

永和股份(605020.SH)2022年报点评： 公司业绩稳步增长，新项目落地助推高成长

评级：买入(首次覆盖)

李永磊(证券分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)

S0350521080009

dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)

S0350121080058

tangyj03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现 2023/04/04

表现	1M	3M	12M
永和股份	-19.3%	8.7%	83.7%
沪深300	-0.7%	5.4%	-4.0%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3804	4823	5832	8043
增长率(%)	27	27	21	38
归母净利润 (百万元)	300	565	814	1089
增长率(%)	8	88	44	34
摊薄每股收益 (元)	1.11	2.09	3.00	4.02
ROE(%)	12	18	21	22
P/E	34.76	21.34	14.82	11.07
P/B	4.24	3.93	3.10	2.42
P/S	2.80	2.50	2.07	1.50
EV/EBITDA	23.98	14.44	10.40	7.84

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

事件：2023年4月3日，公司发布2022年年报：2022年公司实现营业收入38.04亿元，同比+27.18%（调整后）；实现归母净利润3.00亿元，同比+8.03%（调整后）；加权平均净资产收益率达13.74%，同比减少3.14个百分点（调整后）。销售毛利率18.45%，同比减少5.16个百分点，销售净利率7.90%，同比减少1.70个百分点。

其中，2022Q4单季度实现营收10.83亿元，同比+23.14%，环比+13.46%；实现归母净利润0.72亿元，同比-28.06%，环比-20.12%；ROE为3.07%，同比下滑2.11个百分点，环比下滑1.13个百分点。销售毛利率达21.51%，同比下滑7.40个百分点，环比上升5.15个百分点；销售净利率达6.69%，同比下滑5.31个百分点，环比下滑2.80个百分点。

点评：

公司营收同比增长，高原料成本下业绩承压

2022年，内蒙永和扩建0.5万吨/年HFC-227ea、1.2万吨/年HFP、0.5万吨/年HFC-152a分别于2022年3月、7月和12月顺利投产，同时2021年下半年投产的一氯甲烷项目效益逐步释放，推动公司营收稳步增长，2022年公司实现营业收入38.04亿元，同比+27.18%。而2022年是我国HFCs生产配额争夺最后一年，行业高开工下推动上游原料价格持续走高，同时产品价格持续走低，盈利能力大幅下降。2022年公司毛利率达18.45%，同比减少5.16个百分点；实现归母净利润3.00亿元，同比+8.03%。

分业务板块来看，2022年氟碳化学品实现营收24.49亿元，同比+16.74%，毛利率达9.38%，同比下滑11.36个百分点；含氟高分子材料实现营收8.49亿元，同比+42.47%，毛利率达37.52%，同比增加10.74个百分点；化工原料实现营收4.10亿元，同比+108.43%，毛利率达20.75%，同比增加5.73个百分点。

2022年公司经营活动产生现金流量净额达4.42亿元，同比+145.71%，现金流高增主要是营业收入增长经济效益提升，以及收到的税费返还增加引致。期间费用率方面，公司2022年销售/管理/财务费用率分别达1.50%/7.51%/0.10%，同比-0.39/+0.04/-0.46个百分点，期间费用控制优秀。

配额争夺结束，看好三代制冷剂景气持续修复

2022年是三代制冷剂配额基准期的最后一年，行业主基调仍为压价竞争，为抓住配额争夺的最后机会，企业不断提升开工率，给市场造成较大的承压。进入2023年，三代制冷剂价格逐步修复，截至2023年4月3日，R32价格达15000元/吨，较2022年底累增13.21%；R134a价格达24250元/吨，较2022年底累增3.85%。同时，随着原料端氢氟酸和氯化物价格的下行，三代制冷剂价差也快速修复，其中截至2023年4月3日，R32-氢氟酸/二氯甲烷价差达2239元/吨，较2022年底累增1105.17%；R134a-氢氟酸/三氯乙烯价差达5955元/吨，较2022年底累增151.69%。随着气温回升，制冷剂将进入旺季，看好三代制冷剂景气持续修复。

新增产能稳步落地，公司未来呈高成长

近年，公司持续推动内蒙和邵武两大基地建设工作，其中邵武基地方面，一期5万吨/年无水氢氟酸于2022年6月建成投产，4.4万吨/年HCFC-22、4万吨/年HFC-32、2.8万吨/年TFE、6万吨/年氯化钙、1万吨/年HFP等装置于2022年底及2023年1月相继开车试产，一期0.75万吨/年FEP（柔性生产0.3万吨/年PFA）装置已进入安装扫尾阶段；同时，邵武二期和1万吨/年PVDF、0.3万吨/年HFPO扩建项目也已进入全面建设阶段。内蒙基地方面，技改扩建1.2万吨/年TFE、1.2万吨/年HFP、0.5万吨/年HFC-227ea、0.5万吨/年HFC-152a项目已于2022年顺利投产，1.5万吨/年VDF、0.6万吨/年PVDF、1万吨/年全氟己酮等项目稳步推进中，随着公司新产能逐步落地，公司未来呈高成长。

拟投建内蒙包头新项目，完善四代制冷剂布局

3月20日，公司发布公告，拟投资60.55亿元建设包头永和新能源材料产业园项目，本项目中游将建设12万吨/年HCFC-22，6万吨/年TFE、4.8万吨/年HFP和5万吨/年HCC-240fa作为中间产品；下游建设2万吨/年HFO-1234yf、2.3万吨/年HFO-1234ze联产HCFO-1233zd、1万吨/年全氟己酮、18万吨/年一氯甲烷、25万吨/年氯化钙、5万吨/年合成氨、6万吨/年氯乙烯。本项目的建设，将进一步完善公司核心业务领域关键氟化工原料及中游产品，同时前瞻性布局第四代制冷剂，有利于公司进一步扩大在行业中的竞争优势，巩固自身市场地位。

图表：主要产品价差数据

价差单位 (元/吨)	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
R134a-氢氟酸/三氯乙烯	1018.7	1159.1	1743.4	7883.3	1525.0	-596.0	-763.6	1267.9	6151.3
R32-氢氟酸/二氯甲烷	-631.5	-2653.1	-2702.3	-1944.2	-2980.7	-2782.4	-1026.3	-1001.5	1533.4
FEP-R22/HFP	28614.9	38058.2	36458.0	38156.4	41714.9	46603.3	51618.9	54860.8	54488.2

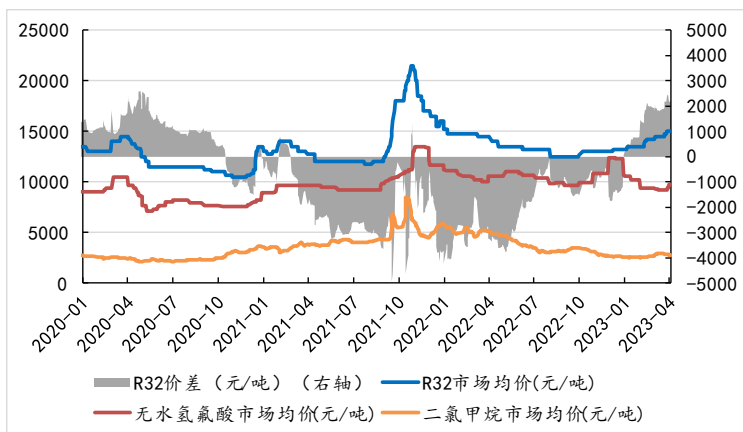
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：永和股份季度经营数据

产品/项目	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
氟碳化学品	销量 (万吨)	2.70	2.48	2.67	1.72	2.27
	营收 (亿元)	6.90	6.06	6.96	4.57	5.72
	均价 (元/吨, 不含税)	25618.81	24455.06	26106.62	26517.48	25170.30
含氟高分子材料及其单体	销量 (万吨)	0.25	0.26	0.28	0.25	0.27
	营收 (亿元)	2.38	2.01	2.13	1.97	1.63
	均价 (元/吨, 不含税)	94415.74	78234.53	75800.06	77513.78	60641.25
氟化工原料	销量 (万吨)	3.02	2.99	2.99	0.84	0.22
	营收 (亿元)	1.35	1.18	1.05	0.52	0.18
	均价 (元/吨, 不含税)	4456.30	3955.35	3514.28	6128.01	8472.10
营业收入 (亿元)	10.83	9.55	10.33	7.33	8.57	7.81
毛利润 (亿元)	2.33	1.56	1.56	1.57	2.46	1.69
毛利率 (%)	21.51%	16.37%	15.08%	21.41%	28.91%	21.65%
净利润 (亿元)	0.72	0.91	0.65	0.73	1.03	0.67
净利率 (%)	6.65%	9.49%	6.25%	9.92%	12.00%	8.58%

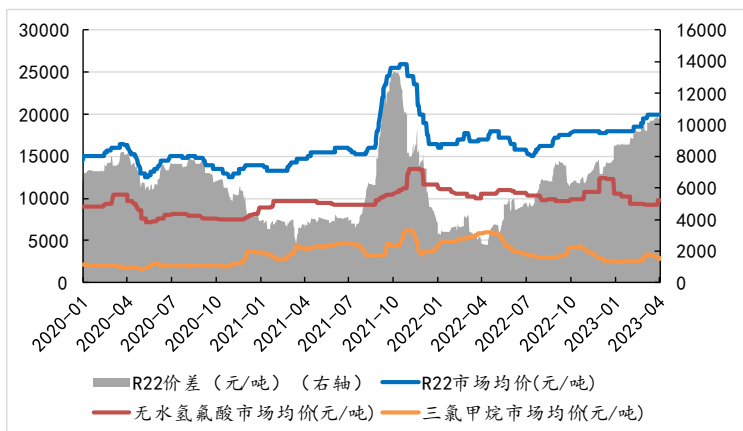
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：R32价格价差情况



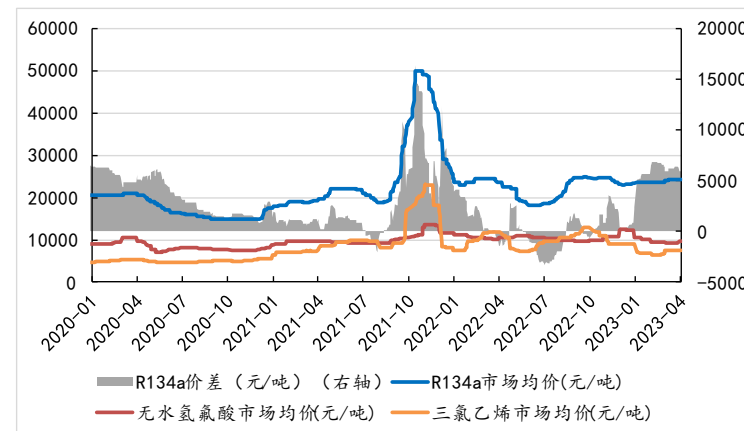
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：R22价格价差情况



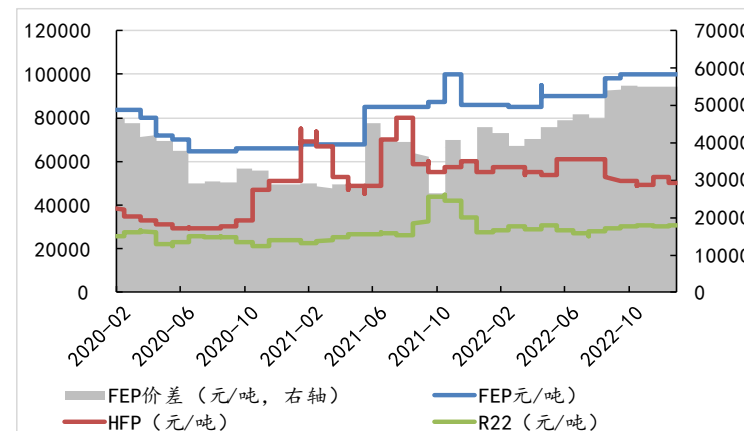
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：R134a价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：FEP价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

- 盈利预测和投资评级：预计公司2023-2025年归母净利润分别为5.65、8.14、10.89亿元，对应PE分别21、15、11倍，综合考虑公司制冷剂产品景气修复，及公司未来成长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动。

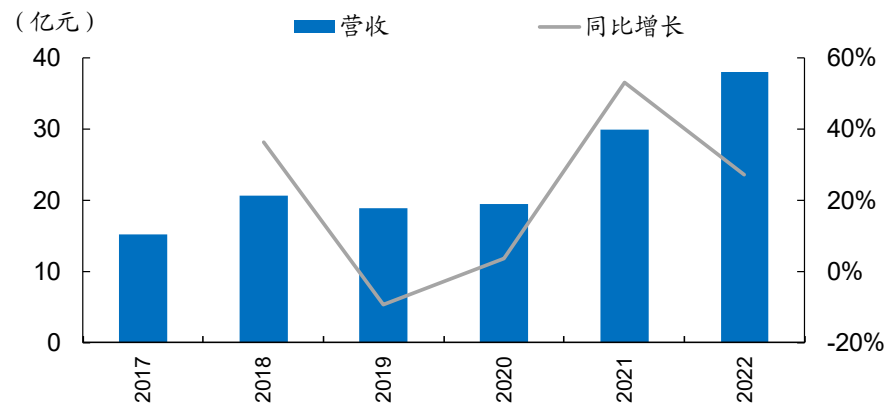
图表：盈利预测

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,803.64	4,823.29	5,831.94	8,042.58
增长率(%)	27.18	26.81	20.91	37.91
归母净利润（百万元）	300.17	565.20	813.66	1,089.33
增长率(%)	8.03	88.29	43.96	33.88
摊薄每股收益（元）	1.11	2.09	3.00	4.02
ROE(%)	11.96	18.40	20.94	21.90
P/E	34.76	21.34	14.82	11.07
P/B	4.24	3.93	3.10	2.42
P/S	2.80	2.50	2.07	1.50
EV/EBITDA	23.98	14.44	10.40	7.84

资料来源：wind，国海证券研究所

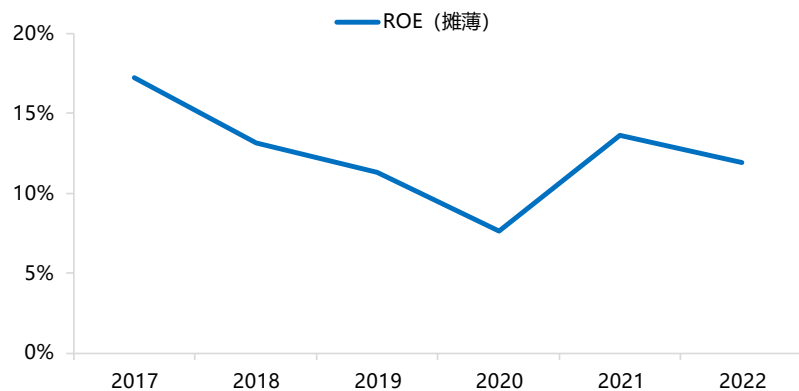
2022年营收同比上升27.18%

图表：2022年营收同比上升27.18%



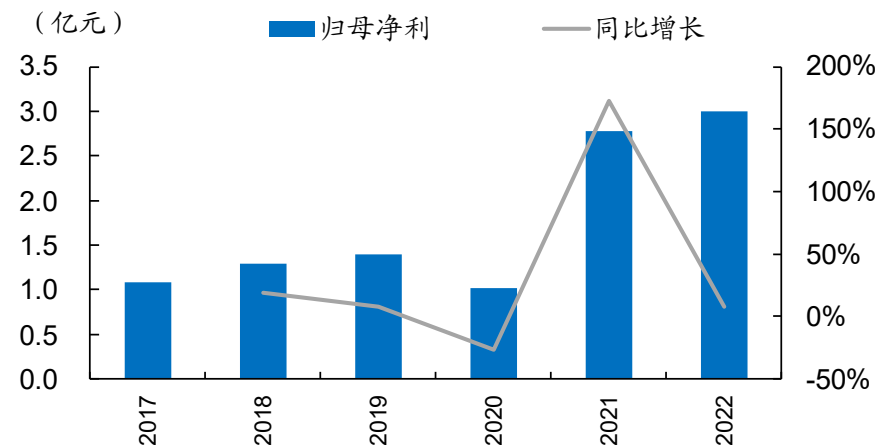
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年净资产收益率下滑



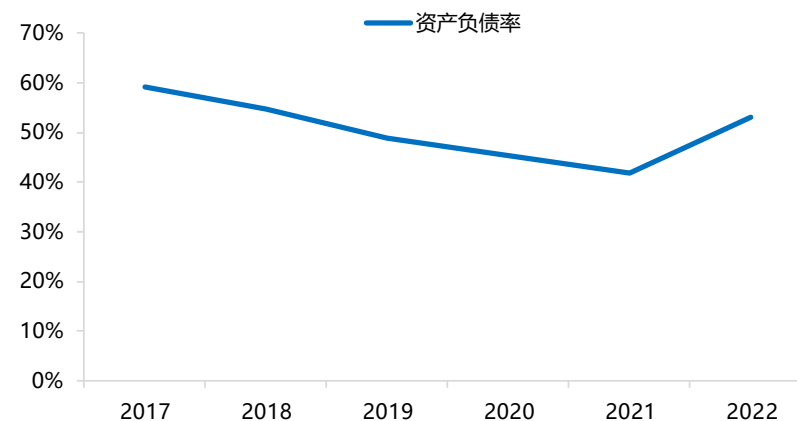
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年归母净利润同比上升8.03%



资料来源：wind，国海证券研究所

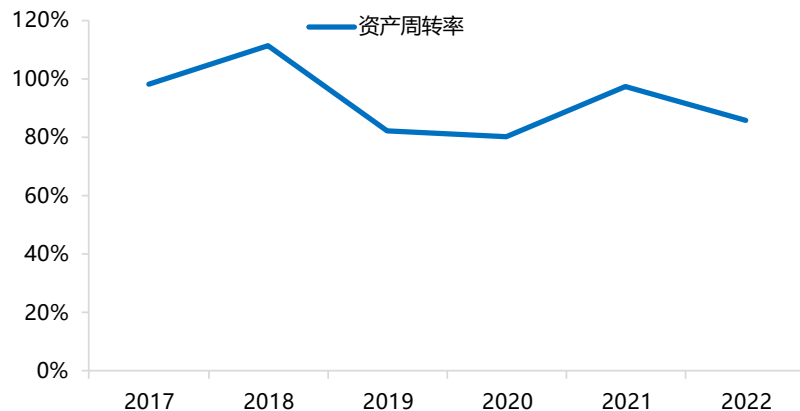
图表：2022年资产负债率上升



资料来源：wind，国海证券研究所

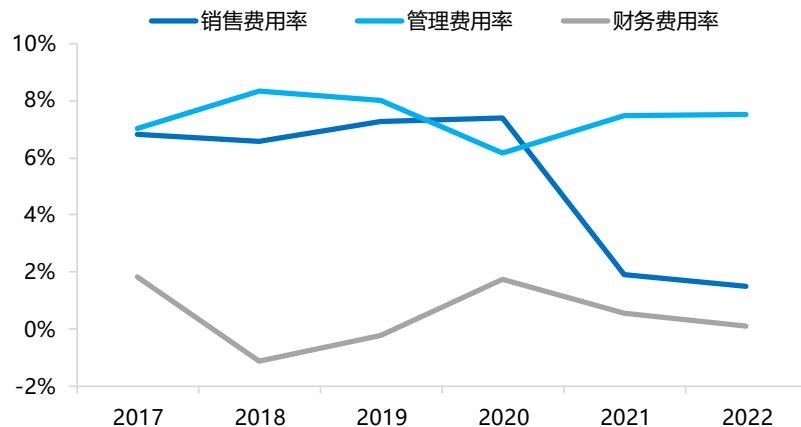
2022年经营活动现金流高增

图表：2022年资产周转率为85.86%



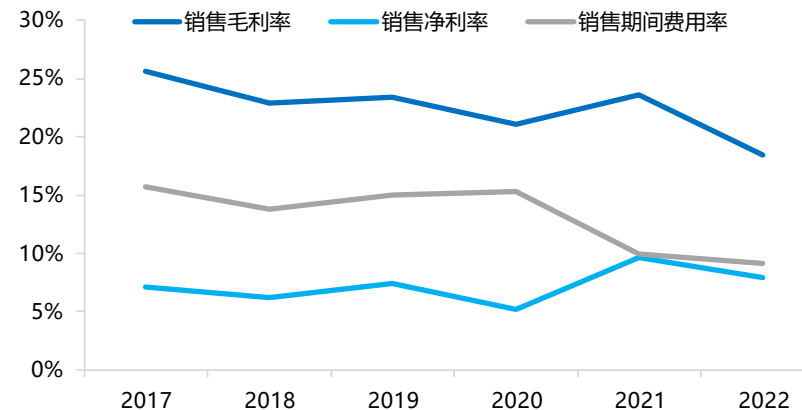
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年财务费用率下滑



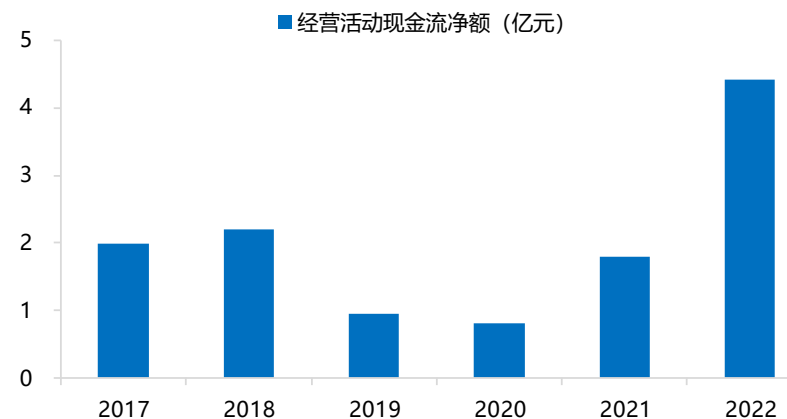
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年毛利率为18.45%



资料来源：wind，国海证券研究所

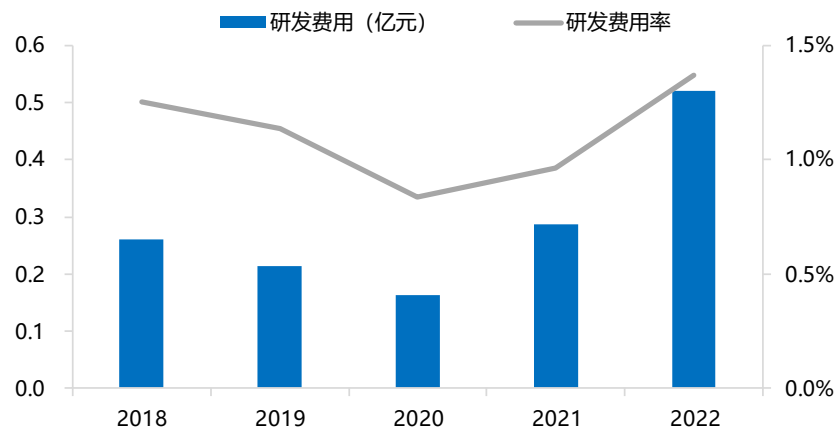
图表：2022年经营活动现金流4.42亿元



资料来源：wind，国海证券研究所

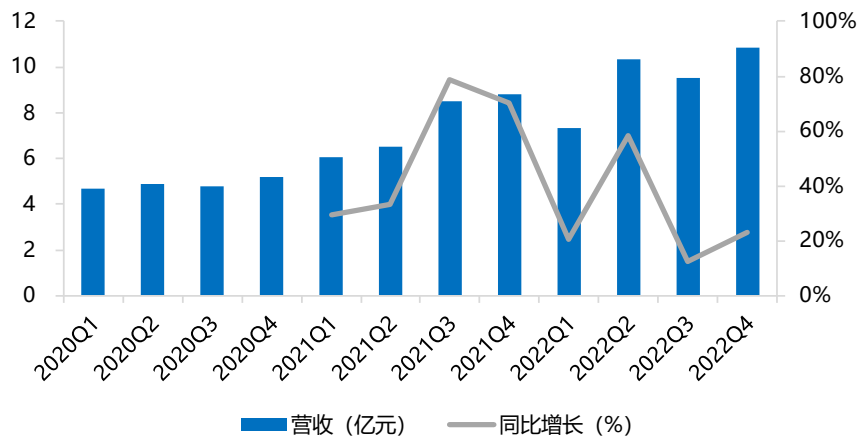
2022Q4营收同比增长23.14%

图表：2022年研发费用达0.52亿元



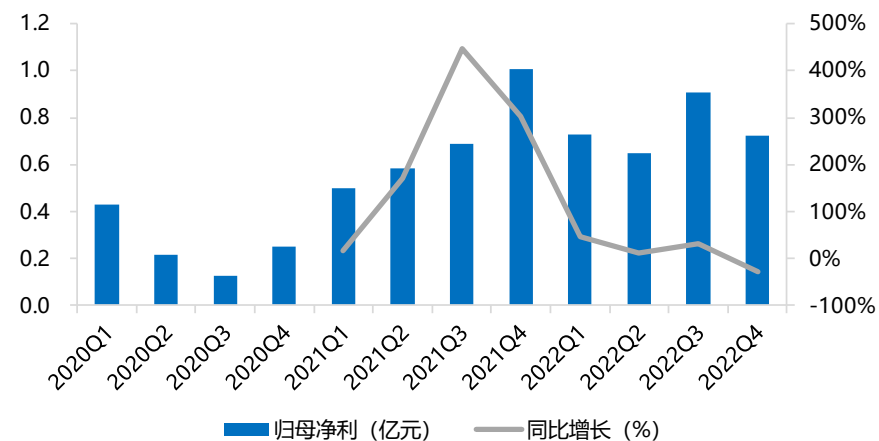
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q4营收同比增长23.14%



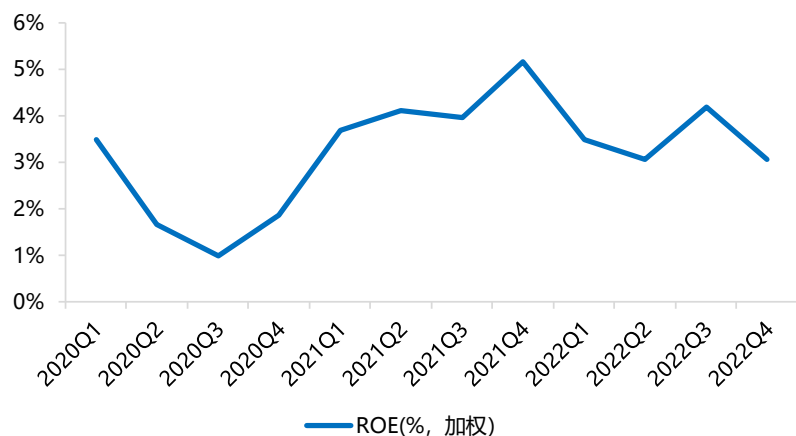
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q4归母净利同比下滑28.06%



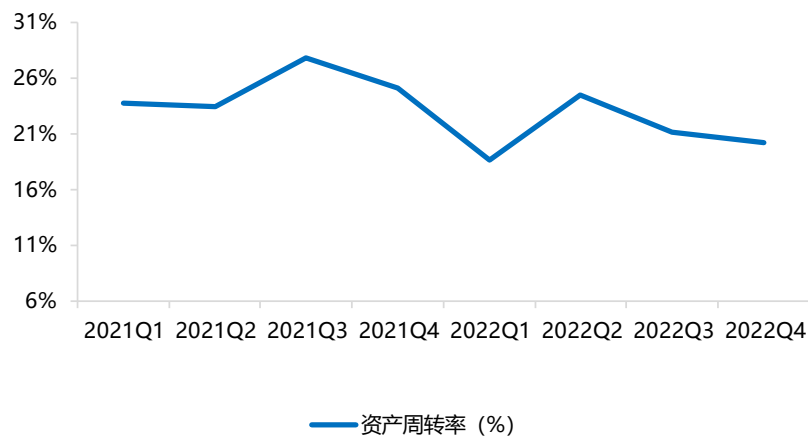
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度净资产收益率



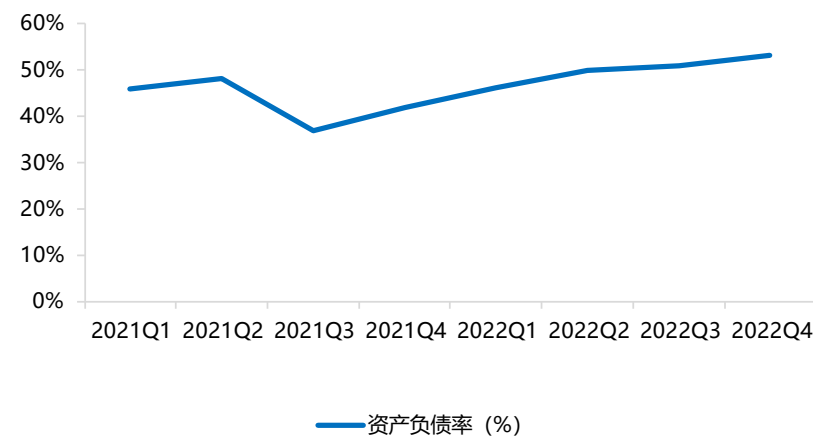
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



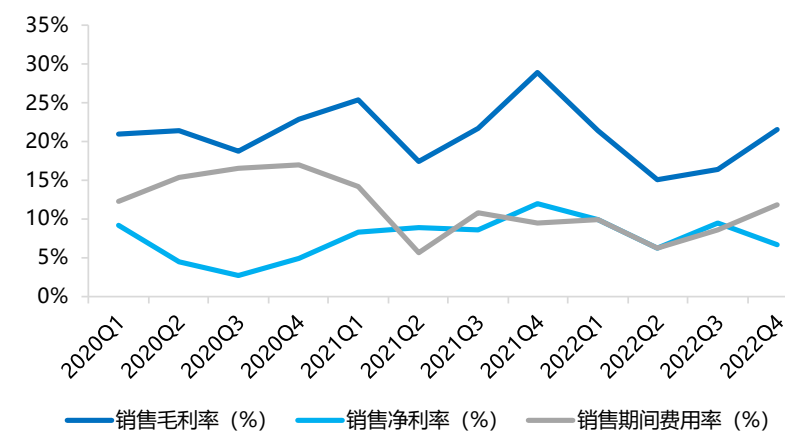
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

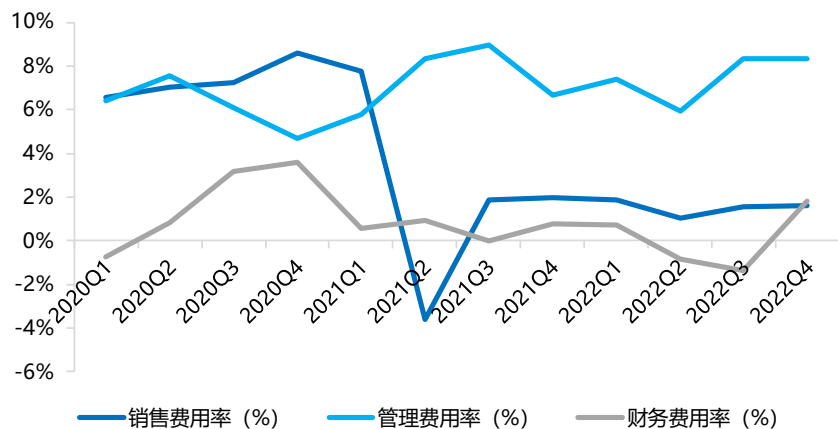
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

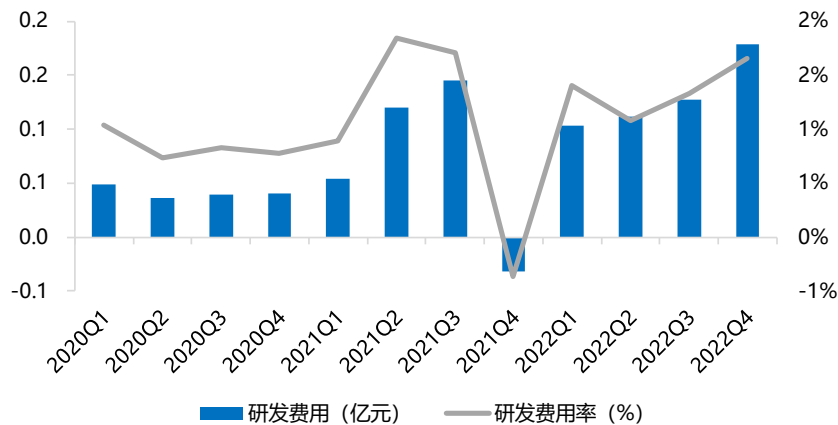
2022Q4经营活动现金流同比提升

图表：季度期间费用率



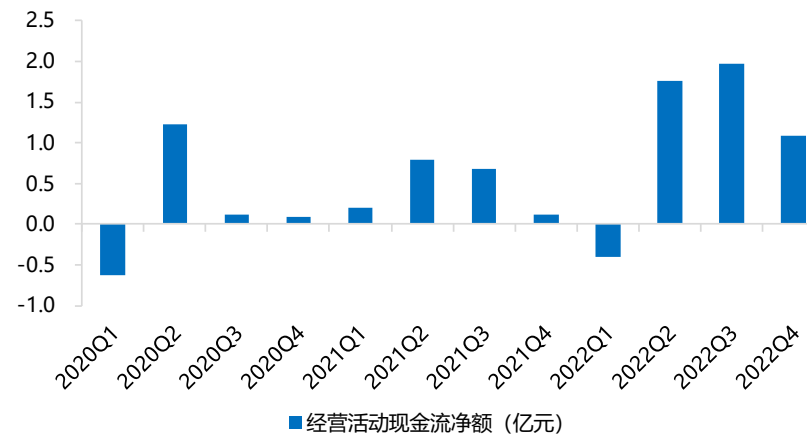
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q4研发费用率上升



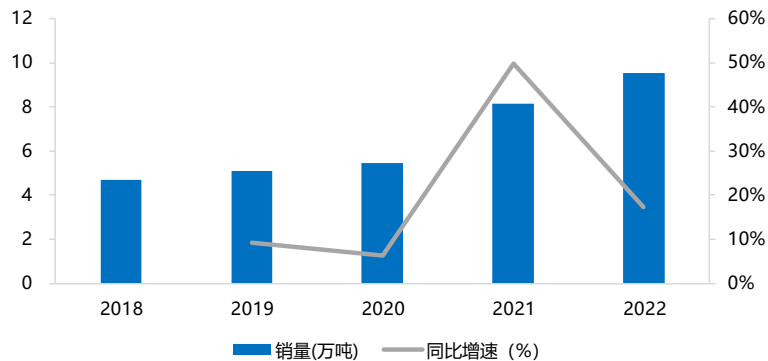
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022Q4经营活动现金流1.09亿元



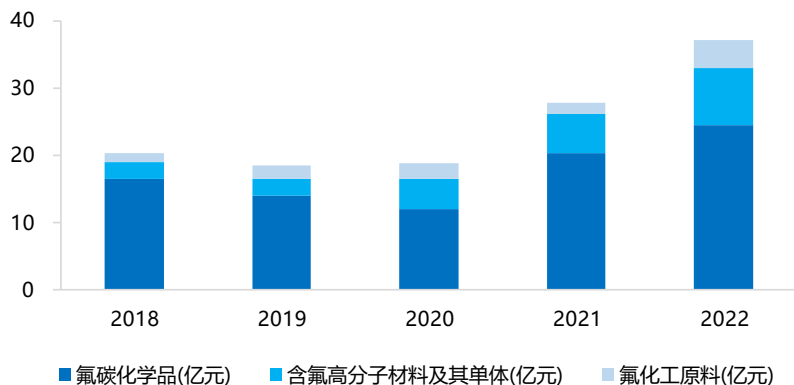
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年氟碳化学品销量同比增长



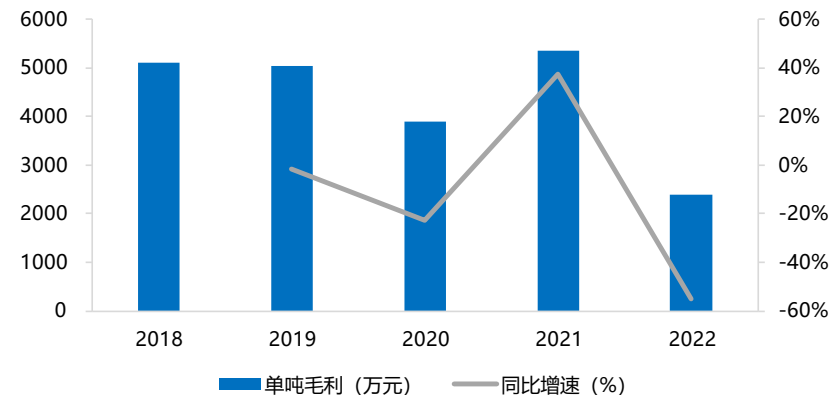
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



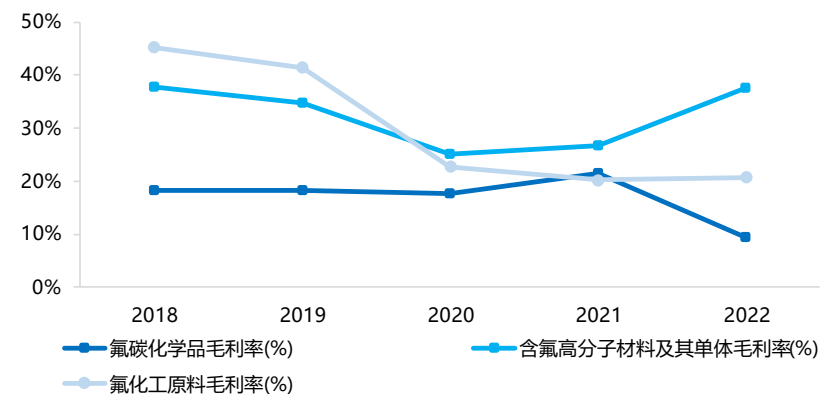
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022年氟碳化学品单吨毛利下降



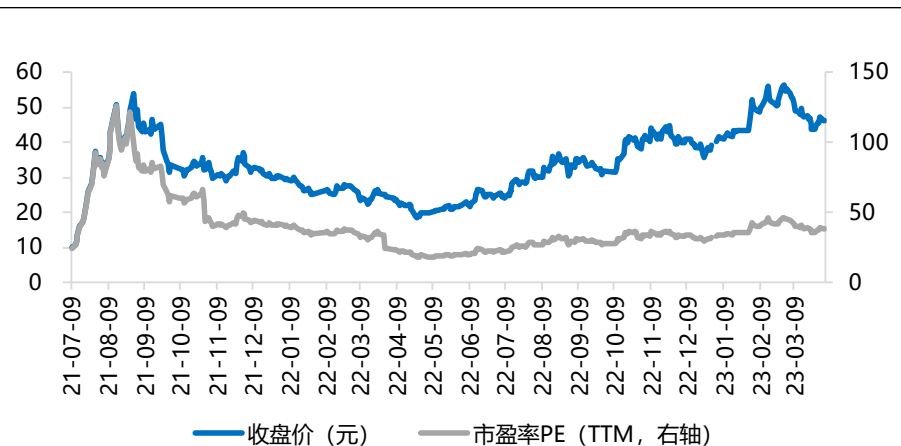
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



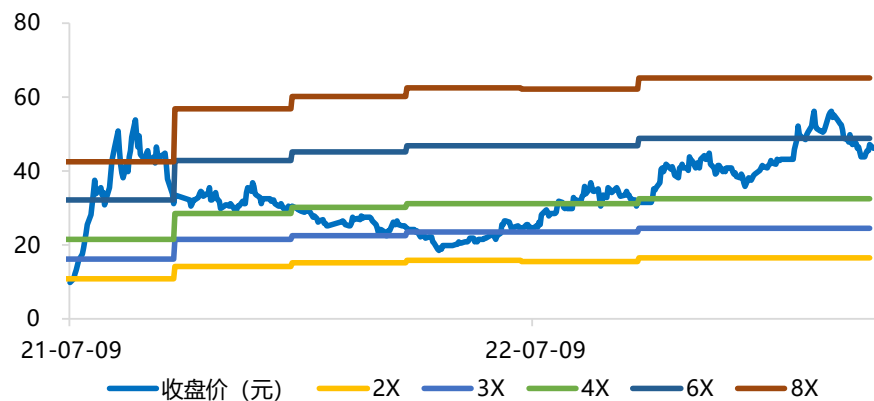
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：收盘价及PE (TTM)



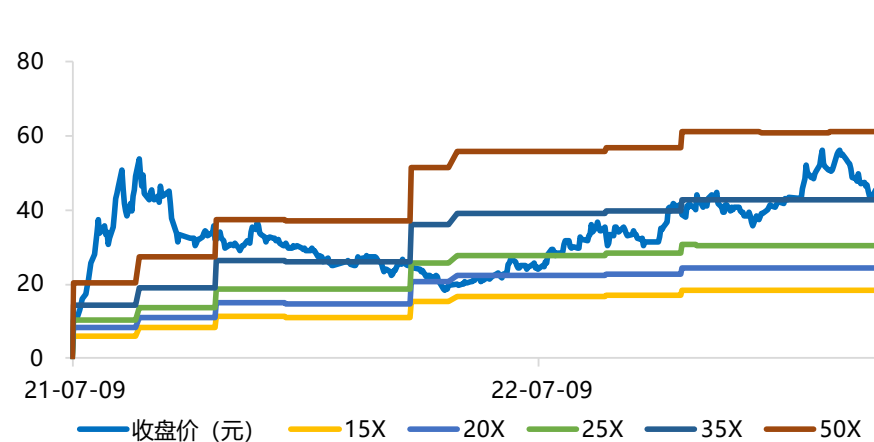
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

永和股份盈利预测表

证券代码： 605020

股价： 44.53

投资评级： 买入(首次覆盖)

日期： 20230404

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)					每股指标与估值				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	225	224	271	343	营业收入	3804	4823	5832	8043	每股指标				
应收款项	346	328	590	668	营业成本	3102	3587	4207	5827	EPS	1.13	2.09	3.00	4.02
存货净额	513	381	811	824	营业税金及附加	15	19	24	33	BVPS	9.26	11.34	14.35	18.37
其他流动资产	525	643	788	1037	销售费用	57	207	210	290	估值				
流动资产合计	1609	1576	2460	2872	管理费用	233	285	350	483	P/E	34.8	21.3	14.8	11.1
固定资产	1804	2521	2955	3443	财务费用	4	11	21	23	P/B	4.2	3.9	3.1	2.4
在建工程	1490	1768	2159	2603	其他费用/(-收入)	52	51	66	95	P/S	2.8	2.5	2.1	1.5
无形资产及其他	451	543	619	720	营业利润	335	687	980	1328	财务指标				
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	-2	1	1	1	2022A	2023E	2024E	2025E	
资产总计	5354	6407	8193	9639	利润总额	332	688	981	1329	盈利能力				
短期借款	191	431	531	531	所得税费用	32	122	167	239	ROE	12%	18%	21%	22%
应付款项	764	699	1175	1362	净利润	300	565	814	1090	毛利率	18%	26%	28%	28%
预收帐款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	1	期间费率	8%	10%	10%	10%
其他流动负债	786	801	897	1066	归属于母公司净利润	300	565	814	1089	销售净利率	8%	12%	14%	14%
流动负债合计	1741	1932	2603	2959	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	成长能力				
长期借款及应付债券	1044	1344	1644	1644	经营活动现金流	442	819	929	1574	收入增长率	27%	27%	21%	38%
其他长期负债	59	59	59	59	净利润	300	565	814	1089	利润增长率	8%	88%	44%	34%
长期负债合计	1103	1403	1703	1703	少数股东权益	0	0	0	1	营运能力				
负债合计	2844	3334	4306	4662	折旧摊销	148	259	356	440	总资产周转率	0.71	0.75	0.71	0.83
股本	271	271	271	271	公允价值变动	0	0	0	0	应收账款周转率	11.00	14.72	9.89	12.04
股东权益	2510	3073	3887	4977	营运资金变动	-34	-17	-266	16	存货周转率	7.41	12.66	7.19	9.76
负债和股东权益总计	5354	6407	8193	9639	投资活动现金流	-1557	-1339	-1255	-1470	偿债能力				
					资本支出	-1270	-1345	-1259	-1476	资产负债率	53%	52%	53%	48%
					长期投资	-288	0	0	0	流动比	0.92	0.82	0.94	0.97
					其他	0	7	4	6	速动比	0.58	0.56	0.59	0.64
					筹资活动现金流	1182	519	373	-31					
					债务融资	1263	540	400	0					
					权益融资	30	0	0	0					
					其它	-111	-21	-27	-31					
					现金净增加额	90	-1	47	73					

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，2年化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

陈云，香港科技大学工程企业管理硕士，化工行业研究助理，3年金融企业数据分析经验

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597