R22 有望持续景气。

图表24：2025 年 R22 生产配额分布（按企业）



资料来源：生态环境部，华泰研究

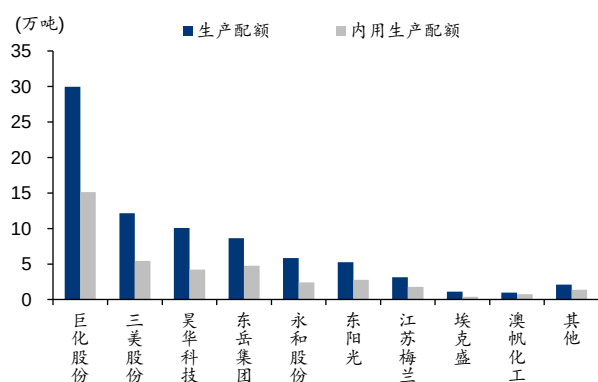
图表25：东岳集团 R22 产能和生产配额及国内占比



资料来源：生态环境部，百川盈孚，华泰研究

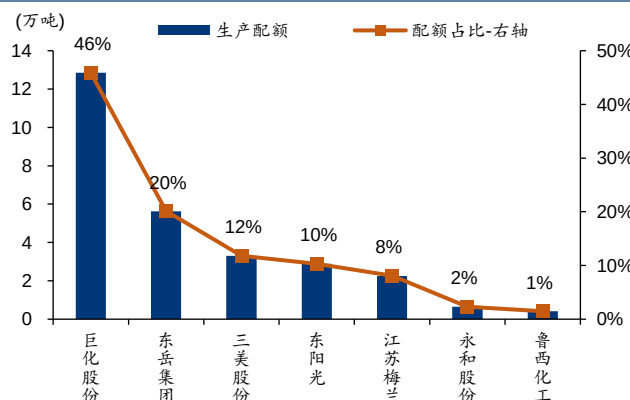
东岳集团 HFCs 产能配额国内领先，有望受益于三代制冷剂景气上行。24 年以来 HFCs 开始实施配额制，且 25 年配额基本延续 24 年趋势，供给约束下价格显著上行。据生态环境部，东岳集团的 HFCs 生产配额位列国内第四，且在 R32、R125、R152a 等品种的配额中居领先地位。公司业绩有望受益于三代制冷剂高景气。

图表26：2025 年三代制冷剂生产配额分布（按企业）



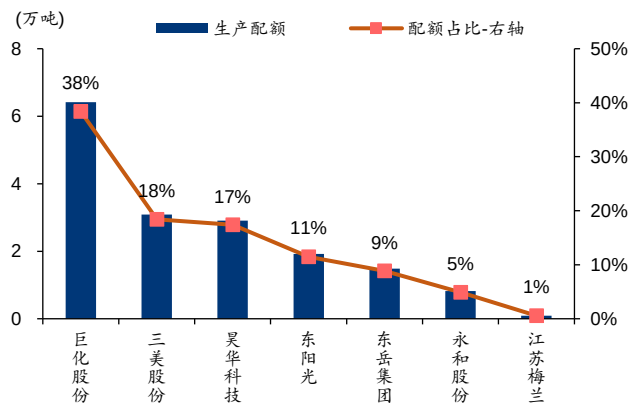
资料来源：生态环境部，华泰研究

图表27：2025 年 R32 生产配额分布（按企业）



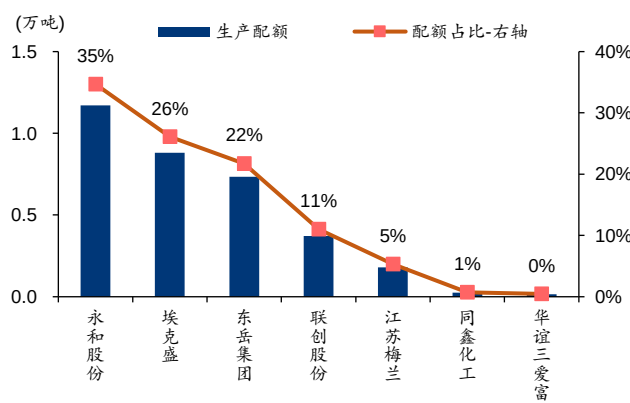
资料来源：生态环境部，华泰研究

图表28：2025 年 R125 生产配额分布（按企业）



资料来源：生态环境部，华泰研究

图表29：2025 年 R152a 生产配额分布（按企业）



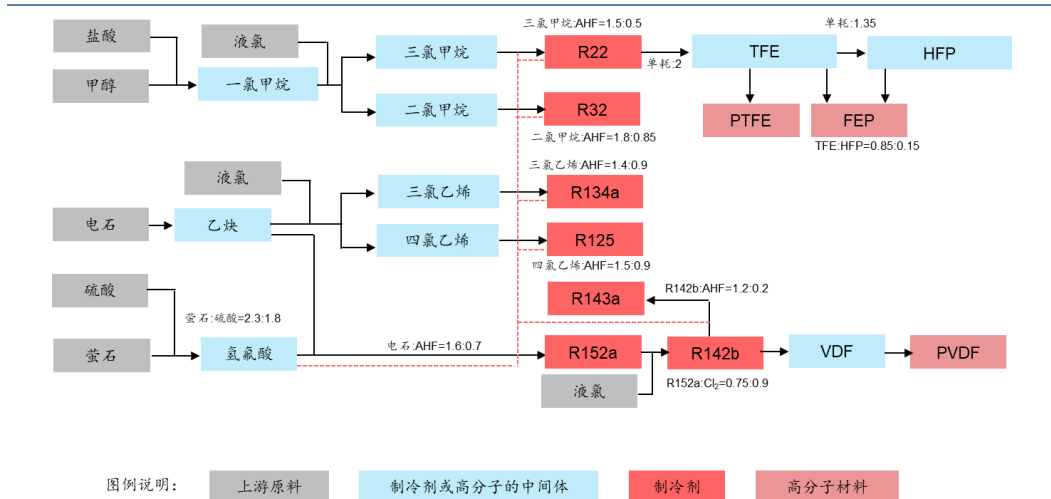
资料来源：生态环境部，华泰研究

含氟高分子：行业供需矛盾仍存，公司具备原料一体化优势

含氟高分子是制冷剂分子的下游延伸，公司拥有配套原料优势

含氟高分子是制冷剂分子的下游延伸，品种丰富。在氟化工产业链中，R22、R142b 等分子除可用于制冷剂外，还可向下延伸生产含氟高分子 PTFE、FEP、PVDF 等，是橡胶工业、涂料工业和电子电器领域的重要材料。

图表30：制冷剂分子和含氟高分子生产简图



资料来源：华泰研究

东岳集团拥有规模化的 PTFE、PVDF 产能，并具备一定程度的原料一体化优势。据公司公告和年报，高分子业务是公司营收和盈利的重要组成部分，东岳集团拥有 PTFE 产能 5.5 万吨/年、PVDF 产能 2.5 万吨/年、FEP 产能 1 万吨/年、氟橡胶产能 0.9 万吨/年。此外，还配套有萤石、无水氢氟酸、除制冷剂用途外的 R22 和 R142b 产能，为含氟高分子提供上游原料一体化的生产优势。

图表31：东岳集团含氟高分子相关产能

产品	产能(万吨/年)	备注
R22	28	2025 年制冷剂用途配额 4.4 万吨
R142b	5.8	2025 年制冷剂用途配额 677 吨
聚四氟乙烯(PTFE)	5.5	
六氟丙烯单体(HFP)	1	
全氟聚丙烯(FEP)	1	
聚偏氟乙烯(PVDF)	2.5	
氟橡胶(FKM)	0.9	
无水氢氟酸 AHF	21	
萤石	3	

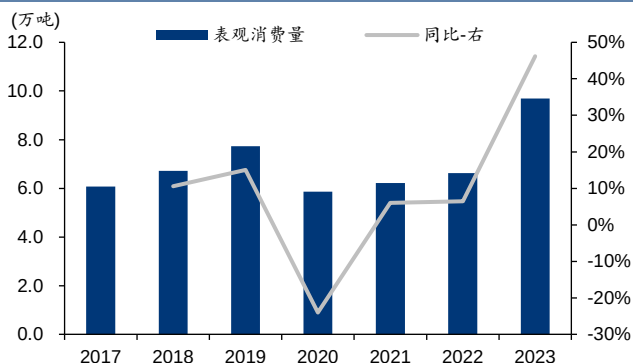
资料来源：公司公告，公司定期业绩报告，华泰研究

PTFE：供给增多致行业景气承压，公司具备配套 R22 原料生产能力

PTFE 是性能优秀的结构型特种塑料。PTFE（聚四氟乙烯）属于特种塑料，拥有优秀的耐腐蚀性、耐高低温性，用于机械领域的漆包线、绝缘套管、电容器，石油化工行业的输气管、蒸汽管、阀门，建筑领域的防火膜结构等。

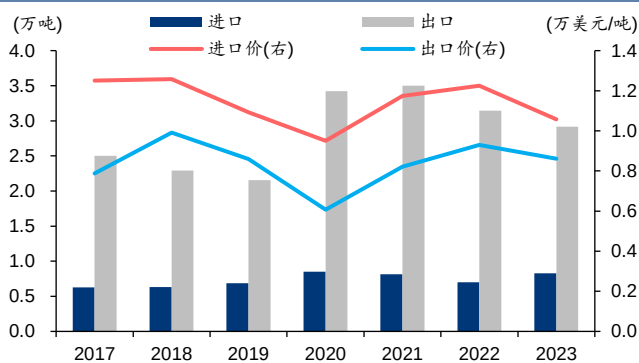
我国 PTFE 行业目前呈现低端产能过剩，高端产品稀缺的局面。据百川盈孚，2023 年国内 PTFE 产能 19.9 万吨，全年产量约 11.8 万吨，开工率不足 60%，表观消费量为 8.9 万吨。在产能过剩背景下低端 PTFE 大量出口，而高端 PTFE 仍需进口，其中 70-80% 进口的 PTFE 为高性能的改性产品，近五年进出口 PTFE 的产品价差在 3000 美元/吨左右。目前海外产能集中在美国杜邦、法国阿科玛、日本大金、旭硝子等企业手中。

图表32：2017-2023 年 PTFE 表观消费量



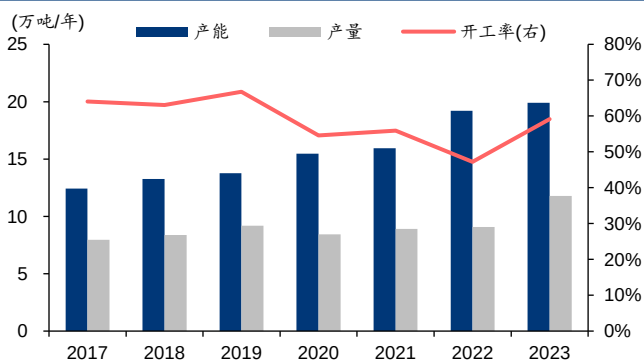
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表33：2017-2023 年 PTFE 进出口情况



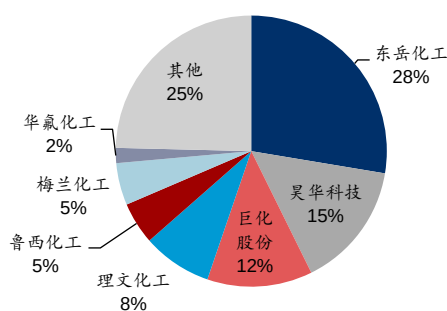
资料来源：百川盈孚，海关总署，华泰研究

图表34：2017-2023 年 PTFE 产能产量情况



资料来源：百川盈孚，华泰研究

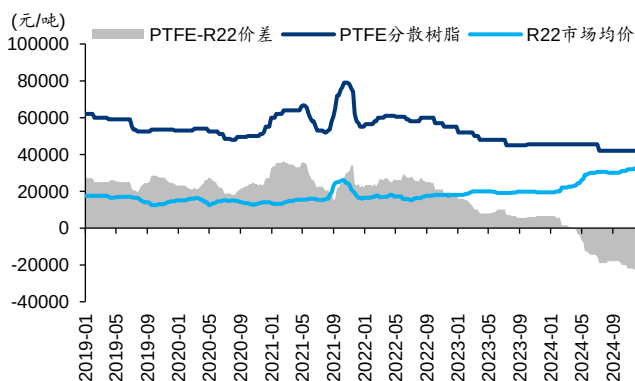
图表35：2023 年国内 PTFE 供给格局



资料来源：百川盈孚，华泰研究

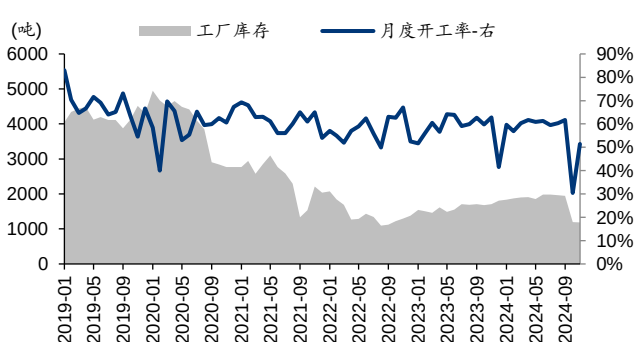
23 年以来 PTFE 景气承压，公司拥有 R22 产能缓解原料高价影响。2023 年以来行业扩产较快，PTFE 价格大幅下降，24 年 PTFE 价格继续维持在 4.5 万元以下低位。原料 R22 方面，受产量配额制约影响，R22 价格自 24 年初上升较快，PTFE-R22 价差收窄为负数。PTFE 供过于求局面仍存，每年 Q4 装置集中检修的降负幅度有所增加，行业景气度偏弱。东岳集团拥有 5.5 万吨/年 PTFE 产能，系国内规模最大，并拥有 28 万吨 R22 产能，按 PTFE：R22=2：1 的物耗计算，公司 PTFE 的 R22 自给率为 100%，一定程度上缓解 R22 高位对毛利的影响。

图表36：PTFE 价格及价差变化



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表37：PTFE 库存及开工变化



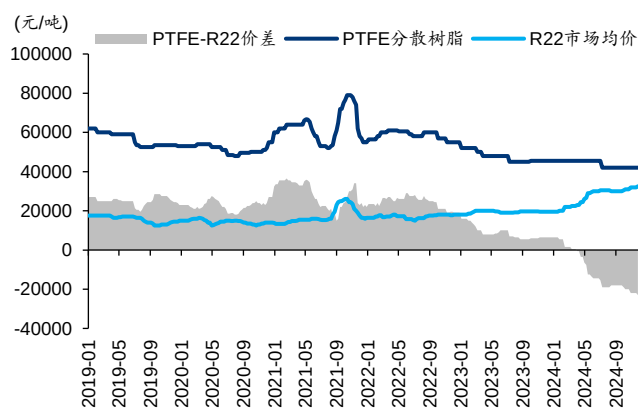
资料来源：百川盈孚，华泰研究

PVDF：23 年以来行业集中扩产较多，需关注新能源行业复苏

PVDF 是用于涂料、锂电领域的通用型涂抹塑料。PVDF（聚偏氟乙烯）属于涂膜塑料，2020 年之前 PVDF 市场以注塑级和涂料级产品为主，低端产能较多。2021 年以来锂电与光伏等新能源领域对 PVDF 需求快速提升。在锂电方面，PVDF 广泛应用于粘结剂、分散剂、电解质、隔膜涂层等功能领域。

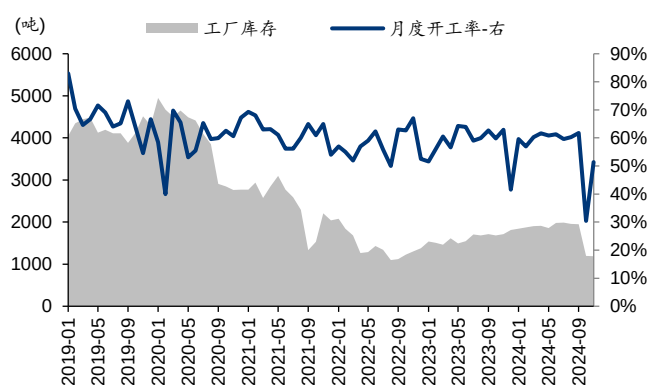
23 年行业集中扩产后价格回落，公司拥有 R142b 产能提高原料自给。2021 年因锂电池等新能源领域的需求大增，锂电池级 PVDF 价格涨至 50 万元/吨，吸引众多企业进入。23 年行业新增产能集中投产，供需失衡逐步显现，单吨价格下跌至 6 万元以下。开工和库存方面，经历 23 年产能集中投放后，PVDF 累库压力凸显，开工率下跌至 70% 以下，目前仍维持高库存位。此外，据百川盈孚统计 25-26 年计划有 15 万吨以上产能投放，供给过剩局面或加剧。东岳集团拥有年产 2.5 万吨 PVDF 和原料端 5.8 万吨 R142b 产能，一定程度上满足原料自给。

图表38：PVDF 价格及价差变化



资料来源：百川盈孚，华泰研究

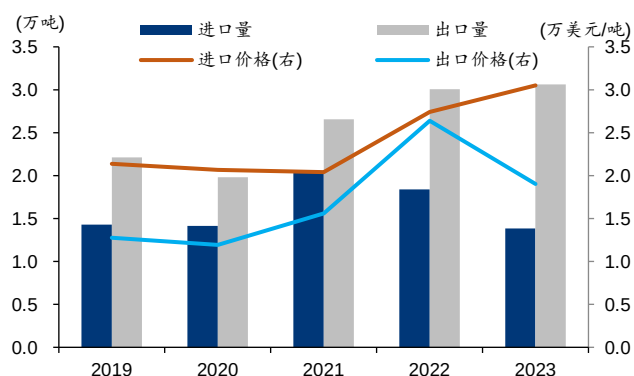
图表39：PVDF 库存及开工变化



资料来源：百川盈孚，华泰研究

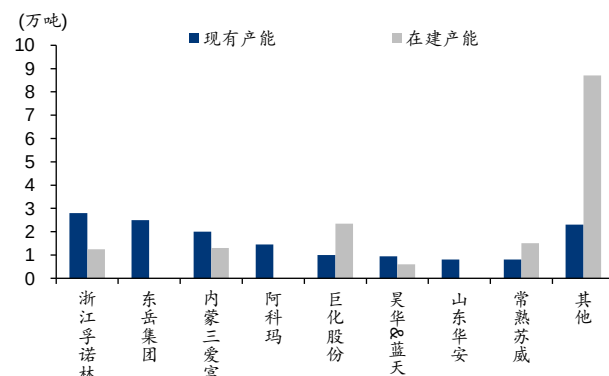
当前 PVDF 供需矛盾较大，需求改善可关注新能源行业复苏。据百川盈孚，2023 年国内 PVDF 产能约 14.6 万吨，其中多家公司已具备锂电级 PVDF 的生产能力，而规划产能超过 15 万吨，短期供需矛盾有所显现，PVDF 景气亦有回落。但伴随下游新能源汽车、光伏储能等行业需求底部复苏，未来供需矛盾有望逐步缓解。

图表40：2019-2023 年 PVDF 进出口情况



资料来源：百川盈孚，海关总署，华泰研究

图表41：2023 年国内 PVDF 现有及在建产能情况



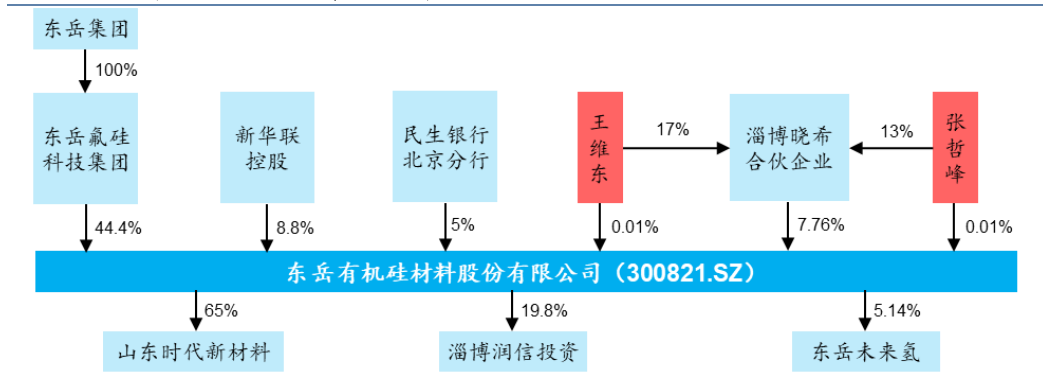
资料来源：百川盈孚，海关总署，华泰研究

有机硅：中国成为全球重要供应来源，需求端稳定增长

业务归属控股公司东岳硅材，有机硅价格筑底回稳

有机硅主要应用于建筑和电子电器领域，该业务归属控股公司东岳硅材。DMC 称为聚硅氧烷或有机硅中间体，下游深加工品包括硅橡胶、硅油、气相白炭黑等。根据 SAGSI，电子电器和建筑是有机硅主要应用领域，23 年合计占比超过 50%。集团下设控股公司东岳有机硅，系集团在创业板分拆上市平台“东岳硅材(300821.SZ)”，持股比例 44.4%。东岳有机硅具备单体产能 60 万吨/年(按 1 吨单体可折算 0.5 吨 DMC, 则 DMC 产能为 30 万吨/年)，并具备 20 万吨深加工品产能，包括 107 胶、110 生胶、硅油、气相白炭黑等。

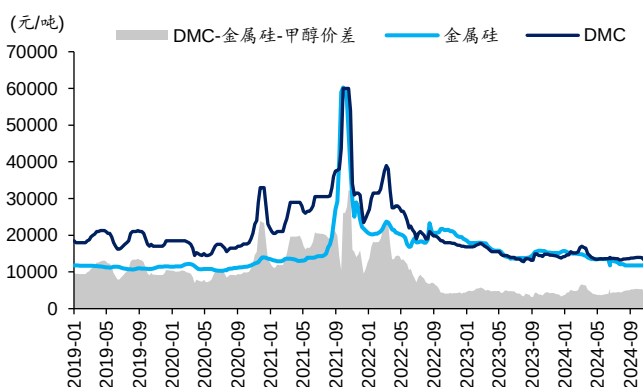
图表42：东岳有机硅股权结构（截至 2024 年 11 月）



资料来源：公司定期业绩报告和公告，华泰研究

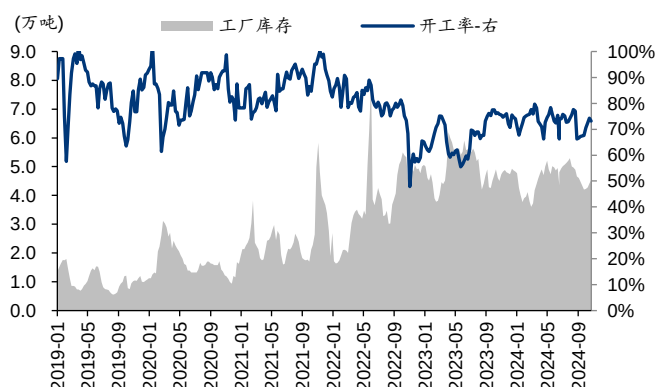
国内扩产较快致有机硅大幅下跌，竞争减弱下价格下行空间已较小。23-24 年国内新产能集中投放，DMC 价格大幅下跌，2024 年初以来，DMC 价格基本保持在 1.5 万元/吨以下，低于许多装置的成本线，累库压力有所增加。当前价格低位下，东岳等国内有机硅企业报价逐步止跌企稳，电子电器和出口等需求复苏下有望推动行业盈利向好。

图表43：有机硅 DMC 价格和价差变化



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表44：有机硅 DMC 库存及开工变化

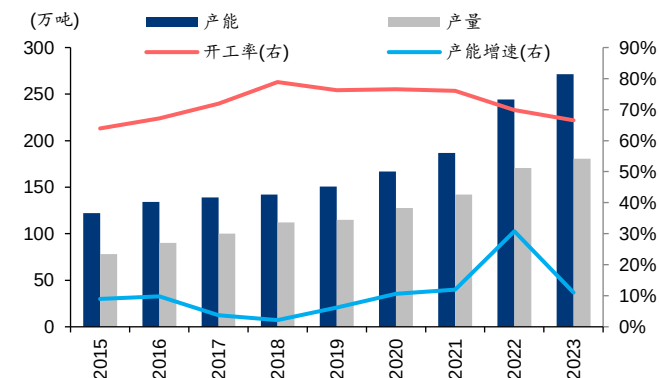


资料来源：百川盈孚，华泰研究

供给端：国内扩产基本结束，海外产能处于出清趋势

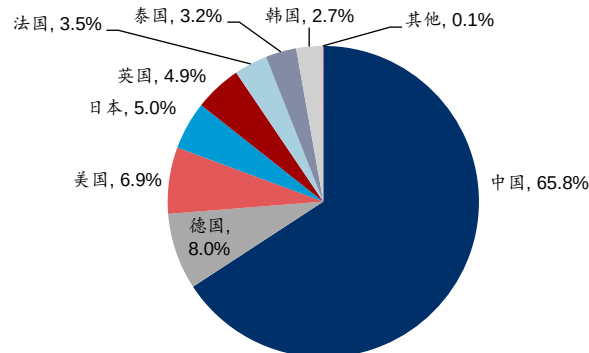
2020 年以来中国 DMC 产能增速较快，已占全球 DMC 供应的重要部分。有机硅产能通常按照单体或聚硅氧烷 (DMC) 计算，1 吨单体产能可折合约 0.5 吨 DMC 产能。据百川盈孚，2015 年我国 DMC 产能在 120 万吨左右，2020 年开始我国 DMC 产能年增速超过 10%，合盛硅业、东岳有机硅是我国产能扩张的重要来源，截至 24 年 11 月，我国有机硅 DMC 产能达到 336 万吨/年左右，占全球比例 65% 以上，成为全球 DMC 供应的重要部分。

图表45：2015-2023 年中国有机硅 DMC 产能产量变化



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表46：2023 年全球有机硅 DMC 产能以中国为主



资料来源：百川盈孚，前瞻产业研究院，华泰研究

东岳有机硅产能规模居行业前列，国内扩产周期临近结束。东岳有机硅于 2020 年开始的募投项目“30 万吨/年有机硅单体和 20 万吨/年下游深加工品项目”已于 2022 年顺利结项，至此东岳拥有 60 万吨/年单体产能，折合约 30 万吨/年 DMC 产能。据百川盈孚和国内各公司公告，东岳 DMC 产能居全国前三。20-24 年包括合盛硅业、东岳有机硅、蓝星星火（埃肯）、鲁西化工在内的企业扩产临近结束。企业停扩下国内 DMC 供给格局有望保持稳定。

图表47：中国企业有机硅 DMC 扩产临近结束

企业	DMC 有效产能(万吨/年)	近期新增/在建产能
合盛硅业	88	
江西蓝星星火	35	24 年 5 月已投产 10 万吨
东岳有机硅	30	
兴发集团-湖北兴瑞	30	24 年 7 月已投产 10 万吨
新安有机硅	27	
鲁西化工	23.25	24 年 8 月已投产 20 万吨
三友硅业	20	24 年 4 月已投产 10 万吨
陶氏有机硅(张家港)	20	
云南能投	15	
浙江中天东方	13.5	24 年 8 月已投产 7.5 万吨
浙江恒业成(内蒙古)	12.5	
恒星科技(内蒙古)	10	预计 24 年 12 月投产 10 万吨，已延期

注：统计时间截至 2024 年 11 月

资料来源：百川盈孚，相关公司公告，华泰研究

海外企业的单体产能开始退出，新增产能主要集中在国内基地。海外企业主要有陶氏、埃肯、瓦克、信越、迈图等，近年来由于环保压力，海外企业单体装置呈现清退趋势。据美国化工媒体 C&EN，由于成本压力，迈图在 2021 年关闭了位于美国 Waterford 的 22 万吨/年单体装置。据中国氟硅工业协会 CAFSI 统计，海外主要有有机硅企业加快布局中国境内的生产基地，例如 2017 年江西蓝星和法国埃肯合并有机硅事业部，24 年 5 月江西蓝星已新扩产 10 万吨/年 DMC 产能。与此同时，我国成为全球有机硅单体/DMC 的重要供应来源，合盛硅业在 23 年扩产完成后拥有 173 万吨/年单体产能，超越陶氏成为全球第一，东岳硅材在 22 年完成募投项目后拥有 60 万吨/年单体产能，规模进入全球前五。随着海外产能清退，国内企业的单体产能或将补充供应缺口。

图表48：海外企业有机硅 DMC 产能布局

企业简称	装置地址	折合 DMC 产能(万吨/年)*
陶氏 (美国)	美国 Carrolton	20
	英国 Barry	20
	陶氏 (张家港)	15.3
	合计	55.3
埃肯 (法国)	法国 Roussillon	10
	江西蓝星星火	35
	合计	45
瓦克 (德国)	德国 Nunchritz	13
	德国 Burghausen	10
	陶氏 (张家港)	4.7
	合计	27.7
信越 (日本)	日本群馬县	21
	泰国 MapTaPhut	7
	合计	28
迈图 (美国)	韩国 Seosan (KCC)	7.8
	日本 Ota GummaPrefecture	4
	新安迈图 (浙江建德)	2.2
	合计	14

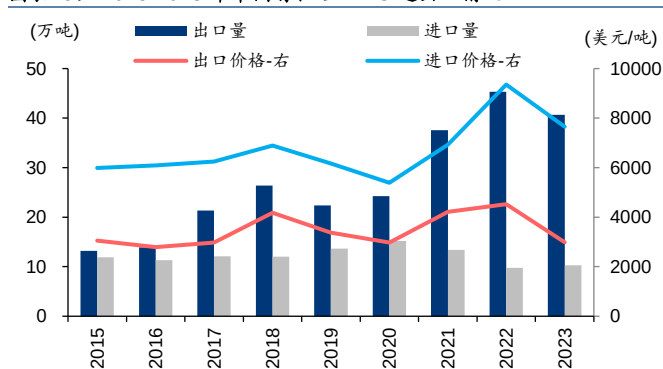
*1 吨单体产能可折合为 0.5 吨 DMC 产能

注：统计时间截至 2024 年 11 月，中外合资企业按权益产能计算

资料来源：CAFSI，相关公司公告，华泰研究

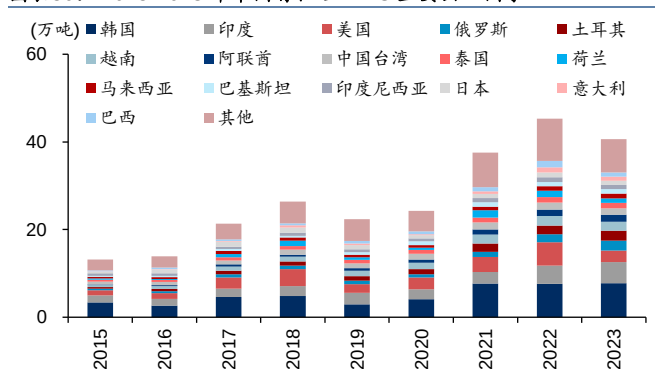
中国有机硅 DMC 出口数量持续提升。据海关总署，24 年 1-9 月 DMC 出口量达到 41.06 万吨，超过 23 年全年水平，系韩国本土成熟的电子电器制造行业对有机硅需求维持高位，美国的 DMC 装置受人工、环保成本而迫于出清，印度的电子、建筑领域对有机硅需求逐步提升。我国 DMC 进口量自 20 年以来逐年下降，国内企业正加速实现高端产品的国产替代。

图表49：2015-2023 年中国有机硅 DMC 进出口情况



资料来源：百川盈孚，海关总署，华泰研究

图表50：2015-2023 年中国有机硅 DMC 主要出口国家

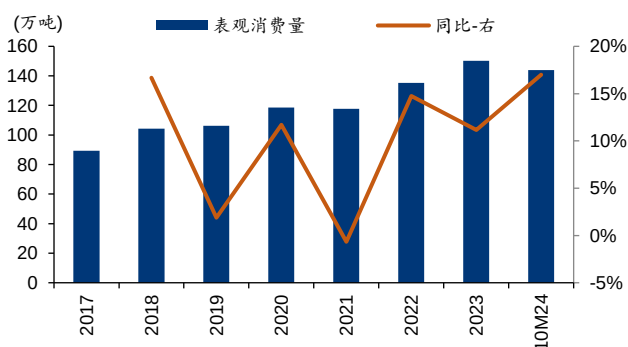


资料来源：海关总署，华泰研究

需求端：电子电器领域增长较快，建筑等领域需求稳定

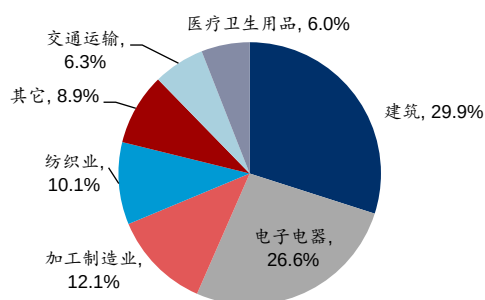
有机硅下游需求增量空间仍较大，下游以建筑、电子电器为主。据百川盈孚，国内 DMC 消费量自 22 年以来保持高速增长，主要原因系光伏、锂电新能源领域需求增量较大。根据百川盈孚和 SAGSI，23 年 DMC 下游消费结构以建筑(29.9%)、电子电器(26.6%)、加工制造业和纺织业助剂(合计 22.2%)为主。近年来建筑领域的需求有所减弱，未来有望受益于地产基建新政持续落地而底部复苏。

图表51: 2017-10M24 国内有机硅 DMC 消费量



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

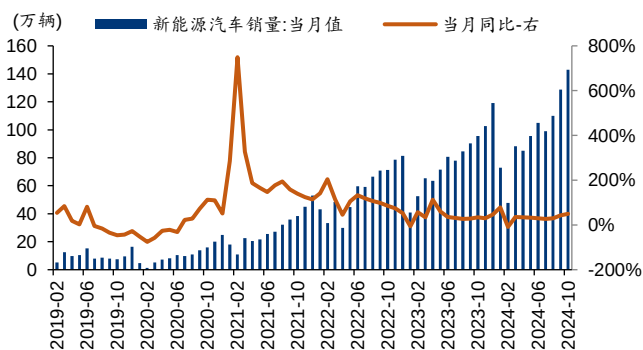
图表52: 2023 年有机硅产品下游消费结构



资料来源: 百川盈孚, SAGSI, 华泰研究

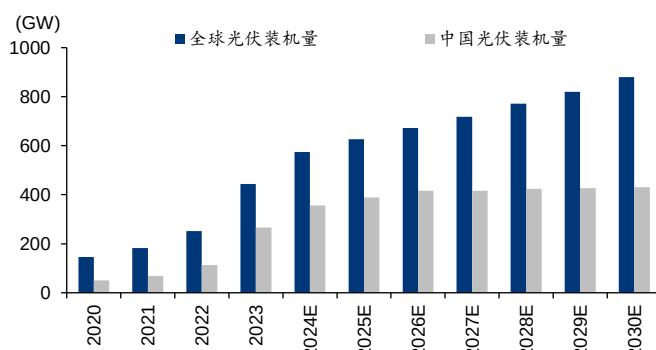
有机硅产品在电子电器领域不断新增应用场景, 看好下游增量需求空间。硅橡胶用于动力电池灌封胶、光伏组件上的灌封/粘接材料等。据百川盈孚, 电子电器领域占 2023 年有机硅下游消费结构的 26.6%。据中汽协, 中国新能源车销量自 21 年以来保持同比高增, 24 年前三季度, 销量当月同比基本达 30% 以上。据 Bloomberg, 23 年全球光伏装机量同比增长 76%, 且中国装机量占全球约 60%, 而在 24-30 年的预测数据中, 尽管中国装机量接近饱和, 全球装机量同比增速维持在 6-10%, 尤其是西非、美国、中东等地仍有较大增长空间。

图表53: 2019-10M24 中国新能源汽车销量及当月同比



资料来源: Wind, 中汽协, 华泰研究

图表54: 2020-2030E 全球&中国光伏装机量及预测



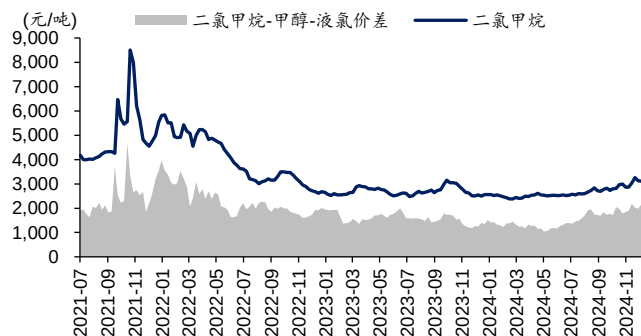
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

氯碱：公司生产二氯甲烷自用为主，主要外售 PVC 和烧碱

二氯甲烷：自用作为制冷剂原料，外售可用于医药农药中间体合成

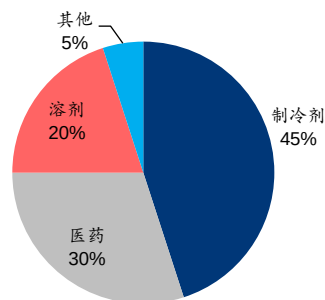
二氯甲烷是一种氯碱装置中的耗氯产品，价格主要跟随下游医药、农药行业变化。据百川盈孚，二氯甲烷下游以生产制冷剂 R32 为主，但由于制冷剂企业多配有氯碱装置，能够实现原料自给，因此企业购买二氯甲烷主要用于医药中间体、合成聚碳酸酯、涂料溶剂等。随着环保政策趋严，二氯甲烷作为低挥发性有机物 VODs 在涂料领域的应用有所下降，但医药、农药中间体的需求保持刚性，伴随 24H2 部分农药品种、原料药市场复苏，带动二氯甲烷价格及价差小幅上行。

图表55：二氯甲烷价格及价差变化



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表56：2023 年二氯甲烷下游消费结构

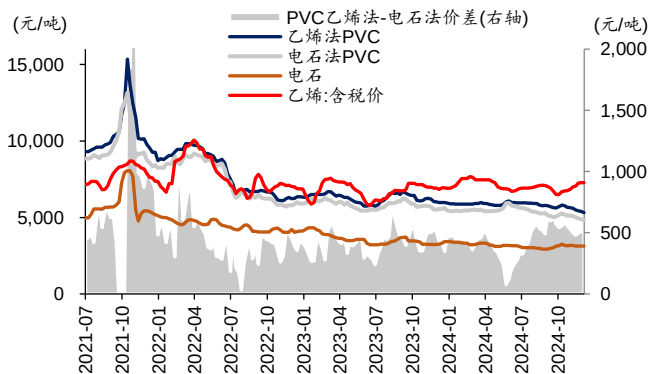


资料来源：百川盈孚，华泰研究

PVC 和烧碱：价格处于较低位置，需等待下游行业复苏

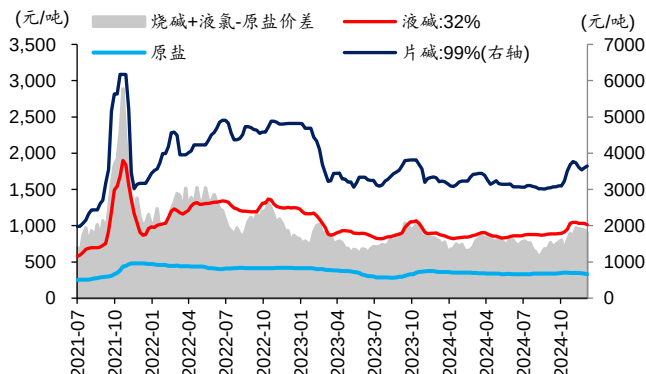
因地产行业需求不佳，PVC 价格价差持续走低。据百川盈孚，自 22H2 以来 PVC 价格价差持续走低，主因系地产行业景气度高位下行，房屋新开工和施工增速放缓，PVC 出货量下降。PVC 下游中管材和型材占比较多，周期拐点需等待地产行业复苏。

图表57：PVC 价格变化



资料来源：百川盈孚，钢联数据，华泰研究

图表58：烧碱价格及价差变化



资料来源：百川盈孚，钢联数据，华泰研究

烧碱下游为氧化铝、粘胶纤维、造纸等领域，需求量保持相对刚性。氧化铝是烧碱下游最大的消费领域，此外还有石油化工、粘胶纤维、印染、造纸等，均为国民经济的重要部分，下游需求量保持相对刚性。据百川盈孚，氧化铝库存在 24 年 5 月后经历了较大幅度的去库，供应由宽松转入偏紧，推动行业开工持续上涨，进而推涨烧碱需求。烧碱价格在 24 年 10 月以来大幅上行，行业库存去化效果明显。受益于海外进口氧化铝数量持续收缩，叠加电力行业、汽车行业等铝材需求端复苏，国内氧化铝行业高景气有望维持，支撑烧碱行业盈利改善。

首次覆盖东岳集团，给予“买入”评级

(一) 销量假设

- 1) 制冷剂：**公司拥有的二代/三代制冷剂已于 13 年/24 年开始实施生产配额制，因此公司制冷剂销售均按照满配额进行。尽管二代制冷剂配额在 26 年后继续削减，但公司具备一定规模的非制冷剂外售，有望支撑销量，预计 24-26 年二代制冷剂销量 6.50/7.10/7.40 万吨，同比-9%/+9%/+4%；根据蒙特利尔协议，我们认为公司的三代制冷剂配额基本保持稳定，预计 24-26 年三代制冷剂销量 7.29/7.39/7.29 万吨，同比-3%/+1%/-1%。
- 2) 高分子：**行业在 23-24 年的供应宽松局面致公司销量和开工大幅下降，考虑 PTFE 下游需求稳定，预计 24-26 年 PTFE 销量为 6.15/6.15/6.25 万吨，同比-3%/0%/+2%；PVDF 方面，国内外储能/新能源车需求较好，有望支撑 PVDF 销量增长，预计 24-26 年 PVDF 销量 1.78/1.83/1.88 万吨，同比+8%/+3%/+3%。
- 3) 有机硅：**有机硅需求增速与宏观经济有较好相关性，伴随 24-26 年中国宏观经济温和复苏，有望带动公司有机硅销量稳定增长，我们预计 24-26 年 DMC 相关产品销量 35.3/37.1/39.0 万吨，同比+5%/+5%/+5%。
- 4) 二氯甲烷、PVC 及烧碱：**二氯甲烷以自用为主，外售规模预计在 24-26 年保持基本稳定。PVC 的出口需求较好，预计 24-26 年 PVC 销量 1.60/1.80/2.00 万吨，同比+5%/+13%/+11%；我们认为铝需求支撑下烧碱销量有望小幅增长，预计 24-26 年烧碱销量 25.0/27.0/28.0 万吨，同比-4%/+8%/+4%。

图表59：东岳集团主要产品销量假设（单位：吨）

业务及产品	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
制冷剂						
二代制冷剂	70,598	95,428	71,033	64,974	70,974	74,000
三代制冷剂	56,433	65,939	75,067	72,861	73,899	72,861
高分子						
PTFE	59,846	66,279	63,285	61,500	61,500	62,500
PVDF	8,774	13,384	16,449	17,750	18,250	18,750
其他高分子	11,980	13,762	14,867	16,000	16,500	17,000
有机硅						
DMC 相关产品	143,273	304,369	336,509	353,334	371,001	389,551
其他产品	3,906	5,679	8,926	9,372	9,841	10,333
二氯甲烷、PVC 及烧碱						
PVC	68,502	32,689	15,196	16,000	18,000	20,000
二氯甲烷	95,059	119,062	134,363	110,000	110,000	110,000
烧碱	273,261	266,458	261,407	250,000	270,000	280,000

资料来源：公司公告，华泰研究预测

(二) 单价假设

- 1) 制冷剂：**供需共振下我们认为三代制冷剂价格上行空间充裕，预计 24-26 年三代制冷剂价格 2.53/2.92/3.23 万元/吨，同比+28%/+15%/+11%；25 年二代制冷剂配额大幅削减，由于出口和维修市场仍较大，我们认为上行周期将持续，预计 24-26 年二代制冷剂价格 2.15/2.25/2.35 万元/吨，同比+7%/+5%/+4%。
- 2) 高分子：**23 年以来行业供应端竞争较为激烈，PTFE/PVDF 等品种价格大幅下跌，行业扩产速度已明显放缓，未来伴随下游涂料、锂电领域需求有望复苏，但行业供给端宽松局面或仍存，供需博弈下价格筑底回稳，我们预计 PTFE/PVDF 等价格在 24-26 年将保持相对稳定，预计 24-26 年 PTFE 价格 2.70/2.80/2.85 万元/吨，同比-6%/+4%/+2%，PVDF 价格 6.70/6.75/6.85 万元/吨，同比-31%/+1%/+1%。
- 3) 有机硅：**23-24 年行业供给端新增产能集中释放，致价格下跌明显，行业扩产已基本结束，未来伴随海外产能退出，叠加新能源车、光伏等国内外新增需求，我们预计 24-26 年 DMC 相关产品价格 1.45/1.52/1.59 万元/吨，同比+5%/+5%/+5%。
- 4) 二氯甲烷、PVC 及烧碱：**国内氯碱行业的供应量长期以来较为宽裕，未来伴随地产等终端需求复苏，我们认为 PVC/烧碱价格或将稳中向上，预计 24-26 年 PVC 价格 0.51/0.52/0.52 万元/吨，同比-1%/+1%/+1%，烧碱价格 0.30/0.31/0.32 万元/吨，同比+1%/+3%/+2%。

图表60：东岳集团主要产品单价假设（单位：元/吨）

业务及产品	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
制冷剂						
二代制冷剂	31,179	30,205	20,008	21,500	22,500	23,500
三代制冷剂	21,015	22,378	19,724	25,333	29,167	32,333
高分子						
PTFE	43,287	33,296	28,695	27,000	28,000	28,500
PVDF	155,107	236,457	97,796	67,000	67,500	68,500
其他高分子	74,971	78,000	76,000	75,000	74,500	74,000
有机硅						
DMC 相关产品	28,273	21,392	13,767	14,455	15,178	15,937
其他产品	25,501	29,243	21,501	22,576	23,705	24,890
二氯甲烷、PVC 及烧碱						
PVC	7,942	6,521	5,146	5,100	5,150	5,200
二氯甲烷	3,908	3,415	2,377	2,500	2,500	2,500
烧碱	2,277	3,772	2,981	3,000	3,100	3,150

资料来源：公司公告，华泰研究预测

（三）业务板块毛利率假设

1) 制冷剂：24 年以来三代制冷剂实施配额制，供需共振下行业景气度较好，三代制冷剂价格较 23 年上涨较多，且 25 年二代制冷剂配额进一步削减，价格有望继续上行。我们预计 24-26 年该板块毛利率为 30%/35%/40%，同比+10/+5/+5pct。

2) 高分子：由于行业在 23 年后 PTFE/PVDF 等含氟高分子扩产较多，价格价差处于低位，公司毛利率显著下降。25 年锂电需求有望带动含氟高分子出货量提升，叠加原料 R142b/R22 上涨，公司一体化优势凸显。我们预计 24-26 年该板块毛利率为 25%/26%/26%，同比+1/+1/0pct。

3) 有机硅：行业竞争加剧，23 年板块毛利率明显承压。考虑有机硅竞争局面有所缓解，且内需和出口支撑较好。因此我们预计 24-26 年该板块毛利率为 9%/11%/13%，同比+10/+3/+2pct。

4) 二氯甲烷、PVC 及烧碱：受地产需求偏弱影响，该板块毛利率在 23 年有所下滑。当前地产底部企稳下，我们认为氯碱下行空间较小，未来需求或由电力设备/汽车等支撑，且 24Q4 以来铝需求带动烧碱价格大幅上升，我们预计 24-26 年该板块毛利率为 45%/48%/49%，同比+13/+3/+1pct。

图表61：东岳集团业务板块毛利率假设

业务板块	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
制冷剂	24%	36%	20%	30%	35%	40%
同比		+12pct	-15pct	+10pct	+5pct	+5pct
高分子	33%	38%	24%	25%	26%	26%
同比		+6pct	-15pct	+1pct	+1pct	+0pct
有机硅	36%	21%	-1%	9%	11%	13%
同比		-16pct	-22pct	+10pct	+3pct	+2pct
二氯甲烷、PVC 及烧碱	38%	44%	32%	45%	48%	49%
同比		+6pct	-12pct	+13pct	+3pct	+1pct

资料来源：公司公告，华泰研究预测

（四）期间费用率假设

销售费用率和管理费用率方面，公司主营业务已拥有较稳定的市场规模和供需关系，我们预计 24-26 年销售费用率和管理费用率均保持相对稳定，分别为 3.47%和 4.47%。**净利息费用率方面，**公司近年来积极去杠杆，负债规模已较小，我们预计 24-26 年净利息费用率为 0.29%/0.41%/0.35%。**研发费用率方面，**我们预计公司未来三年将继续维持相同比例的研发开支，预计 24-26 年研发费用率均为 6.45%。

图表62：东岳集团盈利预测（单位：百万元）

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	15844.0	20028.0	14493.3	14518.2	15804.5	16944.9
同比		26.4%	-27.6%	0.2%	8.9%	7.2%
制冷剂	3387.1	4358.0	2901.8	3242.7	3752.3	4094.8
同比		28.7%	-33.4%	11.7%	15.7%	9.1%
高分子	4849.6	6445.0	4554.5	4049.8	4183.1	4323.6
同比		32.9%	-29.3%	-11.1%	3.3%	3.4%
有机硅	4150.4	6677.1	4824.6	5319.2	5864.4	6465.5
同比		60.9%	-27.7%	10.3%	10.3%	10.3%
二氯甲烷、PVC 及烧碱	1537.7	1624.8	1176.8	1106.6	1204.7	1261.0
同比		5.7%	-27.6%	-6.0%	8.9%	4.7%
期间费用率						
销售费用率	2.12%	2.49%	3.47%	3.47%	3.47%	3.47%
管理费用率	5.76%	4.96%	4.47%	4.47%	4.47%	4.47%
净利息费用率	0.52%	0.08%	0.01%	0.29%	0.41%	0.35%
研发费用率	5.29%	6.54%	6.45%	6.45%	6.45%	6.45%
净利润	2074.9	3855.5	707.8	978.8	1588.8	2087.5
同比		85.8%	-81.6%	38.3%	62.3%	31.4%
EPS (元)	0.92	1.71	0.41	0.56	0.92	1.20

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们预计公司 24-26 年净利润为 9.79/15.89/20.88 亿元，同比增速+38%/+62%/+31%，对应 EPS 0.56/0.92/1.20 元/股。考虑制冷剂、有机硅等主营业务比重的相似性，选取巨化股份、三美股份、鲁西化工、三友化工作为可比公司。参考可比公司 25 年 Wind 一致预期平均 16xPE，考虑到公司制冷剂业务占比较小，且港股较 A 股存在折价因素，给予东岳集团 25 年 10xPE，目标价 HKD 9.89（按港币:人民币=0.93 计），首次覆盖给予“买入”评级。

图表63：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	EPS (元)			P/E (x)		
		12 月 30 日	12 月 30 日	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
巨化股份	600160 CH	23.87	644	0.77	1.19	1.53	31	20	16
三美股份	603379 CH	38.83	237	1.31	1.88	2.34	30	21	17
鲁西化工	000830 CH	11.89	227	1.03	1.22	1.41	12	10	8
三友化工	600409 CH	5.56	115	0.33	0.42	0.52	17	13	11
平均							22	16	13
东岳集团	0189.HK	7.99	138	0.56	0.92	1.20	13	8	6

注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究预测

风险提示

制冷剂行业政策变化：

由于全球各国对于制冷剂的政策亦存在差异，如果未来制冷剂行业新增产能限制和配额约束等政策发生较大变化，以及三代、二代制冷剂供给收缩进度不及预期等，将可能显著影响行业的供需格局及景气变化趋势，进而影响公司及制冷剂行业企业的盈利水平。

氟硅行业竞争加剧：

23 年以来国内含氟高分子、有机硅的供应端扩产较多，导致主要品种价格下跌幅度较大。当前行业扩产速度已放缓，整体生产处于微盈利水平，价格筑底回稳。若行业再次出现大规模以价换量、抢占市场的行为，可能会对公司相关板块盈利产生不利影响。

下游需求不及预期：

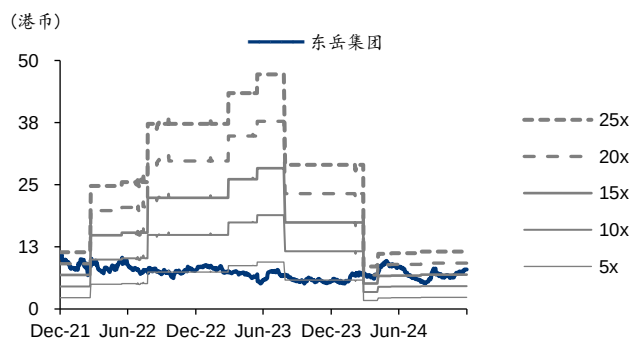
公司的大部分高分子、有机硅产品均有主要的需求影响因素，例如 PVDF 价格与锂电和涂料需求相关，硅橡胶/硅油需求量与多个宏观经济景气度相关。若相关下游领域需求复苏或增长不及预期，可能会对公司相关板块盈利产生不利影响。

图表64: 报告提及公司列表

公司	代码	公司	代码	公司	代码	公司	代码
东岳硅材	300821 CH	阿科玛	未上市	山东华氟	未上市	云南能投	002053 CH
可乐丽	3405 JP	临海利民	未上市	同鑫化工	未上市	陶氏	DOW US
杜邦	DD US	兴氟化工	未上市	理文化工	未上市	中天东方	未上市
永和股份	605020 CH	三爱富	600636 CH	合盛硅业	603260 CH	浙江恒业成	未上市
巨化股份	600160 CH	东阳光	600673 CH	蓝星星火	未上市	埃肯	ELK FR
梅兰化工	未上市	联创股份	300343 CH	兴发集团	600141 CH	瓦克	WCHG GE
三美股份	603379 CH	鲁西化工	000830 CH	新安股份	600596 CH	信越化工	4063 JP
科慕	CC US	昊华科技	600378 CH	三友化工	600409 CH	迈图	MPMH US

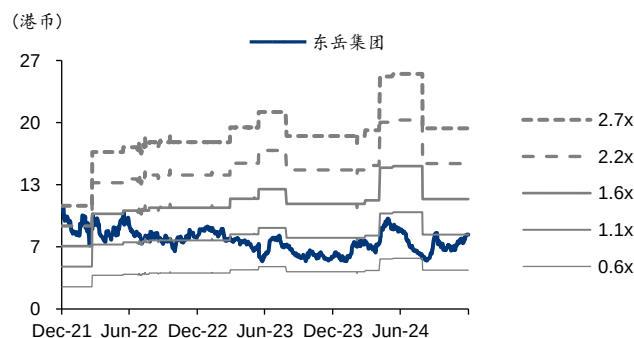
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表65: 东岳集团 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表66: 东岳集团 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲、张雄，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲、张雄本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司