

造訪公司報告

2017 年 7 月 20 日

研究部主管

張健民, CFA

ivan.cheung@sinopac.com

(852) 3609 6868

研究員

李文傑

mkli@sinopac.com

(852) 3609 6381

伍其峰

研究員

dkfng@sinopac.com

(852) 3609 6253

東岳集團有限公司(189.HK)

業務背景

- 1987 年成立，總部位於山東桓台，2007 年 12 月在香港聯交所上市。集團是氟硅材料生產行業之中的龍頭企業。製冷劑及含氟高分子的產能是全國最大，有機硅的產能是全國第三大。

營業收入分佈

- 根據 2016 年全年業績，佔集團銷售收入比例最高的是含氟高分子（28%），廣泛應用於化工設備，如電線絕緣層、薄壁管、熱能伸縮管、水泵、閥門及水管等等。
- 其次是製冷劑（23%），產品出售予國內外知名品牌客戶，主要用作製造家用電器及空調。
- 第三位是有機硅（21%），可作為建築、門窗、汽車、電子等領域的密封材料，電力設施及電線的絕緣材料，製作各種鍵盤按鍵、高級化妝品以及嬰兒飲食餐具製品。
- 第四位是二氯甲烷、PVC 及燒鹼（15%），甲烷氯化物包括主要用於生產抗生素及用作聚氨酯發泡形式的二氯甲烷；PVC 是一種廣泛應用於建築材料；燒鹼是生產製冷劑及有機硅產品的必需化學物，應用於紡織、電力及材料行業。

停牌

- 公司股份在 2016 年 2 月 1 日於聯交所停牌。同月 24 日發出公告指集團的前顧問涉嫌挪用公款。另外表示已經成立獨立委員會，並委任獨立法證專家，負責對該案和其他相關事項展開獨立檢討及調查工作。股份於同月 25 日復牌。
- 2016 年 3 月 31 日發出公告指由於審查案件的關係，集團需延遲刊發 2015 年全年業績，因此股份在 4 月 1 日於聯交所停牌。
- 集團因應事件作出補救措施，包括委任四大會計師事務所之一為內控顧問，就公司及相關附屬公司之內控制度進行審閱，參考內控顧問提出的改進建議，採取了適當的行動及提升措施，安排董事會及集團中、高級管理層接受相關培訓。另外就追討損失積極協助公安當局的偵查和刑事起訴，尋求法律意見並展開民事申索。此外就法務報告內提及的事件涉及的人員作出若干人事變動。
- 集團在 2015 年年度終期帳目中，因應事件一次性撇銷資產人民幣 14.782 億。
- 調查完成後，公司在 2017 年陸續刊發 2015 年全年、2016 年中期及 2016 年全年業績，股份在 2017 年 6 月 1 日於聯交所復牌。

造訪重點

- 2017 年 6 月 12 日，集團發出盈利預喜，表示今年首五個月的純利與 2016 年同期純利相比，已錄得約 130% 的增幅，按此推測集團半年純利將錄得顯著升幅。
- 純利大幅上升跟國內的製冷劑、氟及硅市場形勢有關。佔集團銷售收入第二高的是製冷劑，生產過程之中會產生副產品鹽酸，而鹽酸的排放受環保政策的規限，今年國家環保局要求嚴格執行限制鹽酸排放，導致很多同業無法達到標準，繼而需要減產甚至被市場所淘汰。相反，東岳集團本身有較佳的方式處理鹽酸排放，上半年生產並未受到影響，製冷劑收入佔比最高的是 R22，而集團的整體生產開工率從去年的 80% 上升至今年的 90% 以上，以同業來說已經是相當高。
- 由於整體行業產量下降，加上空調銷量增長穩定，下游的需求上升，導致 R22 價格上漲。出廠價由今年 1 月初每公噸九千多元（人民幣，下同），上升至 5 月每公噸一萬六千多元。東岳集團的 R22 產量穩定，因而能夠乘此產品價格上升的優勢，盈利能力因而提高。
- 除了製冷劑之外，佔集團銷售收入最多的含氟高分子價格亦上漲。以含氟高分子業務收入佔比最高的 PTFE 產品為例，出廠價由今年 1 月初每公噸四萬元左右，上升至 5 月每公噸五萬多元。另一方面，PTFE 的原材料正是該有著穩定產量的 R22，因此才原材料成本方面有更大幅度的控制。
- 佔銷售收入第三高的是有機硅，由於下游需求增加，價格同樣上升，由上年年底約每公噸一萬五千元升至 5 月約每公噸兩萬二千元。
- 集團作為行業龍頭，現正受惠於行業整合。2010 至 2011 年行業利潤可觀，吸引競爭對手加入，產量提高持續拖低產品價格，情況到 2014 至 2015 年左右出現產能過剩，導致規模較小及未能符合環保要求的廠商被淘汰。產量下跌及下游需求上升，使今年的產品價格反彈，甚至出現供不應求的情況。
- 市佔率方面，在去產能政策之前，集團市佔率介乎 30% - 40%。去產能政策後，雖然集團的市佔率並未有太明顯提升，依然維持在約 30% - 40% 的水平。但由於集團的產品質量較佳，所以價格方面訂價能力比同業略高，而加上下游客戶的需求穩定（集團能保持著高開工率及低庫存量），因此能為集團帶來利潤。
- 由於下游需求增長穩定（氟：每年增長約 10% - 20%；硅：每年增長約 10%），而集團工廠的開工率已達到 90% 的高水平，預期今年市佔率維持穩定。集團正研究增加資本開支擴充產能，以爭取更大市佔率，目前未有定案，但似乎已有一定計劃。
- 集團亦有涉獵房地產項目，但集團強調不會重視於這一範疇，一來房地產方面的開發已經達到尾聲，二來房地產投資項目並非集團本業，因此目前仍然會專注氟硅生產。

風險

- 值得關注的是公司核數師「開元信德會計師事務所有限公司」，過往接手核數的大部份都是市值低的公司，部份曾被「洗倉」而暴跌。
- 此外，目前只有一間證券行追蹤東岳集團，市場上能找到有關東岳集團的資料及其分析報告的途徑並不多。

表 1：損益表 (人民幣千元，除非另有註明)

	2013	2014	2015	2016
收益	6,782,814	7,599,696	7,032,486	7,969,773
分部				
製冷劑	1,919,055	2,062,621	1,867,578	1,828,048
高分子材料	2,053,751	2,152,054	1,952,624	2,187,639
有機硅	1,515,439	1,509,324	1,443,021	1,684,716
二氯甲烷、PVC 及燒鹼	1,088,141	1,190,536	977,928	1,211,244
物業發展	-	525,087	619,233	871,162
其他業務	206,428	160,074	172,102	186,964
銷售成本	(5,686,752)	(6,383,611)	(5,863,519)	(6,328,718)
毛利	1,096,062	1,216,085	1,168,967	1,641,055
其他收入	178,186	290,501	343,949	186,667
營運開支	(552,459)	(541,000)	(512,400)	(670,668)
研究及開發成本	(71,668)	(73,398)	(69,797)	(73,947)
融資成本	(89,065)	(201,441)	(208,663)	(166,229)
資產減值及撤銷	-	-	(1,518,200)	(42,324)
聯營公司業績	445	283	(573)	(12,440)
除稅前利潤	561,501	691,030	(796,717)	862,114
所得稅開支	(124,275)	(194,034)	115,780	(246,648)
年度溢利	437,226	496,996	(680,937)	615,466
非控股股東權益	28,672	(13,720)	(9,542)	(27,312)
公司擁有人應佔溢利	465,898	483,276	(690,479)	588,154

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 2：財務狀況表 (人民幣千元，除非另有註明)

	2013	2014	2015	2016
非流動資產				
物業、機器及設備	4,494,015	4,456,865	4,181,257	3,874,258
可供出售投資	195,283	1,195,283	1,195,283	1,152,959
預付租金	562,117	482,254	469,366	472,533
其他非流動資產	503,547	444,632	831,598	805,537
	5,754,962	6,579,034	6,677,504	6,305,287
流動資產				
存貨	700,054	799,861	713,461	710,968
作出售用途之物業	569,488	804,389	787,429	407,220
應收賬款及其他應收款項	1,218,239	1,906,478	1,392,153	1,208,975
銀行結餘及現金	1,243,296	1,345,212	1,467,426	2,082,361
其他流動資產	546,592	568,586	462,755	150,306
	4,277,669	5,424,526	4,823,224	4,559,830
總資產	10,032,631	12,003,560	11,500,728	10,865,117
流動負債				
應付賬款及其他應付款項	1,604,381	1,972,619	2,194,297	1,950,444
借貸	866,474	1,390,437	1,831,754	1,797,700
其他流動負債	468,317	564,889	500,492	187,986
	2,939,172	3,927,945	4,526,543	3,936,130
非流動負債	1,582,631	2,177,811	1,901,810	1,242,736
資本及儲備				
股本	201,013	200,922	200,540	200,397
儲備	5,065,836	5,439,885	4,600,999	5,187,611
本公司擁有人應佔權益	5,266,849	5,640,807	4,801,539	5,388,008
非控股股東權益	243,979	256,997	270,836	298,243
總權益	5,510,828	5,897,804	5,072,375	5,686,251
總負債及權益	10,032,631	12,003,560	11,500,728	10,865,117

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 3：增長

	2013	2014	2015	2016
收益增長(%)	-3.8%	12.0%	-7.5%	13.3%
毛利率(%)	16.2%	16.0%	16.6%	20.6%
毛利率增長(%)	-34.9%	11.0%	-3.9%	40.4%
純利率(%)	6.9%	6.4%	不適用	7.4%
純利率增長(%)	-34.7%	3.7%	不適用	不適用

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 4：估值

	2013	2014	2015	2016
市盈率(倍)	14.4	13.7	不適用	11.3
市帳率(倍)	1.27	1.19	1.39	1.24
派息比率(%)	31.8%	30.4%	不適用	28.6%
股息率(%)	2.2%	2.2%	1.3%	2.5%

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

表 5：財務比率

	2013	2014	2015	2016
總資產回報率(%)	5.0%	4.4%	不適用	5.3%
股本回報率(%)	9.1%	8.9%	不適用	11.5%
速動比率(倍)	0.84	0.83	0.63	0.84
流動比率(倍)	1.46	1.38	1.07	1.16
有效稅率(%)	-22.1%	-28.1%	-14.5%	-28.6%

資料來源：公司資料，永豐金證券(亞洲)

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及 / 或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司 [包括永豐金證券（亞洲）]（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2017 年 7 月 19 日，永豐金證券（亞洲）有限公司及其編制該報告之分析師與上述公司沒有任何利益關係。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

© 2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。