

投资评级 优于大市 维持

永和股份：归母扣非净利润同比下降2.52%，内蒙和邵武新项目投产带来长期成长性

股票数据

04月06日收盘价(元)	44.98
52周股价波动(元)	17.76-57.42
总股本/流通A股(百万股)	271/124
总市值/流通市值(百万元)	12181/5593

相关研究

《一体化优势显著，蓄力扩产含氟高分子材料》2022.07.13

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-16.4	-8.0	9.3
相对涨幅(%)	-16.1	-8.2	6.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

分析师:孙维容

Tel:(021)23219431

Email:swr12178@haitong.com

证书:S0850518030001

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

投资要点:

- 永和股份公布2022年年度报告。**2022年公司实现营业收入38.04亿元，同比增长27.18%；实现归母扣非净利润2.68亿元，同比下降2.52%。
- 公司充分发挥产业链一体化及产业布局和含氟高分子材料品质领先的优势，有效消化氟碳化学品产品价格波动下行带来的不利影响。**1)分产品营业收入来看，氟碳化学品、含氟高分子材料、化工原料同比分别增长16.74%、42.47%、108.43%至24.49、8.49、4.10亿元。2)分产品毛利率来看，氟碳化学品、含氟高分子材料、化工原料同比分别变化-11.36%、10.74%、5.73%至9.38%、37.52%、20.75%。3)三项费用率同比下降0.91个百分点至7.74%。其中销售、管理、财务费用率同比变动-0.34、-0.14、-0.44个百分点至1.50%、6.14%、0.10%。2022年公司研发费用占收入比例为1.37%，同比上升0.41个百分点。4)购建固定资产等现金支付12.73亿元，同比增长87.5%。
- 以研发创新为引擎，优化产业结构，增强发展动能。**公司自成立以来重视研发创新，自主研发的FEP产品技术积累国内领先。未来公司将坚持“自主研发为主，合作研发为辅”的形式，加大研发投入，充分发挥金华永和和省级企业研究院的核心作用，以高端含氟高分子材料为重点研究方向，加快开发具有市场前景和技术领先优势的新产品；建设好其他生产基地的研发体系，推动各生产基地优势产品的工艺、品质改进，优化研发人员的资源配置。
- 公司积极推进重大项目建设，多个重大项目推进提高产能。**1)公司邵武永和募投项目一期5万吨/年氢氟酸、4.4万吨/年R22和6万吨/年氯化钙顺利开车试生产，内蒙永和扩建0.5万吨/年R227ea、1.2万吨/年HFP、0.5万吨/年R152a顺利投产。内蒙永和PVDF、HFPO项目和邵武永和PVDF、HFPO项目正在紧锣密鼓建设中。2)为加强原材料一体化，收购江西石磊氟化工有限责任公司100%股权。3)为加快项目建设，对外设立全资子公司建设包头永和新材料有限公司新能源材料产业园项目，预计总投资额61亿元。
- 盈利预测与投资评估。**我们预计永和股份2023-2025年归母净利润为5.74、8.71和10.49亿元，对应EPS分别为2.12、3.22和3.87元。综合来看我们给予2023年永和股份21-23倍PE估值区间，对应合理价值区间为44.52-48.76元，维持“优于大市”投资评级。
- 风险提示。**产品价格下滑；在建产能投放进度不达预期；宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2991	3804	5272	6558	7212
(+/-)YoY(%)	53.2%	27.2%	38.6%	24.4%	10.0%
净利润(百万元)	278	300	574	871	1049
(+/-)YoY(%)	173.0%	8.0%	91.1%	51.9%	20.4%
全面摊薄EPS(元)	1.03	1.11	2.12	3.22	3.87
毛利率(%)	22.9%	18.5%	22.0%	24.8%	26.3%
净资产收益率(%)	13.6%	12.0%	18.6%	22.0%	21.0%

 资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:

- 1) 价格假设: 根据公司 2021 年年报与百川盈孚数据, 我们预计 HCFC-22 2023-2025 年平均价格分别为 1.90、1.90、1.90 万元/吨; 我们预计 HFC-32 2023-2025 年平均价格分别为 1.27、1.27、1.27 万元/吨; 我们预计 FEP 2023-2025 年平均价格分别为 9.99、9.99、9.99 万元/吨; 我们预计 PVDF 2023-2025 年平均价格分别为 20.00、15.00、10.00 万元/吨。
- 2) 销量假设: FEP 有 0.42 万吨现有产能, 另有 1.05 万吨产能在建, 预计 2024 年投产; PVDF 有 1.6 万吨产能在建, 我们预计 0.6 万吨于 2023 年投产、1 万吨于 2024 年投产; HFPO 有 0.3 万吨产能在建, 预计于 2024 年投产。基于此, 我们预计 FEP 2023-2025 年销量分别为 0.59、0.88、1.10 万吨; 我们预计 PVDF 2023-2025 年销量分别为 0.30、0.64、0.72 万吨; 我们预计 HFPO 2024-2025 年销量分别为 0.06、0.12 万吨。

表 1 永和股份分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	3803.64	5271.81	6557.89	7211.59
总成本 (百万元)	3101.74	4110.43	4929.25	5314.33
总毛利 (百万元)	701.90	1161.39	1628.64	1897.26
总毛利率 (%)	18.45%	22.03%	24.83%	26.31%
氟碳化学品				
销售收入 (百万元)	2449.36	3140.30	3126.82	3158.57
成本 (百万元)	2219.66	2600.25	2526.14	2543.92
毛利 (百万元)	229.70	540.05	600.68	614.65
毛利率 (%)	9.38%	17.20%	19.21%	19.46%
含氟高分子材料				
销售收入 (百万元)	848.95	1708.46	3008.02	3629.98
成本 (百万元)	530.40	1181.22	2083.45	2458.17
毛利 (百万元)	318.55	527.24	924.58	1171.81
毛利率 (%)	37.52%	30.86%	30.74%	32.28%
氟化工原料				
销售收入 (百万元)	409.88	371.05	371.05	371.05
成本 (百万元)	324.82	283.85	274.57	267.15
毛利 (百万元)	85.05	87.20	96.47	103.89
毛利率 (%)	20.75%	23.50%	26.00%	28.00%
其他				
销售收入 (百万元)	95.45	52.00	52.00	52.00
成本 (百万元)	26.85	45.1	45.09	45.09
毛利 (百万元)	68.59	6.90	6.91	6.91
毛利率 (%)	71.86%	13.27%	13.29%	13.29%

数据来源: Wind, 公司年报 (2022), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603379	三美股份	32.63	1.02	1.49	2.31	31.99	21.90	14.13
600160	巨化股份	16.94	0.83	1.08	1.36	20.41	15.69	12.46
600378	昊华科技	43.05	1.21	1.48	1.78	35.58	29.09	24.19
	均值		1.02	1.35	1.82	29.33	22.22	16.92

注: 收盘价为 2023 年 4 月 4 日价格, EPS 为 wind 一致预期
资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	3804	5272	6558	7212
每股收益	1.11	2.12	3.22	3.87	营业成本	3102	4110	4929	5314
每股净资产	9.26	11.37	14.59	18.47	毛利率%	18.5%	22.0%	24.8%	26.3%
每股经营现金流	1.63	2.39	4.20	4.73	营业税金及附加	15	22	27	30
每股股利	0.00	0.25	0.25	0.25	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	57	87	108	119
P/E	40.58	21.24	13.98	11.61	营业费用率%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%
P/B	4.86	3.95	3.08	2.44	管理费用	233	327	407	448
P/S	3.20	2.31	1.86	1.69	管理费用率%	6.1%	6.2%	6.2%	6.2%
EV/EBITDA	23.98	13.95	9.36	7.47	EBIT	365	687	1038	1247
股息率%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%	财务费用	4	5	2	-2
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
毛利率	18.5%	22.0%	24.8%	26.3%	资产减值损失	-18	0	0	0
净利润率	7.9%	10.9%	13.3%	14.5%	投资收益	0	2	3	2
净资产收益率	12.0%	18.6%	22.0%	21.0%	营业利润	335	685	1040	1252
资产回报率	5.6%	9.2%	12.6%	13.3%	营业外收支	-2	0	0	0
投资回报率	8.5%	13.1%	18.1%	18.1%	利润总额	332	685	1040	1252
盈利增长 (%)					EBITDA	513	936	1327	1611
营业收入增长率	27.2%	38.6%	24.4%	10.0%	所得税	32	111	168	202
EBIT 增长率	-5.7%	88.1%	51.1%	20.2%	有效所得税率%	9.6%	16.2%	16.2%	16.2%
净利润增长率	8.0%	91.1%	51.9%	20.4%	少数股东损益	0	0	0	1
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	300	574	871	1049
资产负债率	53.1%	50.5%	42.8%	36.7%					
流动比率	0.92	1.09	1.20	1.41	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.58	0.69	0.80	0.98	货币资金	225	306	483	795
现金比率	0.13	0.15	0.21	0.36	应收账款及应收票据	346	503	575	622
经营效率指标					存货	513	706	769	835
应收账款周转天数	30.99	29.00	29.59	29.86	其它流动资产	525	712	878	913
存货周转天数	55.67	53.40	53.85	54.31	流动资产合计	1609	2227	2704	3164
总资产周转率	0.86	0.91	1.00	0.97	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.55	2.43	2.36	2.13	固定资产	1804	2531	3027	3735
					在建工程	1490	1014	728	557
					无形资产	142	142	142	142
					非流动资产合计	3745	3996	4207	4743
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	5354	6224	6911	7908
净利润	300	574	871	1049	短期借款	191	131	71	41
少数股东损益	0	0	0	1	应付票据及应付账款	764	1038	1207	1178
非现金支出	170	249	289	364	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	6	5	1	0	其它流动负债	786	870	977	1020
营运资金变动	-34	-179	-24	-134	流动负债合计	1741	2040	2256	2239
经营活动现金流	442	648	1138	1280	长期借款	437	437	37	0
资产	-1270	-499	-499	-899	其它长期负债	666	666	666	666
投资	-288	0	0	0	非流动负债合计	1103	1103	703	666
其他	0	2	3	2	负债总计	2844	3142	2958	2905
投资活动现金流	-1557	-497	-497	-898	实收资本	271	271	271	271
债权募资	1263	-60	-460	-67	归属于母公司所有者权益	2509	3080	3951	5000
股权募资	30	-3	0	0	少数股东权益	1	1	2	2
其他	-111	-7	-5	-3	负债和所有者权益合计	5354	6224	6911	7908
融资活动现金流	1182	-70	-465	-70					
现金净流量	90	81	177	313					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 06 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
 孙维容 基础化工行业
 邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 和远气体, 华光新材, 联瑞新材, 利安隆, 合盛硅业, 七彩化学, 昊华科技, 东华能源, 德美化工, 上海石化, 东方盛虹, 盐湖股份, 鲁西化工, 巨化股份, 苏博特, 卓越新能, 凯立新材, 凌玮科技, 桐昆股份, 兴化股份, 永利股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。