

制冷剂景气向上,含氟精细品助力成长

华泰研究

2022年12月04日 | 中国内地

首次覆盖

化学制品

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

51.36

研究员 庄汀洲
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

联系人 张雄
SAC No. S0570121100029 zhangxiang@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

联系人 姚雯慧
SAC No. S0570122010032 yaowenyi@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

氟全产业链一体化企业,首次覆盖给予“买入”评级

永和股份是氟全产业链一体化稀缺标的,我们看好:1)三代制冷剂配额22年底冻结,供给约束下有望景气向上;2)含氟高分子附加值高,FEP/PVDF/全氟己酮等产品布局和产能扩张助力长期成长;3)22-24年众多新项目迎来收获期,助益业绩增长。我们预计公司22-24年归母净利润3.2/5.8/7.9亿元,参考可比公司23年平均23xPE的Wind一致预期,考虑新项目成长性,给予23年24xPE,目标价51.36元,首次覆盖给予“买入”评级。

三代制冷剂(HFCs)迎来配额约束,供需向好支撑景气回升

HFCs因GWP值较高,发达国家配额已逐步削减,大部分发展中国家(含中国)22年底将配额冻结,全球迎来供给约束。中国是HFCs最主要的生产和贸易国,需求端受益于空调/汽车等领域及外贸需求增长,我们测算22-25年供给缺口28.3/17.1/15.9/-0.7万吨,持续趋紧。18年以来企业争抢配额并大幅扩产导致HFCs盈利低迷,但新增供给集中在龙头企业,配额约束后竞争格局将改善,且22-23年为新的空调换新/维修周期,供需良好支撑制冷剂景气向上,未来碳配额交易则或助力制冷剂市场价值进一步提升。

公司三代制冷剂产能国内居前,一体化配套巩固竞争优势

公司HFCs年产能12.5万吨,22年底将再新增4万吨/年R32,整体规模国内居前,且R143a/R152a等品种国内领先。公司具备萤石-AHF-制冷剂-含氟精细品全产业链配套,是少数拥有萤石资源的氟化工企业,由于国家战略资源保护及进口矿受阻等,萤石中长期供给或趋紧,资源配套助力打造成本优势,AHF产能亦持续扩张,未来与氟碱企业协同继续打造一体化优势。

下游含氟精细品高附加值,公司发力布局打开长期成长空间

伴随萤石-AHF-含氟原料-含氟高分子链条向下游延伸,产品附加值非线性扩大,且多数含氟精细品应用前景广阔,但国内技术和量产能力均有待突破。公司依托自主研发,已具备FEP/PVF/PVDF/PPVE/全氟己酮等的量产能力,并积极扩大产能规模。21年底公司含氟高分子及单体年产能1.28万吨,而在建/规划总产能约9万吨/年,发力高附加值产品将助力长期竞争力提升。

新项目增量渐近,远期业务版图持续扩张

公司IPO项目邵武基地一期(含5/4.4/4/1/0.75/0.3/0.05万吨/年AHF/R22/R32/HFP/FEP/PFA/PPVE等)将于22年底陆续投产,邵武二期、邵武PVDF/HFO扩建、内蒙VDF/全氟己酮等项目亦将于23-24年陆续投产,远期包头氟化工基地项目亦稳步推进,未来成长能力持续凸显。

风险提示:制冷剂行业政策变化;新项目进度不及预期;技术拓展不及预期。

经营预测指标与估值

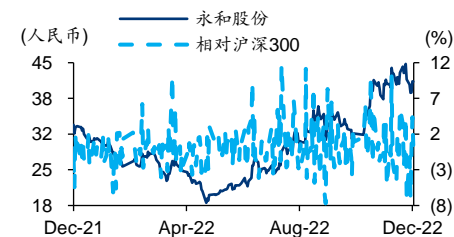
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	1,952	2,899	3,787	5,494	6,895
+/-%	3.66	48.51	30.65	45.07	25.49
归属母公司净利润(人民币百万)	101.79	278.00	322.56	578.19	789.91
+/-%	(26.78)	173.12	16.03	79.25	36.62
EPS(人民币,最新摊薄)	0.38	1.03	1.19	2.14	2.92
ROE(%)	7.63	13.65	14.07	20.30	21.89
PE(倍)	110.14	40.33	34.76	19.39	14.19
PB(倍)	8.41	5.50	4.89	3.94	3.11
EV EBITDA(倍)	45.60	23.13	20.34	11.95	8.37

资料来源:公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	51.36
收盘价(人民币截至12月2日)	41.44
市值(人民币百万)	11,211
6个月平均日均成交额(人民币百万)	147.34
52周价格范围(人民币)	18.51-44.77
BVPS(人民币)	8.17

股价走势图



资料来源: Wind

正文目录

核心观点	3
区别于市场的观点	3
氟产业链一体化企业，发力高附加值产品	4
三代制冷剂迎来配额约束，供需向好支撑景气回升	9
2022 年底三代制冷剂配额将冻结，行业供给迎来约束	9
全球二代制冷剂进入淘汰尾声，三代制冷剂亦进入配额冻结和淘汰周期	10
四代制冷剂应用尚不成熟，规模化技术和产品价格是主要制约	12
供需格局向好，三代制冷剂市场有望回暖	13
规模和一体化或为三代制冷剂竞争关键，公司二者优势兼具	17
发力含氟精细化工品，高附加值产品提升长期竞争力	20
下游含氟材料品类丰富且附加值高，公司未来将重点发力布局	20
FEP：性能优异的氟塑料品种，公司技术和规模保持领先	21
PVDF：新能源领域带来新需求，公司新项目投产在即	23
氟化液：数据中心液冷需求向好，布局全氟己酮产业链有望贡献远期增量	24
邵武一期投产在即，业务版图持续扩张，且碳交易或助力 HFCs 价值重估	25
股权激励目标清晰，彰显长期发展信心	27
首次覆盖永和股份，给予“买入”评级	28
风险提示	30

核心观点

永和股份是国内少有的实现萤石资源、氢氟酸、含氟制冷剂单质及混合制冷剂、含氟高分子材料及单体的含氟产业链一体化布局的氟化工领域领先企业，未来有望充分受益于制冷剂行业景气改善，且发力含氟高分子材料等高附加值产品带来持续成长性。我们看好公司：

1) 三代制冷剂 (HFCs) 配额冻结后迎来供给约束，竞争格局优化助力行业景气向上，公司整体产能规模国内居前有望充分受益，且产业链一体化优势助力竞争优势突显。 HFCs 为目前全球主流的制冷剂品种，但因全球变暖潜能值 (GWP) 较高等因素，发达国家已进入配额削减期，大部分发展中国家 (含中国) 将于 22 年底冻结配额，全球迎来供给约束。中国是全球 HFCs 最主要的生产和贸易国，未来几年三代制冷剂需求端受益于空调/汽车等领域需求 (含维修市场) 及外贸需求增长，而配额冻结后生产将受限，我们测算 22-25 年国内 HFCs 供给将持续趋紧。18 年以来企业争抢配额并大幅扩产导致 HFCs 盈利低迷，但新增供给集中在龙头企业，配额约束后竞争格局将改善，供需良好支撑制冷剂景气回升，且未来碳配额交易或助力 HFCs 企业价值迎来重估。公司 HFCs 产能规模国内居前，且 R143a/R152a 等品种国内领先，有望充分受益。公司亦是少数实现萤石资源部分自给的氟化工企业，叠加 AHF 产能扩张及氟碱配套完善等，一体化优势将持续提升。

2) 伴随氟化工产业链向下游延伸，产品附加值呈非线性扩大，公司持续发力下游含氟高分子等精细化工品将持续提升产品竞争力，打开成长天花板。 下游含氟精细化工品包括 FEP、PVDF、PFA、PPVE、氟化液等多种品类，依托优异的性能在工业、航天、电子电气、军工、石油化工等领域应用持续渗透，且产品单位价值量较高，但目前国内在高纯度、耐极端环境等产品方面缺乏自主技术和量产能力。公司依托自主技术，近年来不断突破 FEP、PVDF、PFA、PPVE、全氟己酮等高性能产品及其单体的量产能力，且加码布局产品产能，伴随在建/规划产能陆续投放，公司含氟高分子材料及单体等产能较 21 年底将呈现多倍数增长，且公司未来战略定位将继续重点发力下游高附加值产品，产品竞争力持续提升。

3) 新项目增量渐近，有望持续贡献业绩增量，未来产业版图继续扩张，长期成长亦值得期待。 公司 IPO 募投项目邵武基地一期 (含 5/4.4/4/1/0.75/0.3/0.05 万吨/年 AHF/R22/R32/HFP/FEP/PFA/PPVE 等) 将于 22 年底前陆续投产，邵武二期、邵武 PVDF/HFPO 扩建、内蒙 VDF/全氟己酮等项目亦将于 23-24 年陆续投产，新项目增量兑现将助力公司业绩增长，且其中包括多种含氟精细化工品。公司远期项目则已规划布局包头氟化工基地，将建设 28 万吨/年含氟化学品等产能，长期成长能力亦有望持续凸显。

区别于市场的观点

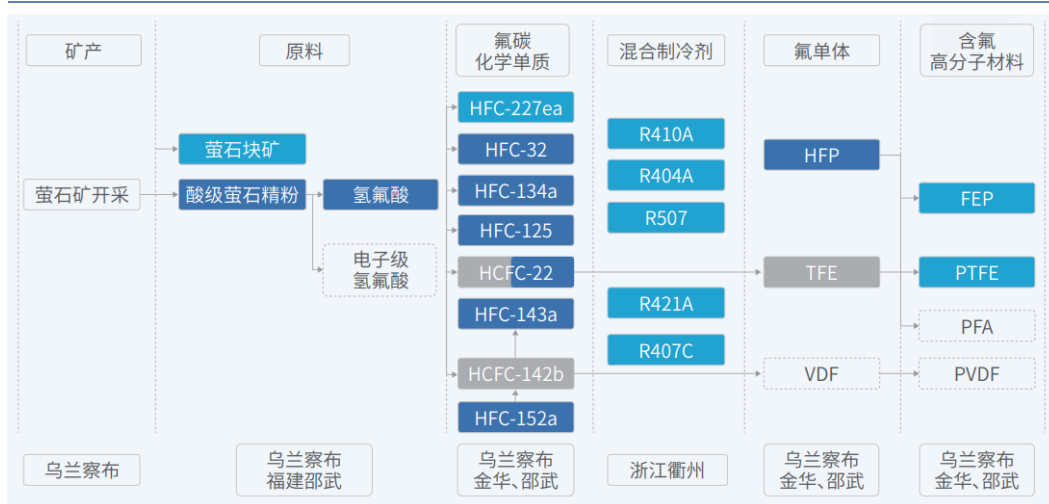
1) 市场担忧虽然三代制冷剂配额 22 年底迎来冻结，但配额正式下发前行业景气回暖或仍需等待。我们认为，供给端伴随 22 年底配额计算基准的确定 (基于 20-22 年各企业 HFCs 的 GWP 当量)，23 年企业争抢生产三代制冷剂的动力将不足，主因过去 3 年国内企业为争抢配额并大幅扩产导致 R32 等主流制冷剂品种的景气低迷已持续较长时间，大量生产不仅会延续亏损，且新增产量不再纳入未来配额的计算，另一方面，过去三年新增产能集中在头部企业，竞争格局良好叠加配额约束，产品盈利有望迎来修复。需求角度，我们认为市场忽略了 22-23 年新一轮空调换新/维修周期对于需求的提振，以及外贸市场对于国内制冷剂的需求，同时，国内二代制冷剂仍处于淘汰进程，其配额减少后的需求缺口亦将通过三代制冷剂来弥补。在供需向好支撑下我们认为制冷剂景气向上拐点或将提前到来。

2) 市场担忧三代制冷剂的使用长期而言亦将受到约束，或影响公司长期盈利增长。我们认为，一方面大部分发展中国家三代制冷剂配额首次削减的协议期较远 (29 年以后)，且短期四代制冷剂高价和技术进展缓慢等仍难以显著替代 HFCs 市场，未来格局优化后的景气周期或较长，同时，碳中和背景下，碳排放配额未来亦或成为稀缺资源，碳交易市场的发展有望助力 HFCs 企业价值的重估；另一方面，公司前瞻性布局下游含氟高分子材料等高附加值产品，未来战略布局已开始转移，远期下游产品的放量不仅持续提升公司产品竞争力，亦将助力公司抵御风险能力以及长期盈利能力的维持。

氟产业链一体化企业，发力高附加值产品

浙江永和制冷股份有限公司（以下简称“永和股份”或“公司”）成立于 2004 年 7 月，并于 2021 年 7 月在上交所上市。公司是国内少有的实现萤石资源、氢氟酸、含氟制冷剂单质及混合制冷剂、含氟高分子材料及单体的含氟产业链一体化布局的氟化工领域领先企业。截至 2021 年底，公司拥有萤石精粉/无水氢氟酸（AHF）/氟碳化学品单质（制冷剂居多）/含氟高分子材料及单体的年产能分别达 8/8.5/14/1.28 万吨，据公司招股书，截至 2020 年底公司 AHF/HCFC-22/HFC-143a/HFC-152a/HFP/FEP 产能分别居国内前五/前十/前三/前三/前五/前五。同时，公司目前在建 13 万吨/年氢氟酸、超过 10 万吨/年氟碳化学品和超过 3 万吨/年含氟高分子材料等产能，未来产业链布局将持续延伸。

图表1：公司产业链及主要产品



注：（1）实线框为公司已投产产能，虚线框为在建或拟建产能；（2）实线框中，浅蓝色代表产品主要用于外售，深蓝色代表产品既可外售又作为原料自用，灰色代表产品为中间产品不外售；（3）内蒙永和生产的 HCFC-22 仅用作其下游生产原料不外售，为中间产品；金华永和生产的 HCFC-22 既可外售又作为原料自用；（4）上图为公司产品布局情况，未覆盖所有业务
资料来源：公司公告，华泰研究

公司目前主要拥有 4 大生产基地（内蒙、金华、衢州和邵武），主要子公司包括金华永和、内蒙永和、邵武永和、华生萤石和华生氢氟酸。其中：

- 1) 华生萤石主要从事萤石矿采和生产等，21 年底具备 8 万吨/年萤石产能，自用为主；
- 2) 华生氢氟酸，主要从事 AHF 的生产和销售，21 年底具备 3.5 万吨/年 AHF 产能；
- 3) 金华永和，主要生产氟碳化学品单质和含氟高分子材料及单体，21 年底具备 2.5 万吨/年 HCFC-22 和 0.42/0.75/0.06 万吨/年 FEP/TFE/PTFE；
- 4) 内蒙永和，公司目前主要的一体化生产基地，具备 AHF、氟碳化学品单质和含氟高分子材料及单体等多种产品产能，并在建 PVDF 和全氟己酮等生产线；
- 5) 邵武永和，公司 IPO 项目主要规划建设的生产基地，位于福建邵武，将主要布局 AHF、氟碳化学品单质 HCFC-22/HFC-32、FEP/PVDF/PTFE/PFA/PPVE/HFP/HFPO 等多种高分子材料及单体，其中一期项目规划于 22 年底陆续建成投产。

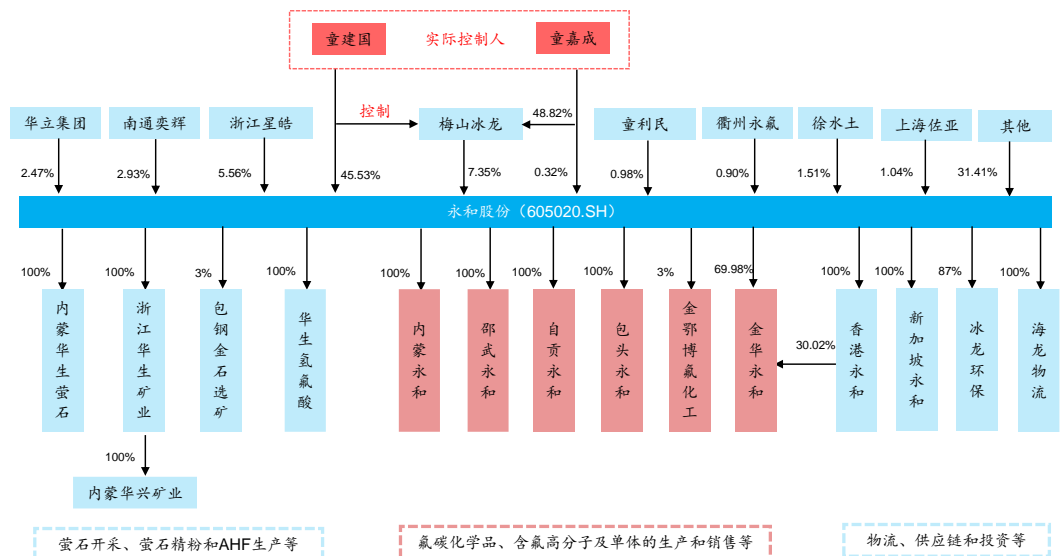
图表2：公司主要产品及产能布局（单位：万吨/年）

业务板块	主要产品名称	主要应用领域	主要生产基地及产能布局					备注
			金华永和	内蒙永和	邵武永和	华生萤石	华生氢氟酸	
氟碳化学品 单质	HCFC-22 (二氟一氯甲烷)	二代制冷剂/高分子原料	2.5	3	在建 7.4	-	-	邵武一期 4.4 万吨 22 年底投产
	HCFC-142b (二氟一氯乙烷)	二代制冷剂/含氟中间体	-	2.4	-	-	-	-
	HFC-32 (二氟甲烷)	三代制冷剂 (房屋空调)	-	1	在建 4	-	-	邵武 4 万吨 22 年底投产
	HFC-125 (五氟乙烷)	三代混合制冷剂/灭火剂	0.3	0.7	-	-	-	-
	HFC-134a (四氟乙烷)	三代制冷剂 (汽车空调)	-	3	-	-	-	-
	HFC-143a (三氟乙烷)	三代制冷剂 (混配用)	-	2	-	-	-	-
	HFC-152a (二氟乙烷)	发泡剂/气雾剂	-	4.5	-	-	-	-
	HFC-227ea (七氟丙烷)	灭火剂	-	1	-	-	-	-
含氟高分子 及单体	FEP (聚全氟乙丙烯)	高温高频等领域制品	0.42	-	在建 1.05	-	-	邵武一期 22 年底投产
	TFE (四氟乙烯)	PTFE、氟橡胶等的单体	0.75	2.7	在建 4.8	-	-	邵武一期 2.8 万吨 22 年底投产
		耐高温、防腐和耐磨等材	0.06	-	在建 1.8	-	-	邵武一期 1 万吨 22 年底投产
	PTFE (聚四氟乙烯)	料						
	HFP (六氟丙烯)	含氟中间体、医药中间体	-	2	在建 1.5	-	-	邵武一期 1 万吨 22 年底投产
	VDF (偏氟乙烯)	PVDF 单体	-	0.7+在建 0.8	-	-	-	内蒙在建 0.8 万吨 23 年投产
	PVDF (聚偏氟乙烯)	涂料、光伏、锂电池等	-	在建 0.6	在建 1	-	-	在建项目均预计 23 年投产
		PPVE 等含氟高分子的单体	-	-	在建 0.3	-	-	邵武项目预计 23 年投产
	HFPO (六氟环氧丙烷)	体						
	PPVE (全氟正丙基乙烯基醚)	氟塑料、PFA 等的单体	-	-	在建 0.05	-	-	邵武项目预计 22 年底投产
氟化工原料	PFA (可溶性聚四氟乙烯)	耐磨、耐腐蚀等器件	-	-	在建 0.3	-	-	邵武项目预计 22H2 投产
	全氟己酮	冷却液、灭火剂	-	在建 1	-	-	-	预计 24 年前全部投产
	AHF (无水氢氟酸)	含氟材料的基础原料	-	5	在建 10	-	3.5	邵武一期 5 万吨 22H2 投产
	电子级氢氟酸	电子化学品	-	-	在建 3	-	-	邵武项目预计 24 年投产
	萤石	氟化工、冶金和建材等	-	-	-	8	-	-

资料来源：公司公告，华泰研究

公司控股股东为童建国先生，实际控制人为童建国和童嘉成父子，同时童利民女士与童建国先生为一致行动人。截至 22Q3 末童建国先生直接持有公司 45.53% 股权，并通过其实际控制的合伙企业梅山冰龙（系公司员工持股平台）持有公司部分股权，童建国先生长期担任公司董事长和总经理，具备多年的氟化工行业从业经验。童嘉成先生现担任公司董事、副总经理，其余前十大股东中，衢州永氟亦为员工持股平台，徐水土先生和童利民女士均来自公司成立初期即持有公司股权，徐水土先生现担任公司董事。整体而言，公司前十名股东多数为公司高级管理人员或重要岗位成员，且长期持有公司股份，股权结构相对稳定。

图表3：公司股权结构图（截至 2022 年三季度末）



资料来源：公司公告，华泰研究

公司主要子公司按照业务类型可分为三类：

- 1) 萤石开采、萤石精粉和 AHF 生产，主要为华生萤石、华生氢氟酸和华兴矿业，其中：华生萤石 21 年总资产/净资产/营收/净利润分别 1.35/1.13/0.92/-0.04 亿元，22H1 分别为 1.14/1.03/0.24/-0.10 亿元；华生氢氟酸 21 年总资产/净资产/营收/净利润分别 2.03/1.23/3.01/0.36 亿元，22H1 分别为 2.12/1.32/1.79/0.07 亿元；
- 2) 氟碳化学品、含氟高分子及单体的生产和销售，主要为内蒙永和、金华永和、邵武永和、浙江永和，其中：内蒙永和 21 年总资产/净资产/营收/净利润 15.7/6.99/15.34/1.56 亿元，22H1 分别为 16.7/7.72/10.13/0.71 亿元；金华永和 21 年总资产/净资产/营收/净利润分别 6.23/3.13/7.16/0.63 亿元，22H1 分别为 6.67/3.82/4.16/0.67 亿元；邵武永和 21 年总资产/净资产/营收/净利润分别 7.05/5.21/0.01/-0.09 亿元，22H1 为 11.23/5.38/NA/-0.14 亿元；
- 3) 物流、供应链和投资管理等，主要为香港永和、冰龙环保和海龙物流等。

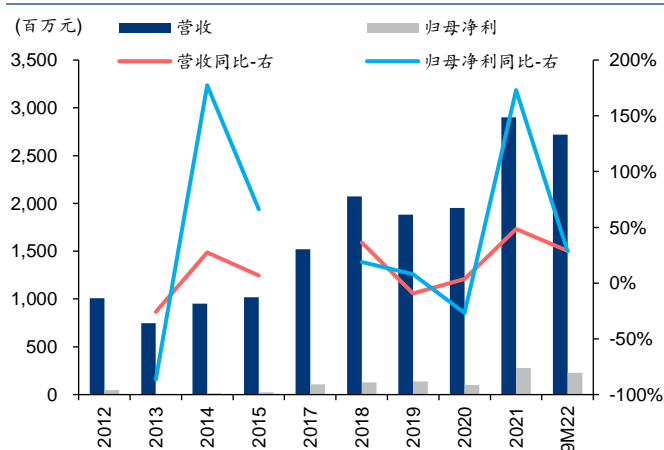
图表4：永和股份主要子公司及经营情况

子公司	持股比例	地区	主营业务	成立日期	21 年/22H1 总资产	21 年/22H1 净资产	21 年/22H1 营收	21 年/22H1 净利润
华生萤石	100%	内蒙古乌兰察布	萤石矿开采、萤石精粉生产	2006 年 6 月	1.35/1.14	1.13/1.03	0.92/0.24	-0.04/-0.10
华生氢氟酸	100%	内蒙古乌兰察布	氢氟酸生产和销售	2008 年 3 月	2.03/2.12	1.23/1.32	3.01/1.79	0.36/0.07
浙江华生矿业	100%	浙江杭州	萤石产业投资平台	2007 年 10 月	0.07/-	0.07/-	-/-	-/-
内蒙永和	100%	内蒙古乌兰察布	氟碳化学品生产和销售	2011 年 8 月	15.70/16.70	6.99/7.72	15.34/10.13	1.56/0.71
邵武永和	100%	福建邵武	含氟高分子、氟碳化学品	2017 年 12 月	7.05/11.23	5.21/5.38	0.01/-	-0.09/-0.14
自贡永和	100%	四川自贡	氟化工材料生产与销售	2022 年 1 月	-/-	-/-	-/-	-/-
包头永和	100%	内蒙古包头	氟化工材料生产与销售	2021 年 11 月	-/-	-/-	-/-	-/-
金华永和	100%	浙江金华	氟化学品及含氟高分子材料	2004 年 11 月	6.23/6.67	3.13/3.82	7.16/4.16	0.63/0.67
香港永和	100%	香港	金华永和持股平台、出口贸易	2011 年 12 月	0.78/-	0.77/-	-/-	0.15/-
新加坡永和	100%	新加坡	贸易及投资	2022 年 10 月	-/-	-/-	-/-	-/-
冰龙环保	87%	浙江衢州	含氟产品销售	2017 年 11 月	0.14/-	0.08/-	-/-	0.01/-
海龙物流	100%	浙江衢州	化学品专业运输和管理平台	2014 年 7 月	0.33/-	0.17/-	-/-	0.05/-

注：(1) 持股比例为直接+间接持股比例合计；(2) 经营数据单位均为亿元；(3) 新加坡永和为公司 2022 年 10 月 28 日公告拟设立，尚未设立完成
资料来源：公司公告，华泰研究

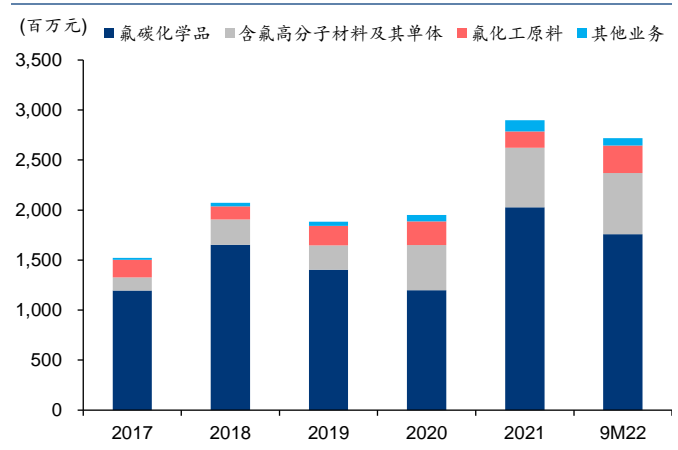
近年来伴随产能规模扩张和产销增长，公司经营规模持续提升，21 年公司营收/归母净利 29.0/2.8 亿元，同比增 49%/173%，13-21 年 CAGR 分别达 12%/22%，22 年前三季度公司营收/归母净利分别同比增 28.9%/28.5%至 27.2/2.3 亿元，延续良好增长态势，其中 22Q3 营收 9.6 亿元，同环比+20%/-7%，归母净利 0.91 亿元，同环比+38%/+40%。

图表5：公司营收和归母净利润变化情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：公司分板块收入情况

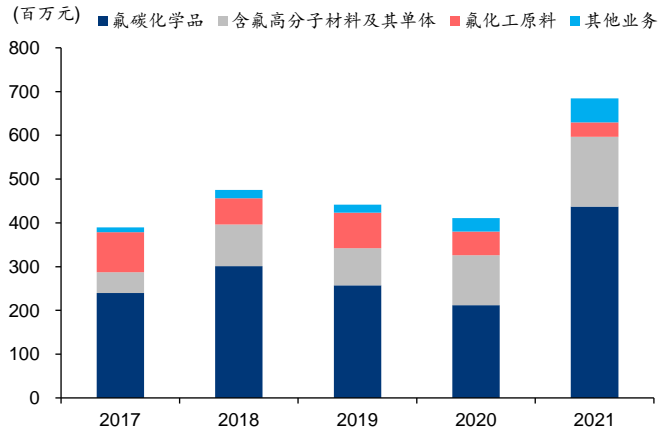


资料来源：公司公告，华泰研究

分板块看，公司氟化工原料自产自用居多，因此收入和毛利贡献较低，氟碳化学品板块系近年营收和毛利贡献的主要来源，但随着公司含氟高分子材料及单体产品线的持续扩容和产销规模增长，含氟高分子材料及单体板块盈利贡献逐渐提升。具体来看，17-9M22 氟碳化学品营收占比分别约 79%/80%/74%/61%/70%/65%，含氟高分子材料及单体营收占比分别约 9%/12%/13%/23%/21%/22%，17-21 年氟碳化学品、含氟高分子材料及单体的毛利贡献占比分别约 61%/63%/58%/52%/64%、12%/20%/19%/28%/23%。

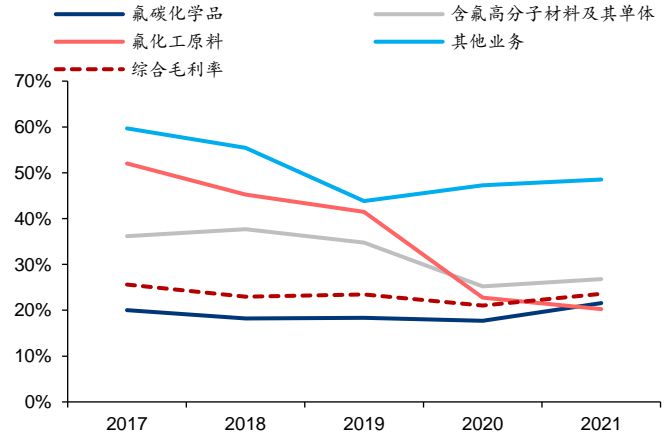
毛利率方面，18-20 年因氟碳化学品（制冷剂为主）行业扩产较多导致市场竞争激烈，公司氟碳化学品毛利率整体有所回落，21 年需求复苏下，板块毛利率同比有所改善，17-21 年该板块毛利率分别 20.0%/18.2%/18.4%/17.7%/21.6%；含氟高分子材料及单体板块，20 年因需求低迷以及 21 年因上游含氟原料涨价等影响，板块毛利率有所承压，17-21 年板块毛利率分别约 36.2%/37.7%/34.8%/25.2%/26.8%。因氟碳化学品盈利贡献占比较高，公司综合毛利率变化趋势整体与氟碳化学品毛利率较为一致，17-21 年分别为 25.6%/22.9%/23.4%/21.0%/23.6%。

图表7：公司分板块毛利情况



资料来源：公司公告，华泰研究

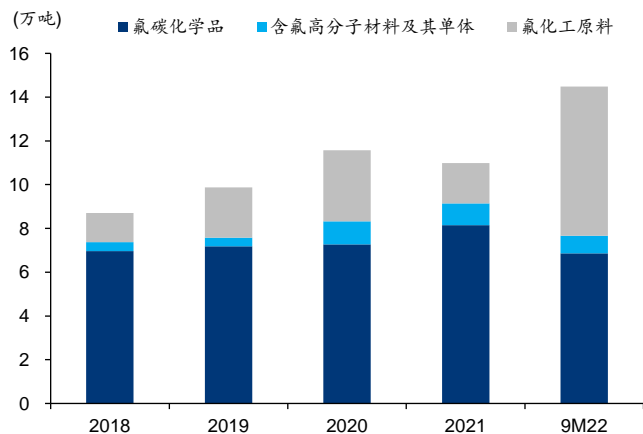
图表8：公司分板块毛利率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

产销和价格方面，18-9M22 氟碳化学品板块销量分别 7.0/7.2/7.3/8.1/6.9 万吨，均价分别为 2.38/1.95/1.65/2.49/2.56 万元/吨，伴随 21 年以来需求回升以及上游原料涨价等带动，公司板块产品均价有所提升；18-9M22 含氟高分子材料及单体板块销量分别 0.41/0.40/1.05/1.00/0.79 万吨，均价分别为 6.10/6.02/4.29/5.97/7.71 万元/吨，21 年以来公司 FEP 等高附加值产品放量，叠加上游原料涨价及需求支撑，板块产品均价亦显著提升。

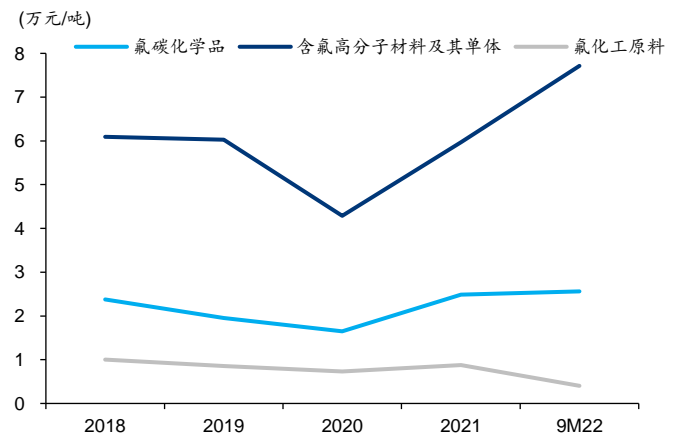
图表9：公司分板块销量情况



注：22 年前三季度氟化工原料销量显著增加主要系公司调整产品分类所致，氟化工原料板块内新增一氟甲烷、氯化钙和氯化钙母液等产品

资料来源：公司公告，华泰研究

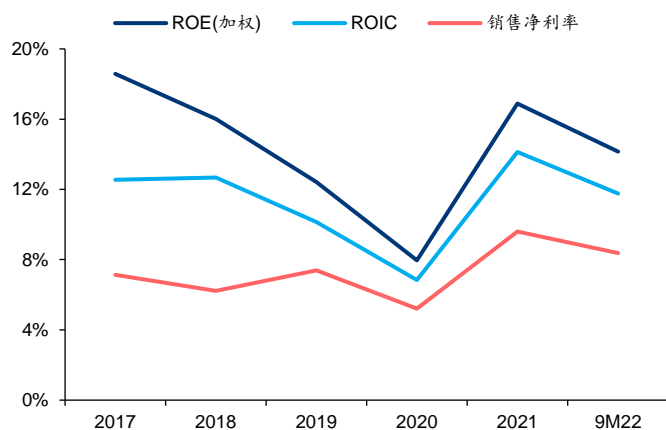
图表10：公司分板块销售均价情况



资料来源：公司公告，华泰研究

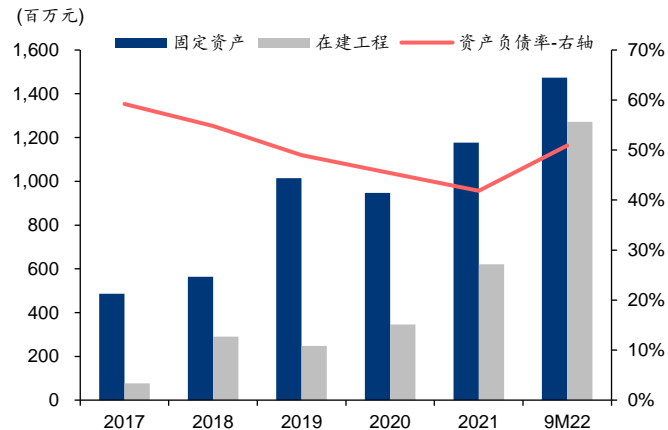
18-20 年因制冷剂行业相对低迷，公司净利率、ROE 和 ROIC 有所回落，21 年以来需求端复苏叠加含氟高分子材料等贡献，带动公司净利率、ROE 和 ROIC 较 20 年的低谷均有显著回升。从固定资产和在建工程角度，近年来公司保持较高的资本开支，不断扩充氟碳化学品单质和含氟高分子材料及单体产能，尤其高附加值的含氟高分子材料方面产品线布局 and 产能建设持续加码，22Q3 末公司在建工程余额 12.7 亿元，较年初增加 6.5 亿元，未来伴随新增产能陆续投放及高附加值产品放量，公司盈利有望延续良好增长。

图表 11: 公司净利率、ROE 及 ROIC 变化情况



注：22 年前三季度的 ROE 和 ROIC 数据为年化数据
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 12: 公司固定资产、在建工程和资产负债率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

三代制冷剂迎来配额约束，供需向好支撑景气回升

2022 年底三代制冷剂配额将冻结，行业供给迎来约束

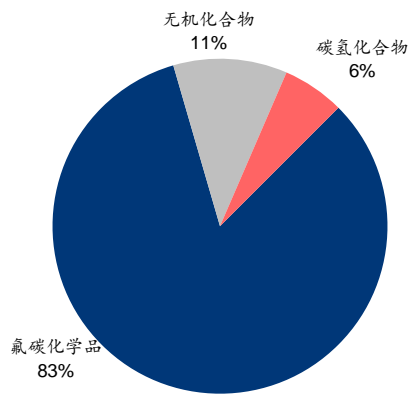
氟碳化学品主要用作制冷剂、发泡剂、气雾剂、灭火剂和含氟高分子原料等，目前制冷剂领域居多，据 CEMAC，2019 年全球 83% 蒸汽压缩制冷剂为氟碳化学品。制冷剂经过多年发展，已有四代产品，其中：一代为氯氟烃（CFCs），因严重破坏臭氧层，全球已淘汰并禁止；二代为氢氯氟烃（HCFCs），主要品种为 HCFC-22 和 HCFC-142b 等，其消耗臭氧潜能值（ODP）较 CFCs 低，但发达国家也已基本淘汰，国内实行配额制并逐渐减产；三代为氢氟烃（HFCs），主要品种为 HFC-32、HFC-134a 及单质混配剂 R410a 等（注：HCFC-和 HFC-均可简称 R，全文同此处理），HFCs 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，国内将进入配额期；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，主流产品尚未确定。

图表13：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，目前少部分发达国家已开始削减用量
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，现有 HFO-1234ze 和 HFO-1234yf 等产品价格较高，主要在部分发达国家推广使用

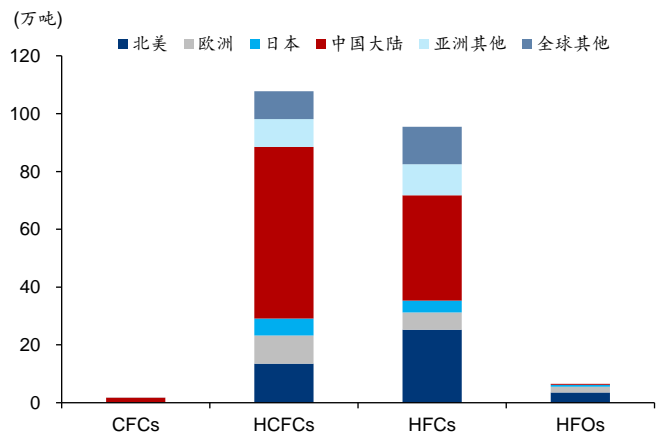
资料来源：永和股份招股说明书，华泰研究

图表14：2019 年全球蒸汽压缩制冷剂类型以氟碳化学品为主



资料来源：CEMAC，华泰研究

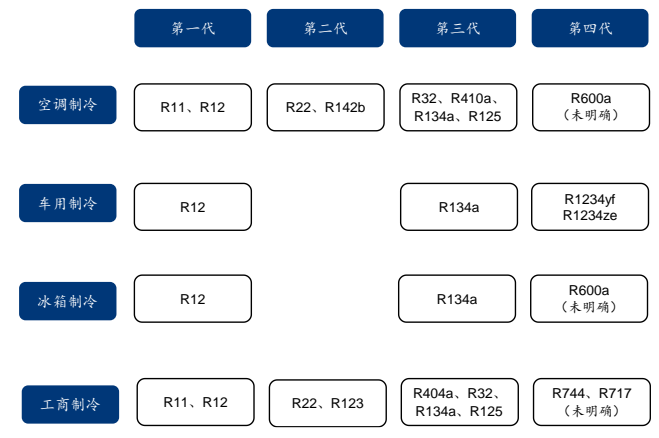
图表15：2019 年全球氟碳化学品消费以 HCFCs 和 HFCs 为主



资料来源：IHS，华泰研究

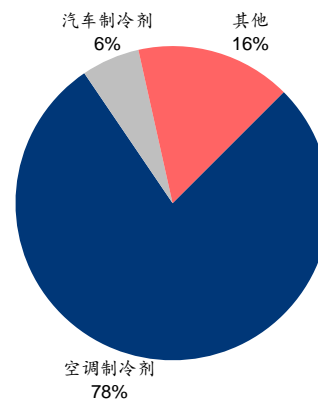
据 IHS，2019 年全球 HCFCs 消费量约 108 万吨，其中以中国大陆为主（占比约 55%），伴随全球 HCFCs 排放配额削减，多数国家（包括国内）HCFCs 消费转用做下游含氟高分子材料等原料为主的居多；2019 年全球 HFCs 消费量约 96 万吨，其中北美和中国大陆占比分别约 26%/38%。从制冷剂具体应用领域和品种来看，据 CEMAC，目前空调领域主要品种为 R32、R125、R134a 以及 R410a（系 R32 和 R125 约 1:1 混合）等三代制冷剂；车用空调制冷剂领域以 R134a 为主，同时 R1234yf 等四代制冷剂在部分发达国家开始应用；冰箱制冷和工商制冷等领域也普遍使用 R134a、R143a 和 R32 等单质或 R404a 等三代制冷剂。

图表16：不同领域的主流制冷剂应用品种



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17：2019年国内制冷剂主要应用领域占比

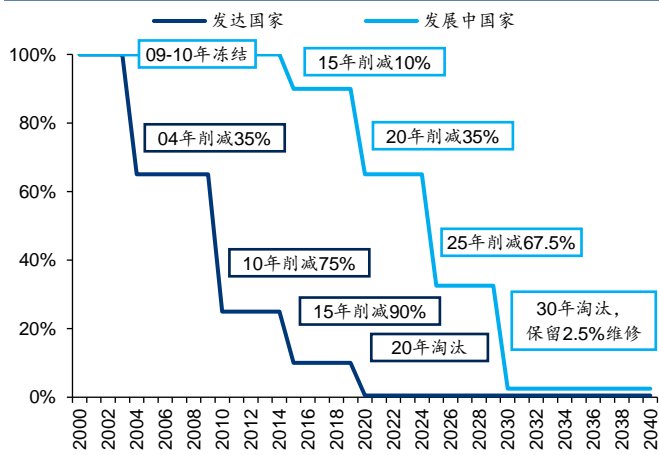


资料来源：华经产业研究院，华泰研究

全球二代制冷剂进入淘汰尾声，三代制冷剂亦进入配额冻结和淘汰周期

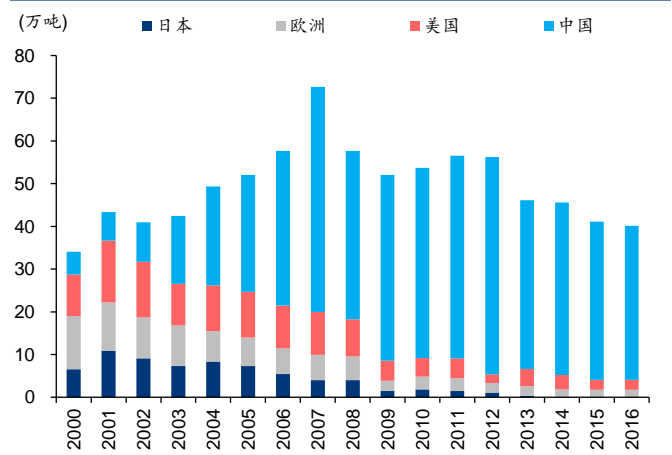
二代制冷剂 (HCFCs) 因对臭氧层有破坏作用，按照《蒙特利尔协定书》，全球作为制冷剂使用的 HCFCs 已进入淘汰尾声，其中发达国家于 2020 年需削减 99.5%，仅保留少量用于存量设备的维修，发展中国家 (含中国) HCFCs 配额于 2010 年冻结，在 2015 年和 2020 年分别削减 10% 和 35%，同时 2025 年将削减 67.5%，2030 年基本淘汰，仅保留 2.5% 用于存量设备维修。据 CEMAC，2016 年日本、欧洲和美国 HCFCs 合计产量仅 4 万吨，较 2010 年已减少 57%，中国 2016 年 HCFCs 产量较 2010 年的配额冻结期也已减少 18%。

图表18：全球二代制冷剂已进入淘汰尾声



注：(1) 发达国家配额基准为 1989 年氟氯烃生产量+1989 年氟氯化碳生产量和 1989 年氟氯烃消费量的 2.8%+1989 年氟氯化碳消费量的 2.8%；(2) 发展中国家配额基准为 2009-2010 年生产量的平均数
资料来源：《蒙特利尔协定书》，永和股份招股说明书，华泰研究

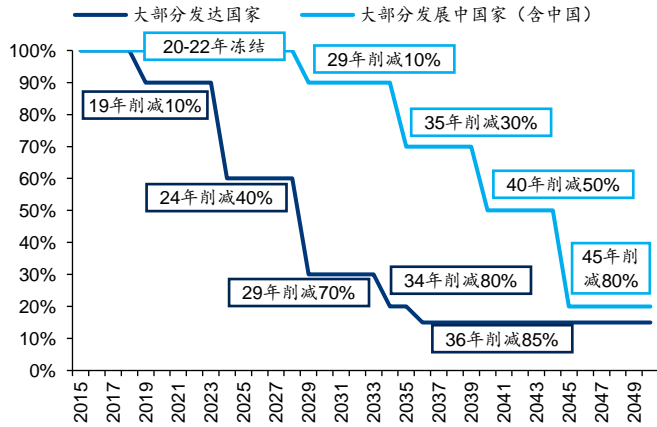
图表19：欧美和日本等发达国家二代制冷剂基本削减完成



资料来源：CEMAC，华泰研究

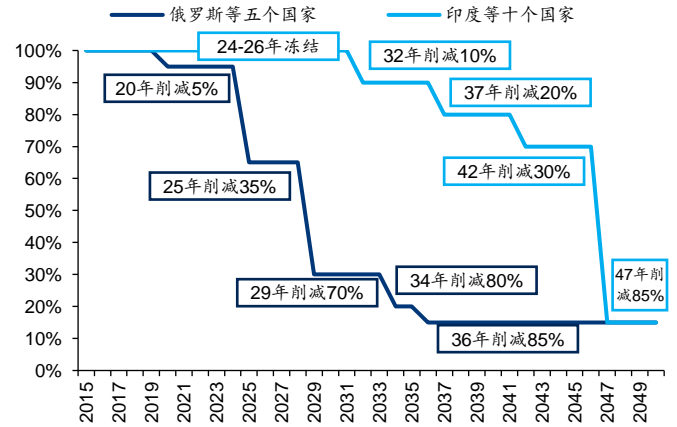
三代制冷剂 (HFCs) 虽然 ODP 值为 0，但由于其 GWP 值较高、温室效应较强，2016 年《蒙特利尔协定书》缔约方达成《基加利修正案》，旨在限控 HFCs 的生产和使用。根据《基加利修正案》，大部分发达国家 HFCs 生产和使用配额需于 19 年/24 年/29 年/34 年/36 年分别完成 10%/40%/70%/80%/85% 的削减，大部分发展中国家 (含中国) 的 HFCs 配额需于 22 年冻结，并于 29 年/35 年/40 年/45 年分别完成 10%/30%/50%/80% 的削减，俄罗斯等五个国家、印度等十个国家削减安排略有不同，但亦分别设定了削减安排。我国于 2021 年正式接受《基加利修正案》，成为修正案的第 122 个缔约方，按照协议内容，国内 HFCs 生产和使用配额将于 22 年底冻结，配额基准限制为 20-22 年的平均值。

图表20: 22年底大部分发展中国家(含中国)三代制冷剂配额将冻结



注: (1) 发达国家配额基准为 2011-2013 年 HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 15%;
 (2) 发展中国家配额基准为 2020-2022 年 HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 65%
 资料来源:《蒙特利尔协定书》, 永和股份招股说明书, 华泰研究

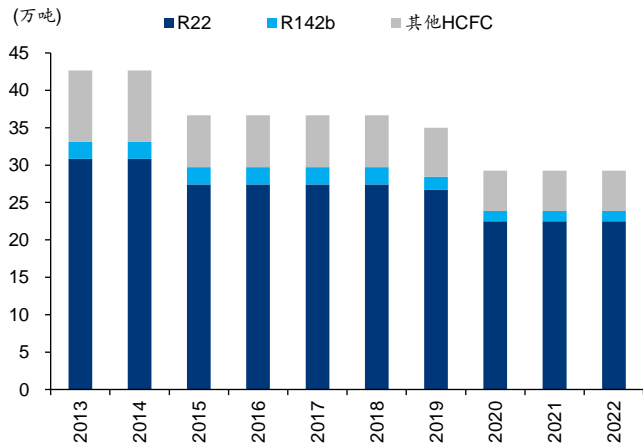
图表21: 俄罗斯、印度等十五个国家三代制冷剂配额削减安排



注: (1) 俄罗斯等五国基准为 2011-2013 年 HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 25%;
 (2) 印度等十国基准为 2024-2026 年 HFCs 平均值+HCFCs 基线值的 65%
 资料来源:《蒙特利尔协定书》, 永和股份招股说明书, 华泰研究

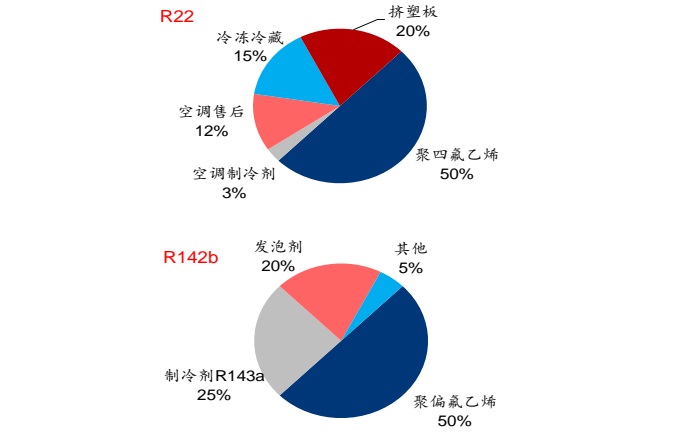
伴随 HCFCs 作为制冷剂使用配额的削减, 近年来国内 R22 和 R142b 等主流的二代制冷剂品种开始逐渐转为下游含氟高分子和含氟精细化学品等生产的原材料(作为下游原料的 HCFCs 扩产不受配额的约束), 据百川盈孚, 2021 年国内 R22 的下游消费占比中, 用于制冷领域(空调制冷剂+空调售后+冷冻冷藏)的占比仅 30%, 其余主要用于 PTFE 和挤塑板等领域, R142b 用于制冷剂领域的占比仅 25%, 其余用于 PVDF 和发泡剂等领域。

图表22: 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

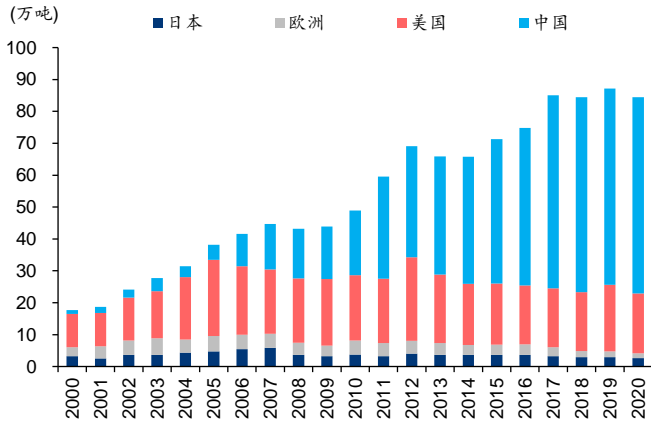
图表23: R22 和 R142b 下游应用中制冷剂占比已不高(2021 年)



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

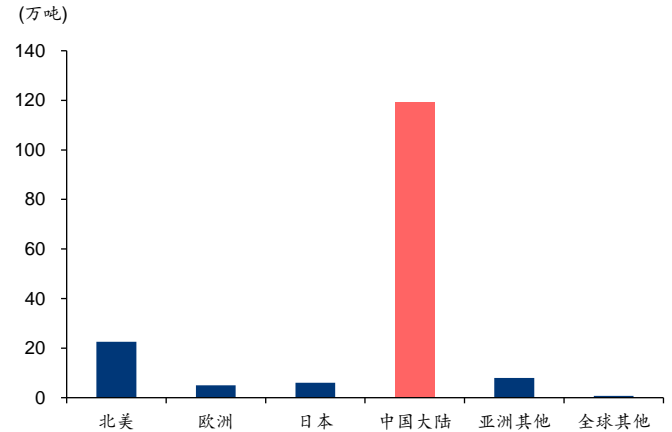
据 CEMAC、IHS 和百川盈孚, 近年来欧洲、美国和日本 HFCs 产量已逐年削减, 2020 年合计较 2012 年已减少约 33%, 国内方面, 由于制冷剂企业为在基线年来临之前争取更多配额, 近年来企业扩产较多, HFCs 产量整体亦呈上升趋势, 2020 年国内 HFCs 产量约 62 万吨, 较 2012 年增长约 77%。另一方面, 由于欧美和日本等 HFCs 产能的退出及国内企业的持续扩产, 目前中国已成为全球主要的 HFCs 供给力量, 据 IHS, 2019 年中国大陆 HFCs 产能约 119 万吨, 占全球比重达 74%, 考虑欧美和日本等大部分发达国家 2024 年将再度削减 HFCs 的生产和消费, 未来几年中国 HFCs 的供给变化将成为全球 HFCs 供给的主导变量。

图表24：发达国家三代制冷剂（HFCs）产量逐渐削减



资料来源：CEMAC, IHS, 百川盈孚, 华泰研究

图表25：全球三代制冷剂（HFCs）产能以中国为主（2019年）

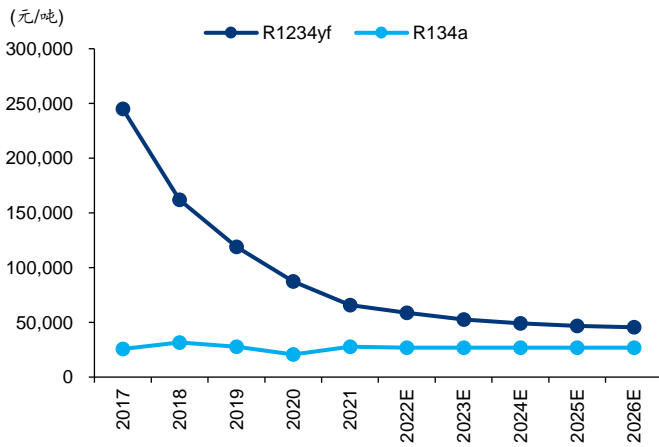


资料来源：IHS, 华泰研究

四代制冷剂应用尚不成熟，规模化技术和产品价格是主要制约

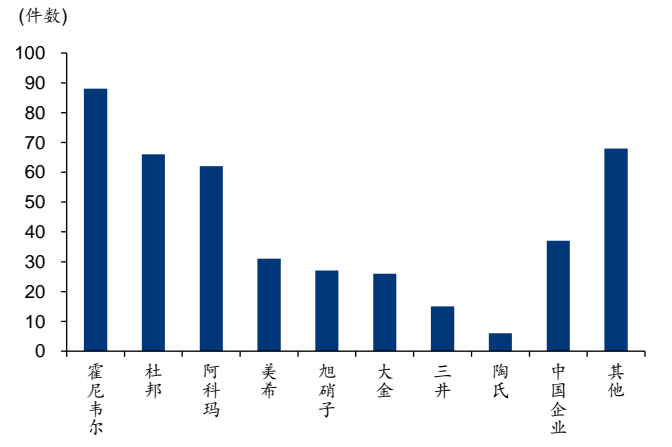
目前四代制冷剂品种中，仅海外部分高端汽车的空调制冷领域开始采用 R1234yf 等作为三代制冷剂 R134a 的替代品种，且以 R1234yf 为代表的四代制冷剂专利主要掌握在霍尼韦尔、杜邦、阿科玛等国外企业，受限于价格和专利技术制约，四代制冷剂大面积推广仍有限。据 CEMAC 预计，22-26 年的未来 5 年内，伴随企业技术的进步，R1234yf 的价格有望逐渐下降，但仍将显著高于 R134a，且为了抵消部分高价的影响，三、四代制冷剂混配的模式亦是一种有效的方案。

图表26：R-1234yf（四代）价格仍显著高于 R134a（三代）



资料来源：CEMAC, 华泰研究

图表27：R-1234yf 授权专利以国外企业为主（1992-2016 年合计）



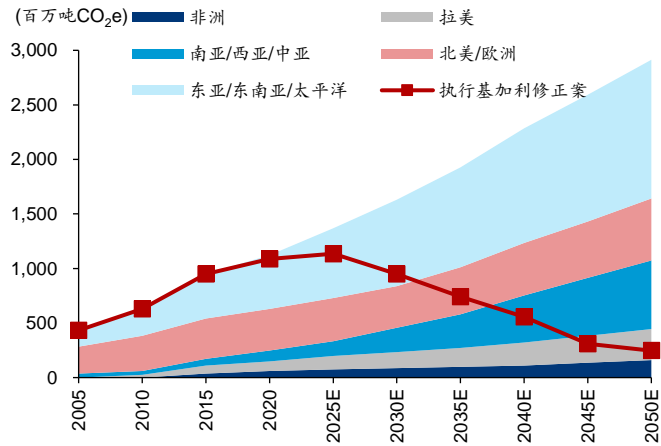
资料来源：CEMAC, 华泰研究

综合而言，三代制冷剂作为目前主流的制冷剂品种，其供给端将迎来约束，而四代制冷剂因技术和价格等问题短期难以大规模推广使用，因此三代制冷剂供给端的收缩或将显著影响未来几年制冷剂的景气变化，而中国是全球 HFCs 的主要供给端力量，将主导未来几年全球制冷剂市场的竞争格局。

供需格局向好，三代制冷剂市场有望回暖

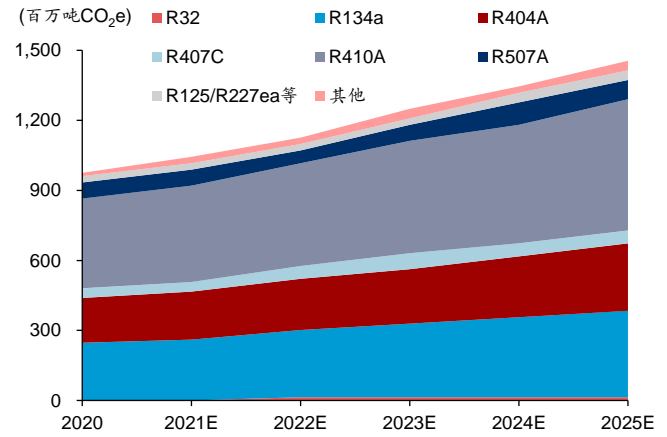
据 Climate & Clean Air Coalition，在执行《基加利修正案》的环境下，全球 HFCs 排放量有望在 2025 年左右出现拐点，而在此之前，因部分发展中国家协议执行期相对较晚（如印度等十国）等因素，20-25 年全球 HFCs 排放量或仍有增长，对应 R32、R134a 及混合制冷剂 etc 三代制冷剂品种的需求仍有望维持增长。

图表28：2005-2050 年全球 HFCs 排放当量及预测



资料来源：Climate & Clean Air Coalition，华泰研究

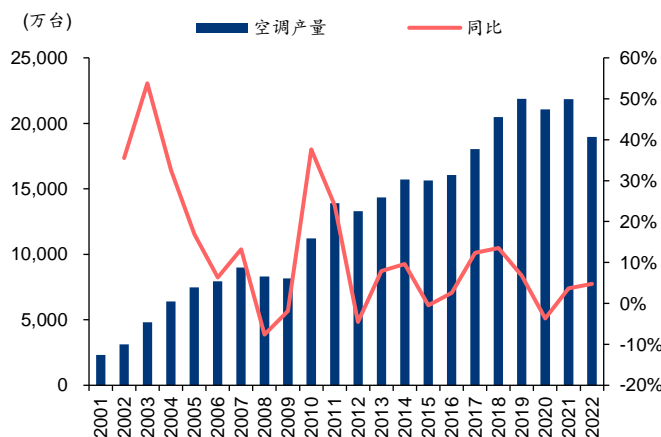
图表29：全球不同类型 HFCs 排放当量及预测



资料来源：Climate & Clean Air Coalition，华泰研究

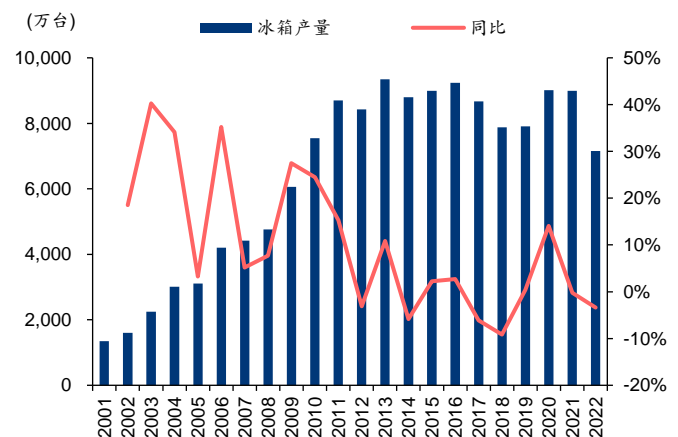
国内方面，制冷剂的三大主要应用领域（空调、汽车和冰箱）中：1）空调领域，2010-2011 年家电下乡和以旧换新等政策下，空调产量出现一轮显著增长，因空调维修/换新周期约 6 年，叠加房地产后周期，2017-2019 年空调产量再次出现一轮显著增长，而据国家统计局，22 年前 10 月国内空调产量 1.90 亿台，同比+5%，考虑新一轮 6 年维修/换新周期来临，未来 2-3 年内国内空调产量增速有望延续增长；2）冰箱领域，近年国内冰箱产量整体增速放缓，据国家统计局，22 年前 10 月国内冰箱产量 7159 万台，同比-3%，考虑居民空调保有量仍有一定提升空间叠加更新迭代需求，预计未来 2-3 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等带动，21 年国内汽车产量同比+8%至 2653 万辆，22 年前 10 月延续 8%左右的同比增速，考虑新能源车产销带动等因素，预计未来 2-3 年国内汽车产量亦有望维持增长态势。

图表30：国内空调产量及增速（截至 22 年 10 月）



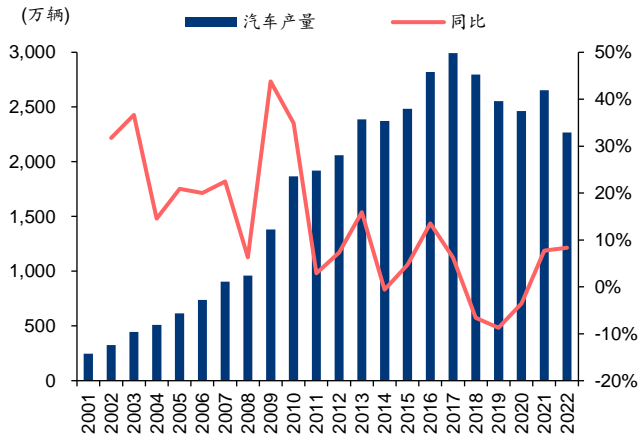
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表31：国内冰箱产量及增速（截至 22 年 10 月）



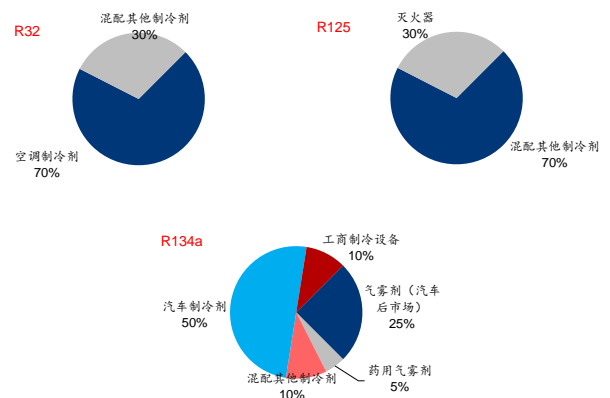
资料来源：国家统计局，华泰研究

图表32: 国内汽车产量及增速(截至22年10月)



资料来源: 国家统计局, 华泰研究

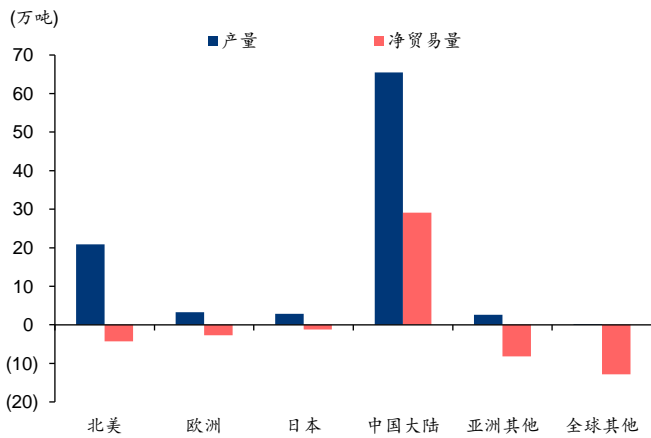
图表33: 主流三代制冷剂下游以制冷剂为主(2021年)



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

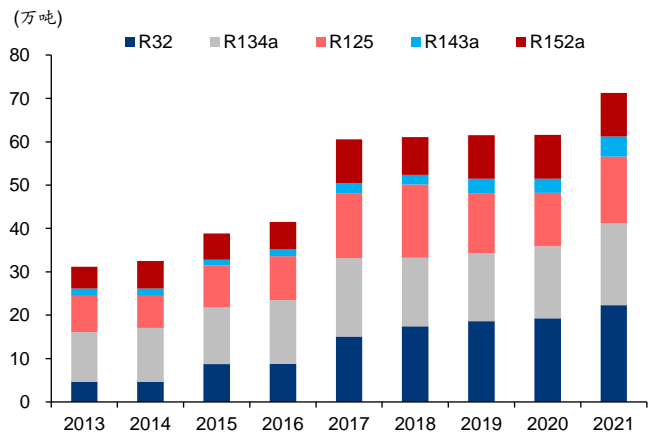
另一方面, 由于维修市场的相对刚性, 伴随国内空调、冰箱和汽车保有量的增长, 维修市场对于制冷剂的需求有望持续增长, 尤其新一轮空调维修和更新周期来临, 有望带动空调制冷剂维修市场需求景气的显著提升。同时, 由于国内是全球 HFCs 生产和出口贸易的主要力量, 伴随发达国家制冷剂产能的退出及印度等市场需求增长, 出口端的 HFCs 需求亦有望维持增长。而由于目前主流的三代制冷剂(如 R32、R125 和 R134a)下游消费都以制冷剂为主, 伴随 2022 年底配额约束节点临近, 供给端面临收缩的情况下, 供需格局向好有望支撑三代制冷剂景气改善。

图表34: 全球 HFCs 生产和出口贸易以中国为主(2019年)



资料来源: IHS, 华泰研究

图表35: 国内主流三代制冷剂产量情况



资料来源: 产业在线, 百川盈孚, 华泰研究

据我们测算, 因过去三年国内制冷剂企业纷纷扩产抢占配额, 18-22 年制冷剂(包含尚未完全淘汰的部分二代制冷剂)供给过剩格局相对突出, 而伴随 2022 年底国内三代制冷剂配额冻结, 23-24 年国内 HFCs 供给过剩压力有望持续缓解, 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。主要假设包括:

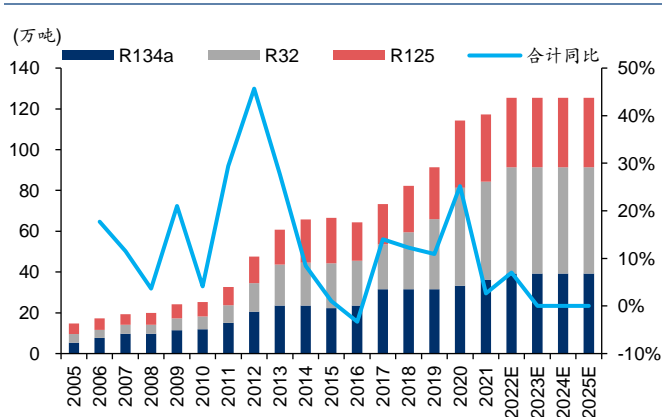
- 1) 需求端: **空调领域**, 17-21 年产量 CAGR 约 5%, 考虑空调渗透率已较高, 我们预计 22-25 年中枢略回落, 约 2%, 参考三美股份招股书, 空调年维修率 20%左右; **冰箱领域**, 考虑 21 年农村/城镇冰箱保有量均已达到 100 台/百户以上, 预计 22-25 年冰箱产量低速增长, 中枢约 1%, 冰箱维修更换制冷剂比例亦较低, 假设为 2%; **汽车领域**, 在新能源车带动下我们预计 22-25 年汽车产量增速维持 3%-5%左右, 参考产业在线数据, 维修率为 10%左右; **出口方面**, 考虑印度等新兴市场需求, 假设 22-25 年出口亦有一定增长, CAGR 约 3%;
- 2) 供给端, HFCs 配额 22 年底冻结及未来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 23-25 年 HFCs 产量为 20-22 年的平均值。另外, 剩余的二代制冷剂配额将于 25 年再次削减 67.5%, 届时亦将影响制冷剂的总供给。

图表36：国内三代制冷剂供需平衡表

项目	单位	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
一、需求端									
(1) 空调领域	空调产量	万台	21866	21065	21836	22272	22718	22945	23174
	新空调制冷剂单耗	kg/台	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	新产空调制冷剂需求	万吨	21.9	21.1	21.8	22.3	22.7	22.9	23.2
	空调保有量	万台	53642	54430	60406	62068	63786	65229	66361
	维修比例	%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
	维修空调制冷剂单耗	kg/台	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
	维修空调制冷剂需求	万吨	8.6	8.7	9.7	9.9	10.2	10.4	10.6
	空调领域总需求	万吨	30.4	29.8	31.5	32.2	32.9	33.4	33.8
(2) 冰箱领域	冰箱产量	万台	7904	9015	8992	9082	9173	9265	9357
	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	2.4	2.4	2.5	2.5
	冰箱保有量	万台	45471	45884	46771	47180	47593	48010	48430
	维修比例	%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
	冰箱维修制冷剂单耗	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	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
	冰箱领域总需求	万吨	2.4	2.6	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8
(3) 汽车领域	汽车产量	万辆	2553	2463	2653	2759	2814	2870	2928
	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	2.3	2.3	2.3
	汽车保有量	万辆	26000	28100	30200	32012	33933	35969	38127
	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%	10%	10%	10%	10%
	维修汽车制冷剂需求	万吨	2.1	2.2	2.4	2.6	2.7	2.9	3.1
	汽车领域总需求	万吨	4.1	4.2	4.5	4.8	5.0	5.2	5.4
(4) 其他领域	R134a/R125 等非制冷领域需求	万吨	9.2	9.2	9.2	9.2	9.7	10.2	10.7
(5) 出口	出口贸易	万吨	29.1	30.0	30.9	31.8	32.8	32.8	32.8
总需求量	空调+冰箱+汽车+其他+出口	万吨	75.3	75.9	78.8	80.7	83.0	84.2	85.4
二、供给端									
(1) 产能	R32	万吨	34.5	48	48	52	52	52	52
	R134a	万吨	31.5	33.3	36.3	39.3	39.3	39.3	39.3
	R125	万吨	25.3	33	33	34.2	34.2	34.2	34.2
	其他	万吨	27	27	27	27	27	27	27
	总产能	万吨	118.3	141.3	144.3	152.5	152.5	152.5	152.5
(2) 产量	R32	万吨	19	19	22	25	22	22	22
	R134a	万吨	16	17	19	23	19	19	19
	R125	万吨	14	12	15	17	15	15	15
	其他	万吨	13	13	15	15	14	14	14
	二代制冷剂配额部分	万吨	35	29	29	29	29	29	14
总产量	总产量	万吨	97	91	101	109	100	100	85
供给缺口	总产量-总需求量	万吨	21.2	15.0	21.8	28.3	17.1	15.9	-0.7

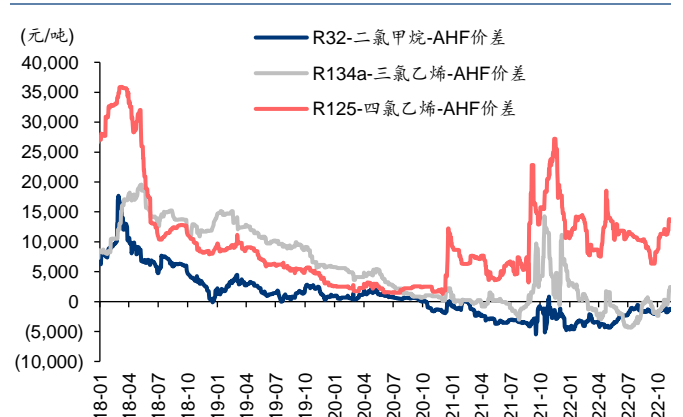
资料来源：国家统计局，产业在线，百川盈孚，产业信息网，三美股份招股说明书，华泰研究预测

图表37：三代制冷剂扩产周期结束



资料来源：百川盈孚，华泰研究

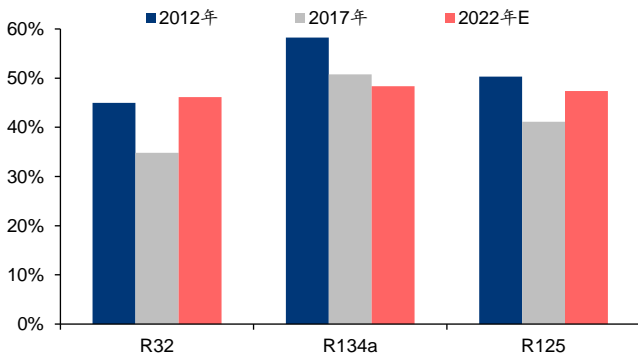
图表38：企业扩产抢占份额导致18年以来三代制冷剂盈利低迷



资料来源：百川盈孚，华泰研究

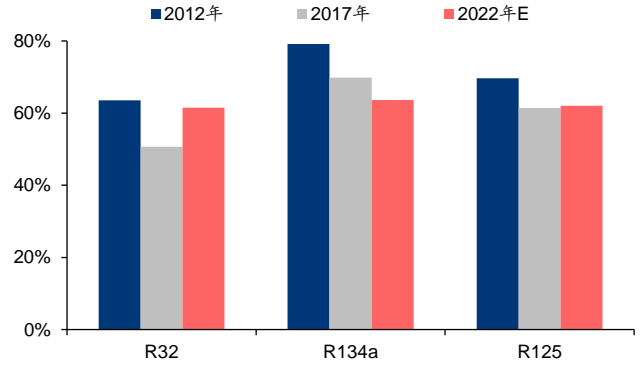
据百川盈孚, 由于制冷剂配额将在 2022 年底冻结, 国内制冷剂企业产能扩充基本抢在 2022 年前完成, 2023-2025 年将基本没有 R134a、R32 和 R125 等新增产能。而由于 2018 年以来大幅扩产导致的供给压力, 主流三代制冷剂 (如 R134a、R32 和 R125) 过去三年价差持续低迷, 且 R134a 和 R32 价差一度跌入负值, 伴随配额冻结, 以及制冷剂产能虽大幅扩充, 但仍集中在龙头企业, 竞争格局稳固后产品景气或迎来改善。

图表39: 主流三代制冷剂的 CR3 产能占比情况



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

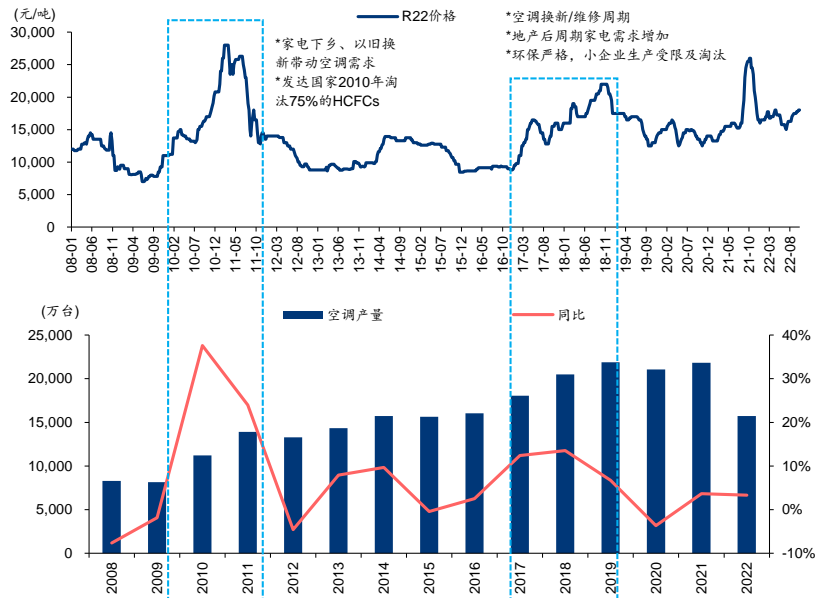
图表40: 主流三代制冷剂的 CR5 产能占比情况



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

对比二代制冷剂 R22 过去十余年的两轮景气周期: 1) 2010-2011 年, 需求端家电下乡和以旧换新政策驱动, 供给端发达国家于 2010 年需淘汰 75% 的 HCFCs; 2) 2017-2018 年, 空调大规模换新/维修周期及房地产后周期家电需求回升, 供给端环保政策限制下国内小企业生产受限以及淘汰。R22 的两轮景气周期均为供需协同, 而目前来看, 2023 年或迎来新一轮的空调换新/维修周期, 且伴随欧美等产能退出, 出口需求支撑良好, 供给端国内 HFCs 配额冻结后产量将受到约束, 新的供需协同下, 我们认为三代制冷剂景气周期有望来临。

图表41: R22 两轮景气周期复盘

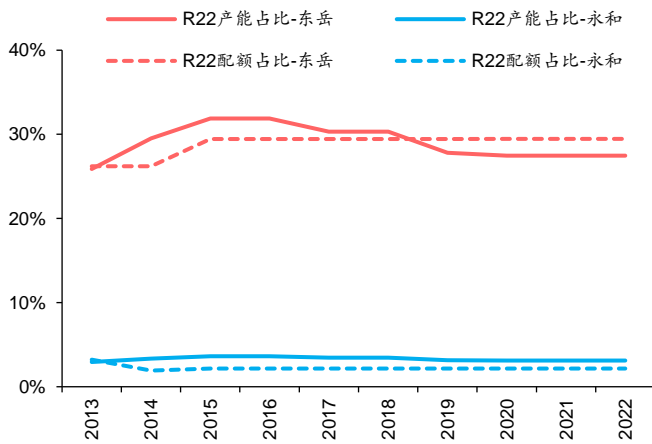


资料来源: 百川盈孚, 国家统计局, 华泰研究

规模和一体化或为三代制冷剂竞争关键，公司二者优势兼具

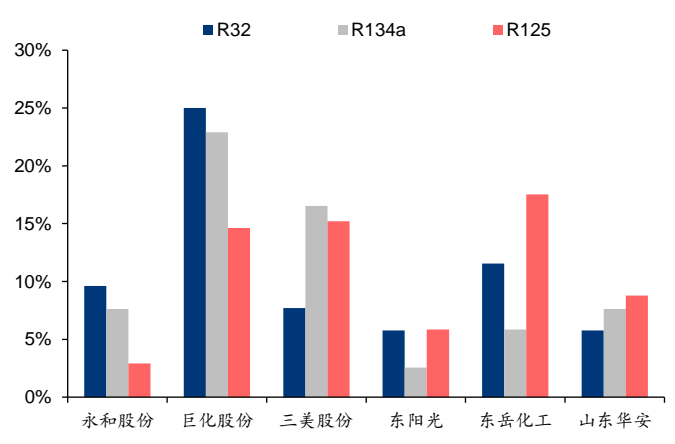
2013-2022 年生态环境部 R22 制冷剂配额下发情况来看，企业配额占比与产能占比关联度较高，永和股份因早期仅金华永和具备 2.5 万吨/年的制冷剂用 R22 产能，因此二代制冷剂配额占比不高。而在三代制冷剂方面，22 年底公司 R32 产能将提升至 5 万吨/年，同时现有 R134a、R125、R143a、R152a 和 R227ea 产能分别 3 万吨/年、1 万吨/年、2 万吨/年、4.5 万吨/年和 1 万吨/年，整体产能规模占比居于同行业前列，尤其 R143a 和 R152a 方面，公司 2021 年国内产能占比分别约 26% 和 24%，均居于国内前三位置。

图表 42: 永和股份二代制冷剂产能和配额占比均不高



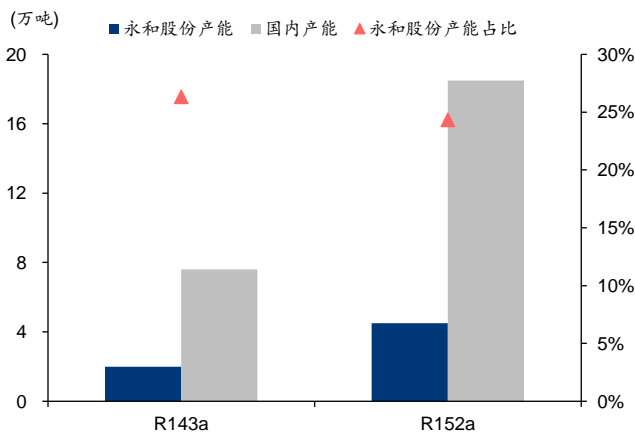
资料来源：生态环境部，百川盈孚，华泰研究

图表 43: 主要制冷剂企业 R32/R143a/R125 产能分布



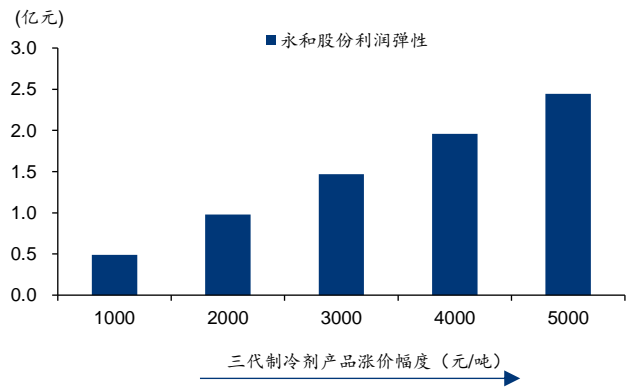
注：统计截至 2022 年 11 月，但包含了永和、巨化和东岳年底前将新增的产能
资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表 44: 永和股份 R143a 和 R152a 产能占比居国内前列



资料来源：永和股份招股说明书，华泰研究

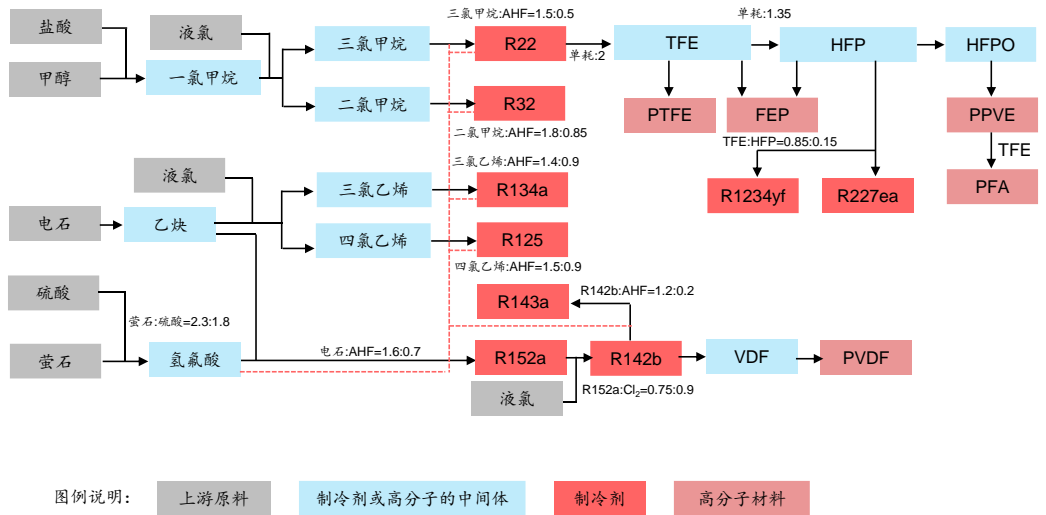
图表 45: 永和股份 HFCs 每吨涨价 1000 元可增厚净利润约 0.5 亿元



注：(1) 公司 HFCs 销量按照 20-22 年的平均销量计算，22 年销量假设前三季度的年化；(2) 增值税率、企业所得税率统一按照 13% 和 25% 计算
资料来源：百川盈孚，公司公告，华泰研究预测

另一方面，氟化工上下游产业链较长，且制冷剂企业资质和产能扩张受环保政策等约束，经过长期发展，国内制冷剂企业，尤其是龙头企业多具备产业链一体化配套能力。与国内主要氟化工上市企业相比，永和股份目前产业链配套亦较为齐全，且据公司 2022 年 10 月 18 日公告（编号 2022-083），公司与雪天盐业签署战略合作协议，将围绕氟化工和氯碱领域开展产业融合和产业链延伸等深度合作，未来公司产业链一体化优势有望进一步延伸。

图表46：含氟制冷剂产业链示意图



资料来源：百川盈孚，永和股份招股说明书，华泰研究

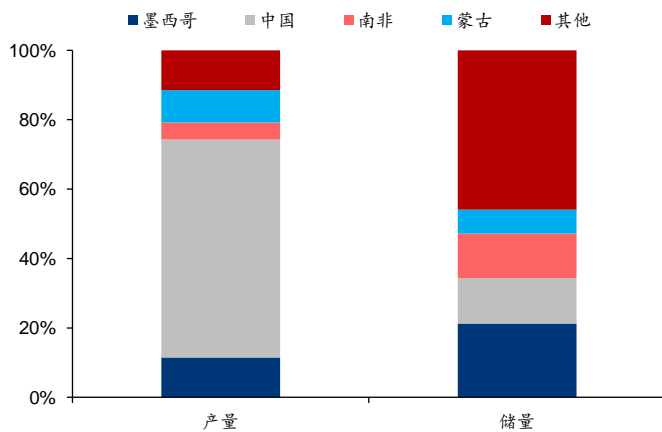
图表47：制冷剂代表性企业产业链配套情况（产能单位：万吨/年，截至22年10月）

企业	萤石	氢氟酸	一氟甲烷	二氟甲烷	三氟甲烷	三氟乙烯	四氟乙烯	R22	R142b	R32	R134a	R125			
永和股份	8	8.5+在建	13	可自产				5.5+在建	7.4	2.4	1+在建	4	3	1	
东岳化工		6+在建	3	10	可自产		可自产	22	3.3 (拟扩至10)	6	1+在建	1.3	6	6	
巨化股份		10+在建	5.5	可自产	可自产	可自产	可自产	8	15	2+在建	8	13	7+在建	2	5
三美股份		13.1						1.5	0.42	4	6.5	5.2			
东阳光				可自产	可自产	可自产			在建	4.5	3	1	2		

资料来源：各公司公告，百川盈孚，华泰研究

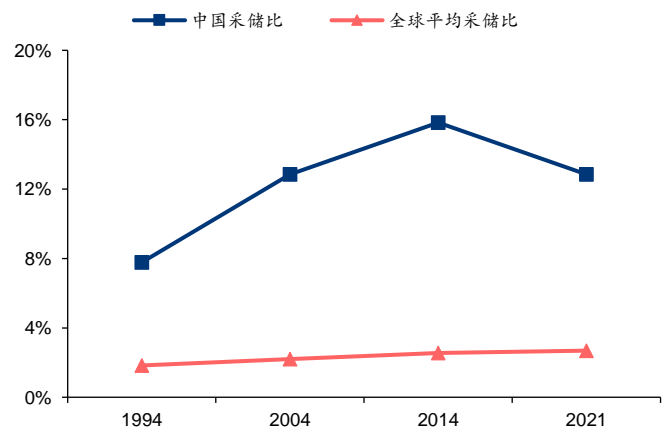
同时，相比其他几家主要氟化工企业，永和股份具备最上游萤石资源的配套能力，21年底产能8万吨/年，并拥有2个采矿权和3个探矿权，已探明萤石资源保有量达329.35万吨。萤石是氟化工领域氟元素的最主要来源，但具备不可再生性，已被列入我国的“战略性矿产目录”，据USGS，2021年国内萤石储量占全球比重约13%，但产量占比达63%，而过去多年国内萤石矿的采储比长期高于全球平均水平，过采程度较为严重。

图表48：21年全球萤石产量和储量占比



注：据USGS，2021年全球萤石总储量和总产量分别约3.2亿吨和860万吨
 资料来源：USGS，华泰研究

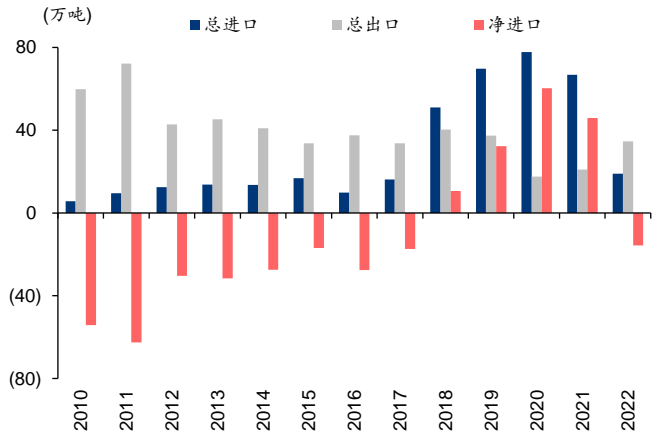
图表49：国内萤石采储比显著高于全球平均水平



资料来源：USGS，华泰研究

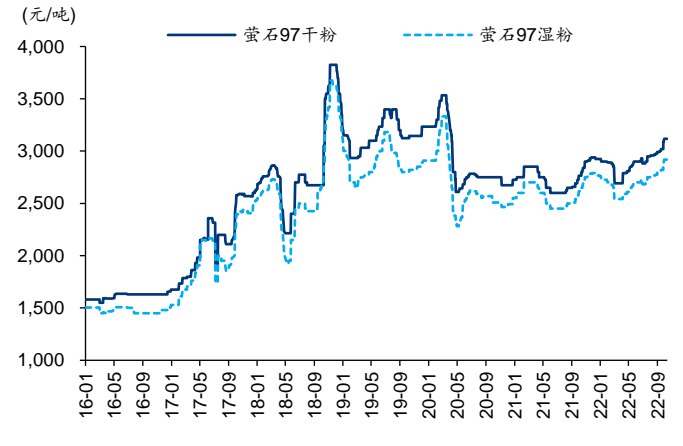
我国2018年由萤石净出口转变为净进口，且进口依存度在增加，但据金石资源2021年年报，21H2以来，因墨西哥、加拿大的两大萤石矿山停产和减产、物流受阻等，国内进口矿源紧缺并且海外对中国萤石矿需求增加，22年再度转为净出口，全球供给紧张下，22年初以来国内萤石价格攀升。伴随制冷剂景气回升以及下游含氟材料等应用增加，叠加资源的不可再生性，未来萤石价格中枢或持续抬升，公司在成本控制等方面有望占据优势。

图表50: 国内萤石进出口情况(截至22年9月)



资料来源: 海关总署, 百川盈孚, 华泰研究

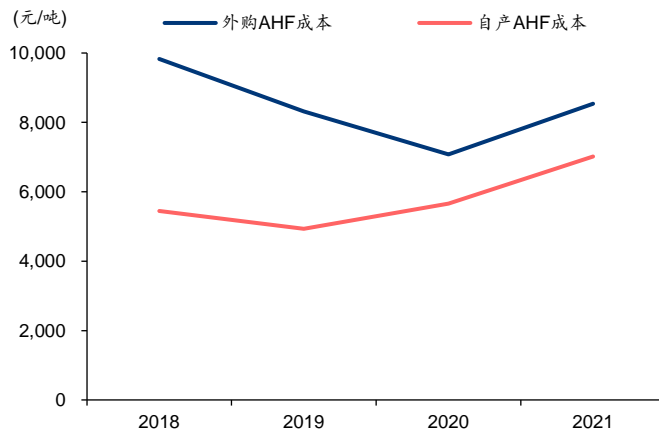
图表51: 国内萤石价格走势



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

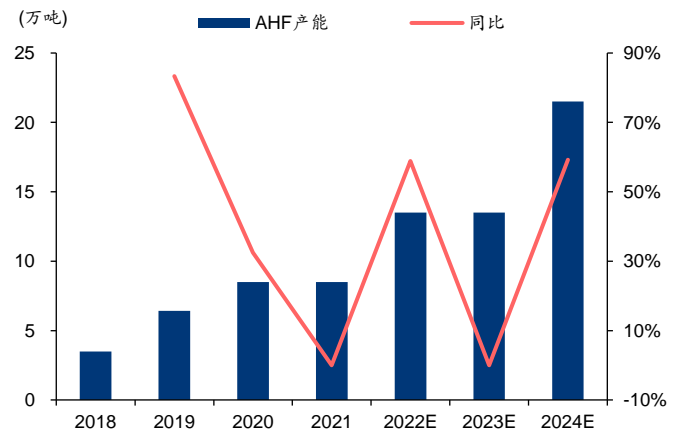
公司同时具备 AHF 的自主生产能力, 且依托萤石资源的部分自给以及公司技术优势, 公司自产 AHF 成本显著低于外购成本, 21 年底公司 AHF 产能 8.5 万吨/年, 至 2024 年底将扩产至约 22 万吨/年(其中含 3 万吨/年电子级氢氟酸产能)。整体而言, 企业配套萤石、硫酸、AHF、甲烷氯化物和乙烯氯化物等产能, 有助于打造一体化和成本优势, 同时也可减少原料供应不稳定的影响(如 21 年以来四氯乙烯进口物流受阻等导致国内 R125 的中间体面临紧缺并且采购价格大幅上涨), 而公司在三代制冷剂的规模和一体化配套等方面优势突出, 且未来通过与氯碱企业合作等, 一体化优势仍有望进一步加强, 长期竞争力得到巩固。

图表52: 公司外购 AHF 成本显著高于自产成本



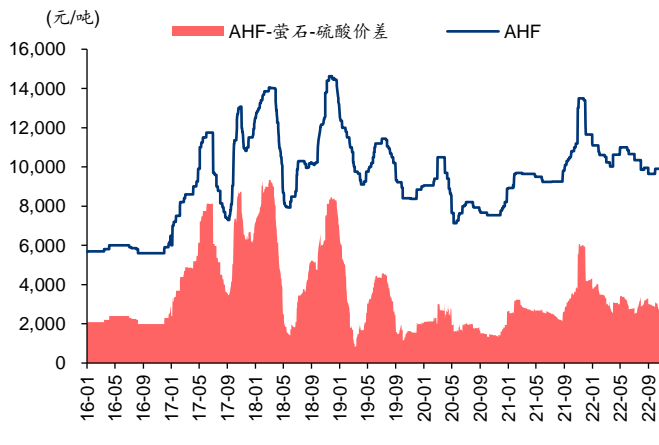
资料来源: 永和股份招股说明书、可转债募集说明书, 华泰研究

图表53: 公司 AHF 产能持续扩张



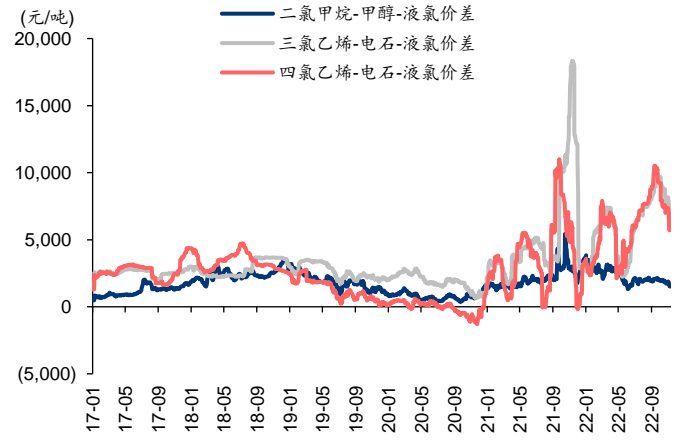
资料来源: 永和股份招股说明书, 华泰研究

图表54: 萤石配套有助于 AHF 企业获取萤石-AHF 环节的利润



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表55: 甲烷氯化物等配套有助于制冷剂企业获取中间体环节利润

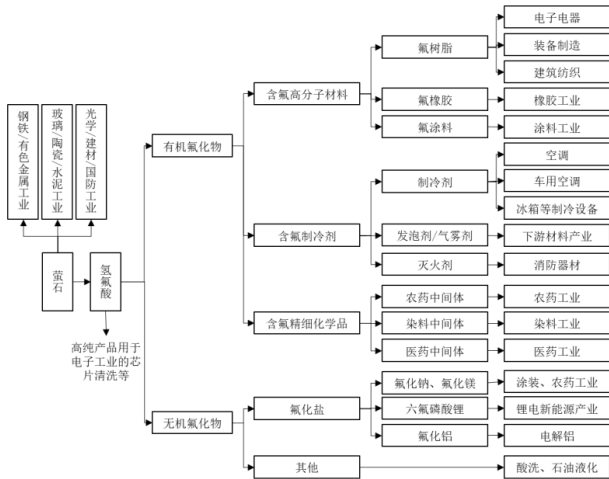


资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

发力含氟精细化工品，高附加值产品提升长期竞争力 下游含氟材料品类丰富且附加值高，公司未来将重点发力布局

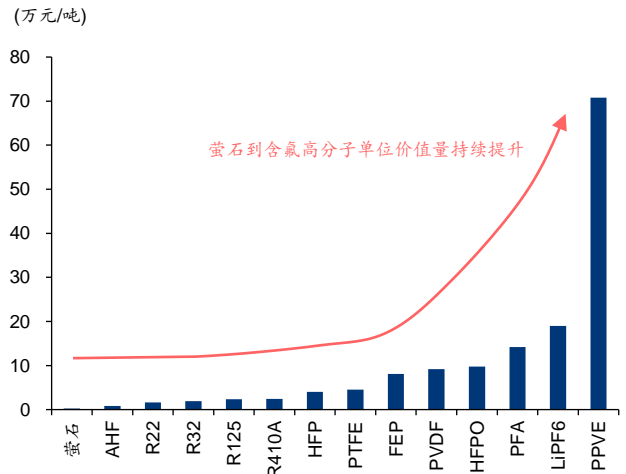
氟化工产业链长且产品种类丰富，下游精细品领域包括含氟高分子材料（如氟树脂、氟橡胶、氟涂料）、含氟精细化学品（如农药中间体、染料中间体、医药中间体）和氟化盐（如六氟磷酸锂）等，且伴随萤石-氢氟酸-制冷剂-含氟高分子产业链持续向下游延伸，含氟材料的单位价值持续提升，呈现非线性扩大，下游含氟材料高附加值属性凸显。

图表56：氟化工产业链简图



资料来源：永和股份招股说明书，华泰研究

图表57：从萤石到含氟高分子材料的单位价值量持续提升



注：各产品价格采用永和股份的21年售价以及可转债募集说明书对应项目可行性分析报告中产品价格数据

资料来源：永和股份招股说明书、可转债募集说明书，百川盈孚，华泰研究

代表性下游含氟精细品种如 PTFE、PFA、FEP 和 PVDF 等，因分子内含氟元素较多且结构相对刚性，多数产品具备优异的耐热、阻燃、耐酸碱和耐候性等特性，在电子电器、装备制造、橡胶、涂料、新能源等领域具有广泛应用。

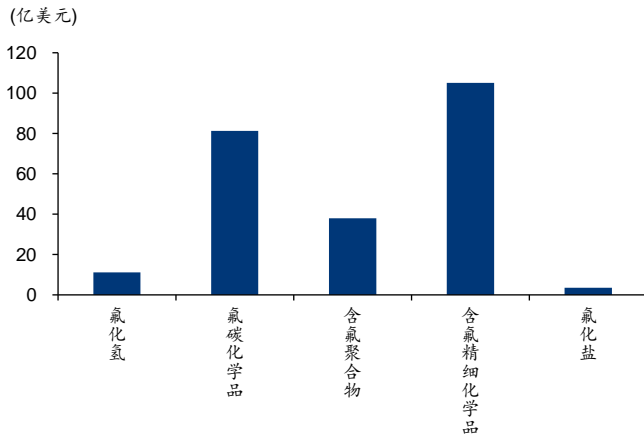
图表58：代表性含氟聚合物的特性

项目	PTFE	PFA	FEP	PCTFE	ETFE	ECTFE	PVDF	PVF
耐热性 (°C)	260	260	200	150	150	150	150	100
电性能	极优	极优	极优	优	极优	极优	优	良
阻燃性 (OI)	>95	>95	>95	95	30	60	43	23
机械性能	良	良	良	优	优	优	优	优
低摩擦系数	极优	优	极优	良	良	良	良	良
耐酸性	极优	极优	极优	极优	极优	极优	优	良
耐碱性	极优	极优	极优	极优	极优	极优	良	良
耐候性	极优	极优	极优	极优	极优	极优	极优	极优
耐溶剂性	极优	极优	极优	优	极优	极优	差	良
不粘性	极优	极优	极优	优	优	优	良	优
透明性 (薄制品)	良	优	优	优	良	良	良	良
成形性能	良	优	优	优	极优	极优	极优	-
比重 (g/cm³)	2.17	2.15	2.15	2.13	1.73	1.70	1.76	1.38

资料来源：艾邦高分子，华泰研究

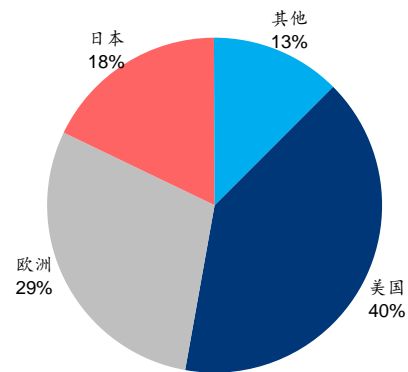
据《国外氟材料发展现状及趋势分析》(赵立群, 2021年), 2019年国外氟材料产值约239亿美元, 其中含氟聚合物和含氟精细化学品产值分别约38亿美元和105亿美元, 而以含氟聚合物为例, 高附加值的下游含氟材料产能多集中在欧美和日本等发达国家和地区。

图表59: 2019年国外氟材料产值情况



资料来源:《国外氟材料发展现状及趋势分析》(赵立群, 2021年), 华泰研究

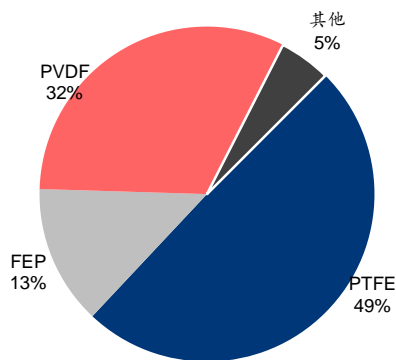
图表60: 2019年国外含氟聚合物生产集中在欧美和日本



资料来源:《国外氟材料发展现状及趋势分析》(赵立群, 2021年), 华泰研究

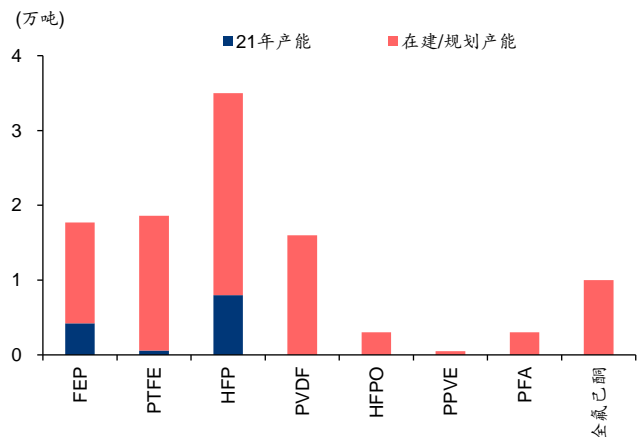
据永和股份招股说明书, 目前国内含氟高分子生产以 PTFE、PVDF 和 FEP 为主, 2020 年三者占国内含氟高分子产量占比达到 95%。公司 21 年底下游含氟材料领域主要具备 0.42 万吨/年 FEP、0.06 万吨/年 PTFE 和 0.8 万吨/年 HFP 产能, 而公司将重点发力下游含氟精细品领域, 在建/规划新增产能包括 1.35 万吨/年 FEP (含 0.3 万吨/年 PFA 柔性生产线)、1.8 万吨/年 PTFE、1.6 万吨/年 PVDF、2.7 万吨/年 HFP、1 万吨/年全氟己酮等, 未来含氟高分子材料及单体的规模将显著提升。

图表61: 2020年国内含氟高分子生产以 PTFE、PVDF 和 FEP 为主



资料来源:永和股份招股说明书, 百川盈孚, 华泰研究

图表62: 永和股份在下游含氟材料领域产能布局

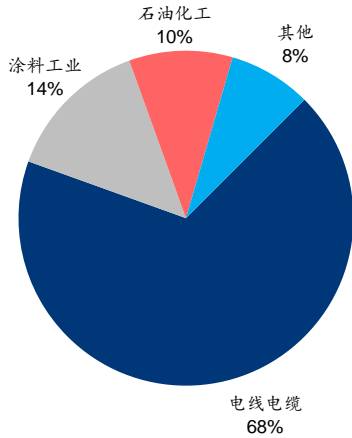


资料来源:永和股份招股说明书、可转债募集说明书, 华泰研究

FEP: 性能优异的氟塑料品种, 公司技术和规模保持领先

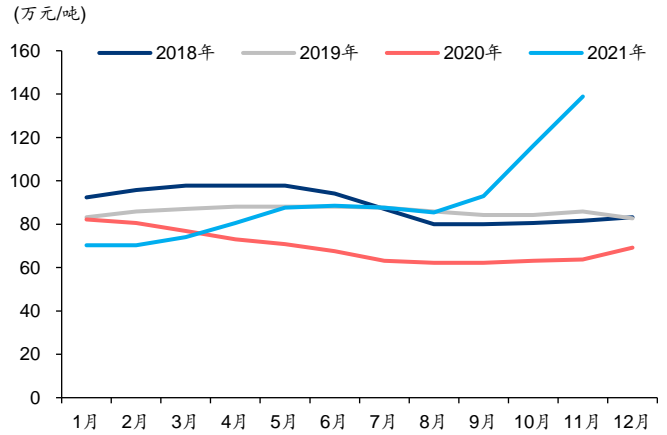
FEP 是 TFE (四氟乙烯) 与 HFP (六氟丙烯) 的共聚物, 其中 HFP 含量约 18%, FEP 具备优异的耐高低温性能、耐磨性、电绝缘性、耐化学腐蚀性、气密性、与金属/玻璃粘结力强、介电损耗低等性能, 广泛应用于电气、电子、化工、航空、机械、医疗器械等尖端科学技术和国防工业等领域, 代表性应用如高温高频下使用的电子设备传输电线、电子计算机内部的连接线、航空航天用电缆、油泵电缆和潜油电机绕组线的绝缘层。据永和股份招股说明书, 2019 年国内 FEP 用于电线电缆、涂料和石油化工占比分别约 68%、14% 和 10%, 由于 FEP 性能优异, 而技术壁垒较高, 且在军工、信息产业等高端领域产品供给仍较少, 18-21 年国内 FEP 价格整体维持 6 万元/吨以上水平, 高附加值属性较强。

图表63: 2019年国内FEP下游消费结构



资料来源: 永和股份招股说明书, 华泰研究

图表64: FEP (熔融指数 0.8-2) 价格走势



资料来源: 永和股份招股说明书, 华泰研究

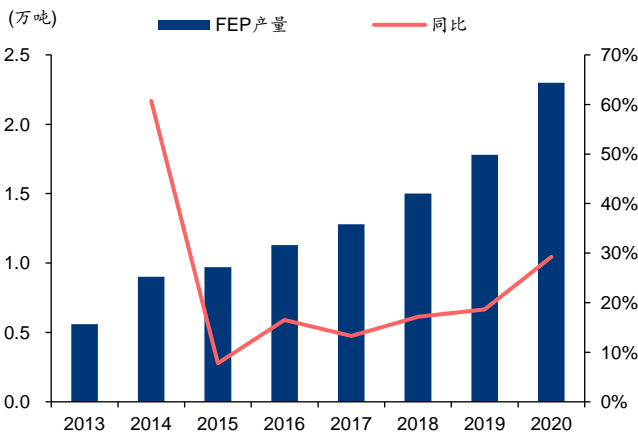
据新材料在线, 目前全球 FEP 生产仍以 3M 公司、大金、杜邦等海外巨头企业为主, 国内近年来包括永和股份在内的部分氟化工企业逐步突破 FEP 的技术壁垒并实现量产, 据永和股份招股说明书, 2020 年国内 FEP 产量约 2.3 万吨, 14-20 年 CAGR 达 22%, 但目前国内企业 FEP 产能整体不高, 且在高纯度和高性能产品等方面生产能力整体有所欠缺。公司在 FEP 生产技术和规模方面国内领先, 产品在介电损耗、热失重、MIT (耐弯折) 等指标已接近国际先进水平, 伴随公司邵武基地 1.35 万吨/年产能陆续实施, 未来公司 FEP 市场份额有望持续提升。

图表65: 代表性含氟聚合物国内外主要生产企业

企业	PTFE	FEP	PVDF	PCTFE	ECTFE	ETFE	PFA	PVF	FKM
3M	✓	✓	✓			✓	✓		✓
旭硝子	✓					✓	✓		✓
阿科玛			✓						
大金	✓	✓		✓		✓	✓		✓
杜邦	✓	✓				✓	✓	✓	✓
霍尼韦尔				✓					
索尔维	✓		✓		✓		✓		
山东东岳	✓	✓	✓						✓
三爱富	✓	✓	✓						✓
巨化股份	✓	✓	✓			✓	✓		✓
江苏梅兰	✓								✓
永和股份	✓	✓	在建				✓		

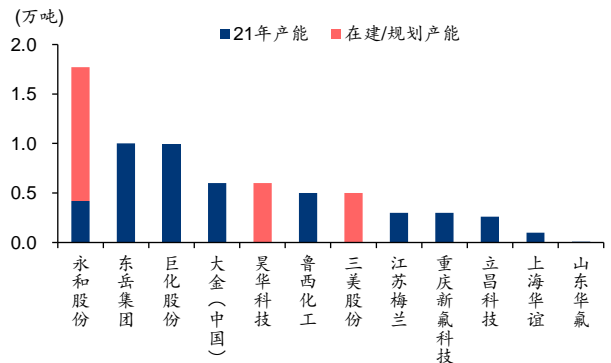
资料来源: 新材料在线, 华泰研究

图表66: 2013-2020年国内FEP产量持续增长



资料来源: 永和股份招股说明书, 华泰研究

图表67: 永和股份FEP市占率有望持续提升

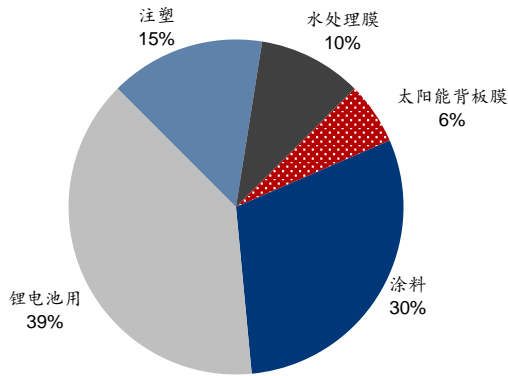


资料来源: 永和股份招股说明书, 新材料在线, 各公司公告, 华泰研究

PVDF：新能源领域带来新需求，公司新项目投产在即

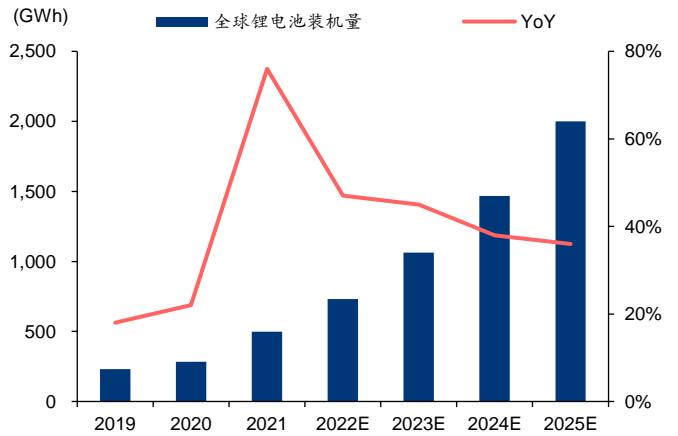
PVDF（聚偏氟乙烯）主要由 VDF（偏氟乙烯）聚合而成，是一种半结晶性含氟聚合物，具有良好的机械强度、化学稳定性、热稳定性和对电解液良好的亲和性，广泛应用于锂电池、光伏、涂料和注塑等领域，据百川盈孚，2021 年国内 PVDF 消费量约 4.85 万吨，锂电池、涂料、注塑、水处理膜和太阳能背板膜领域占比分别约 39%/30%/15%/10%/6%，近年来锂电池和光伏背板领域贡献 PVDF 较大的需求增量，且伴随未来国内及全球锂电和光伏装机量的增长，PVDF 在新能源领域需求量仍有望持续提升。

图表68：2021 年国内 PVDF 下游消费占比



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表69：PVDF 下游全球锂电池装机需求持续增长

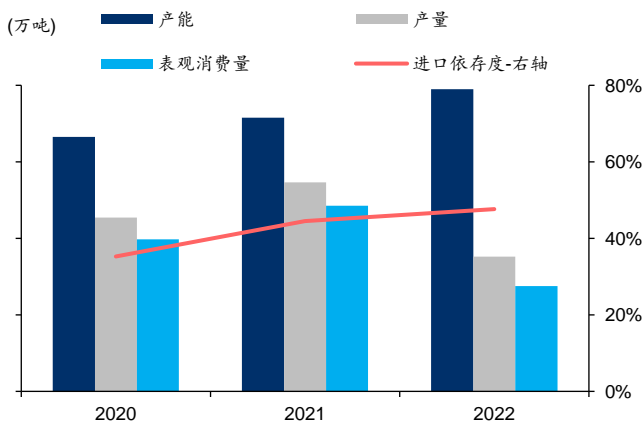


注：数据引自华泰电力设备与新能源研究团队于 2022 年 9 月 27 日发布的研报《新能源车前沿技术之四：复合箔材》

资料来源：SNE Research，中汽协，Marklines，乘联会，华泰研究预测

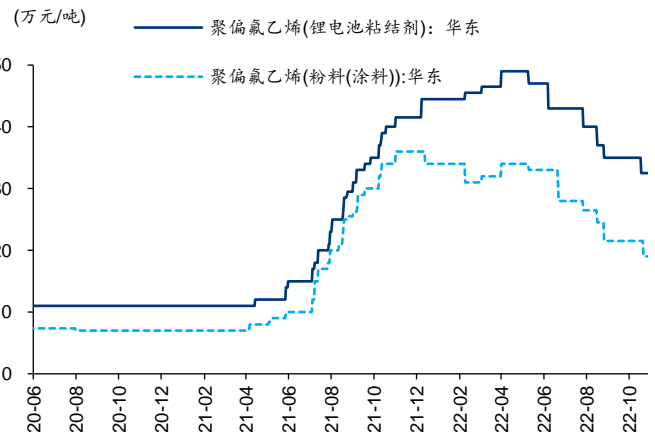
据百川盈孚，2020 年以来受益于新能源等领域需求带动，而供给端由于企业扩产周期以及高端锂电级产品国产化率较低等因素，国内 PVDF 进口依赖度仍较高，20 年/21 年/22 年前 8 月进口依赖度分别约 35%/45%/48%，供给紧缺下 21 年国内 PVDF 价格显著上涨，虽 22 年以来部分产能投产后供给压力有所缓和，价格中枢有所回落，但整体较 2020 年仍处于相对高位区间。

图表70：国内 PVDF 进口依存度较高（22 年截至 8 月末）



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表71：国内 PVDF 价格走势



资料来源：百川盈孚，华泰研究

据我们统计，21 年底国内在建/规划 PVDF 产能合计约 23.95 万吨，其中包括永和股份预计将于 23 年底前投产的 1.6 万吨/年产能，伴随在建/规划产能陆续实施，PVDF 供给紧缺的压力或逐渐有所缓解，但考虑到各在建产能规模均较小，且部分项目仍处于环评公示和审批等环节，同时考虑 PVDF 产能建设周期等因素，实际产能投放周期可能偏长，短期内 PVDF 供给或仍延续相对偏紧态势，价格有望维持中高景气，公司产能释放后有望享受产品景气，虽中长期而言 PVDF 行业竞争或加剧，但公司依托产业链配套成本优势有望凸显。

图表72：国内 PVDF 现有及未来预计新增产能情况

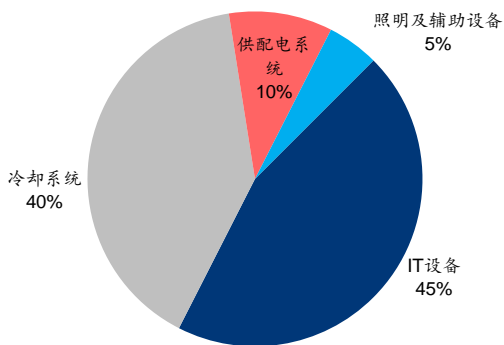
企业名称	21 年产能 (万吨)	预计新增产能 (万吨)	新增产能预计投产时间
阿科玛氟化工	1.45	0.45	2022 年底
东岳集团	1.2	1	2022 年已新增完成 (规划 2025 年总产能 5.5 万吨)
三爱富	1	2.8	规划 1.3+1.5 万吨, 项目均已环评公示
常熟苏威	0.8	0.4	规划 2022 年投产
乳源东阳光氟	0.5	2	一期预计 23 年年底, 二期预计 24 年建成
中化蓝天	0.5	1.7	规划 2022 年下半年投产
山东德宜	0.5	-	-
日本吴羽	0.5	1.5	2021 年 7 月环评公示
巨化股份	0.35	3	规划 2022 年建成 0.65 万吨
浙江孚诺林	0.3	2.5	2022 年 8 月
联创股份	0.3	1.1	2022 年预计建成 0.5 万吨
华谊三爱富	-	1.5	-
华安新材	0.8	0.6	2022 年 3 月环评公示
永和股份	-	1.6	预计 23 年内全部投产
吴华科技	-	0.25	规划 2022 年投产
宁夏氟峰新材料	-	1	环评受理阶段
理文化工	-	2	-
梅兰化工	-	0.3	-
中昊晨光化工研究院	-	0.25	-
合计	8.2	23.35	-

资料来源：百川盈孚，各公司公告及项目环评报告，华泰研究

氟化液：数据中心液冷需求向好，布局全氟己酮产业链有望贡献远期增量

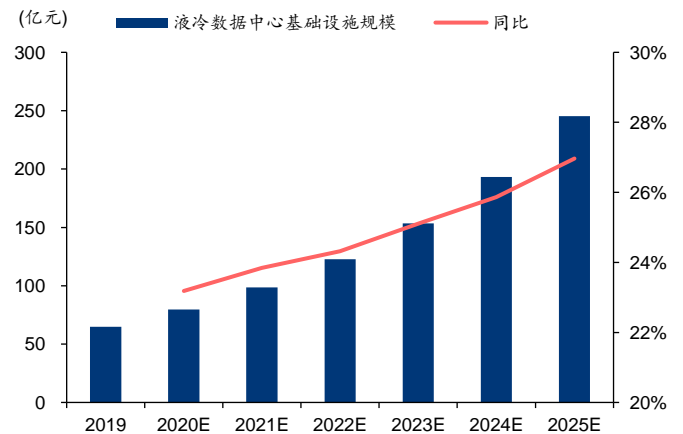
制冷系统是支撑数据中心正常运行的重要基础设施之一，据曙光数创招股说明书，2020 年国内数据中心能耗结构中，冷却系统能耗占比高达 40%，而据中国信通院，2021 年国内数据中心在用机架数量达到 520 万架，较 2020 年增加逾 100 万架，而未来数据资源的存储、计算和应用需求的提升仍将带动数据中心建设需求持续增加，对应的数据中心液冷基础设施建设规模也将持续增长，据曙光数创招股说明书，2025 年国内液冷数据中心基础设施规模有望达到 245 亿元，20-25 年 CAGR 达 25%。

图表73：冷却系统占国内数据中心能耗结构占比高（2020 年）



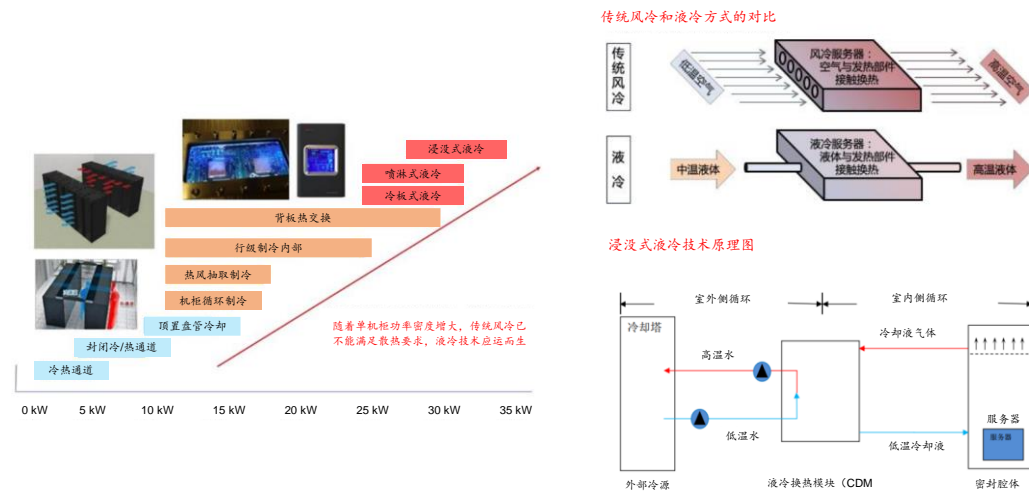
资料来源：曙光数创招股说明书，华泰研究

图表74：液冷数据中心基础设施规模及预测



资料来源：曙光数创招股说明书，华泰研究

图表75：数据中心对制冷技术要求提升，液冷技术前景良好



资料来源：曙光数创招股说明书，华泰研究

由于液冷技术相较传统风冷技术的制冷效率更高，大型、超大型规模的数据中心对于液冷数据中心基础设施的需求将持续增加，而对于液冷技术而言，选择合适、高效的冷却相变介质对于系统的运行至关重要。氟化液作为一类性质稳定、具有阻燃性及合适介电常数的物质，是一种较为理想的液冷相变介质，但由于产品技术壁垒较高，目前主流氟化液产品仍由 3M 公司和旭硝子等海外企业所掌握，国内巨化股份和新疆邦等具备一定产能，但整体而言国内氟化液技术和量产能力仍有待进一步提升。据永和股份 2022 年 1 月 21 日公告（编号 2022-009），公司将于内蒙新建 1 万吨/年全氟己酮产能，预计分三期各建设 0.1/0.3/0.6 万吨/年产能，同时可副产三聚体冷却液产能 5000 吨/年，总建设周期 60 个月，未来公司产品在液冷等领域应用拓展亦有望贡献新的盈利增量。

图表76：氟化液作为冷却相变介质性能优异

冷却介质类型	优点	缺点	代表企业及产品
矿物油	价格相对低廉、对环境友好、无毒无害	易分解且属于可燃物质，较危险	GRC 公司 (Electrosafe)
氟化液	性质稳定、具有阻燃性及合适的介电常数，冷却效果好于传统矿物油、硅油等	价格较昂贵，国内技术不成熟	3M 公司 (Novec、Fluoriner)、 旭硝子 (ASAHIKLIN AE 系列)、 巨化股份 (全氟聚醚) 新疆邦 (Boreaf™) 永和股份 (冷却液, 在建)

资料来源：《数据中心浸没式相变冷却研究进展》(赵田田，2021 年 10 月)，华泰研究

邵武一期投产在即，业务版图持续扩张，且碳交易或助力 HFCs 价值重估

公司 IPO 项目主要用于建设邵武永和新型环保制冷剂及含氟聚合物等氟化工生产基地项目，据公司招股说明书，邵武基地总规划建设 13 万吨/年氢氟酸（含 3 万吨电子级）、4 万吨/年 R32、7.4 万吨/年 R22（自用）、1.35 万吨/年 FEP&PFA、1.5 万吨/年 HFP 和 1.8 万吨/年 PTFE 等产能，其中一期项目规划 22H1 陆续试生产，二期建设期不超 30 个月，项目全面投产后可实现营收/净利润 37.9/5.3 亿元。公司公开发行可转债项目募集资金 8 亿元，其中 4 亿元用于邵武基地（IPO 项目），目前相关发行事宜已落实完毕，将保障公司项目的有序实施，同时一期项目投产在即，有望于 23 年开始即贡献可观的盈利增量。

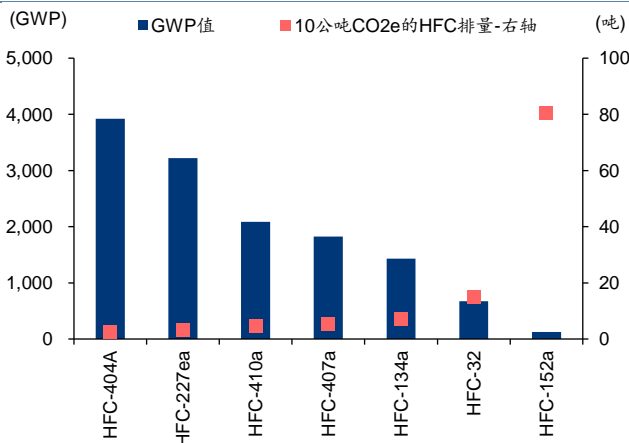
邵武基地之外，公司目前在建/规划包括邵武永和 1 万吨/年 PVDF 和 3 千吨/年 HFPO 项目；内蒙永和 0.8 万吨/年 VDF、1 万吨/年全氟己酮和 6 万吨/年度盐综合利用项目；包头达茂巴润工业园区氟化工基地（总规划 28 万吨/年氟化学品、91.1 万吨/年副产资源循环利用、280 万吨/年资源配套）等。中长期而言，伴随各基地新项目的陆续实施，公司业务版图将持续扩张，经营规模亦有望持续提升。

图表77：公司在建项目情况

项目	主要产品	产能规模 (万吨/年)	项目建设规划	项目投资额和预期贡献
邵武基地 (IPO 项目)	氢氟酸	5 (一期) +5 (二期)	一期规划 22H2 试生产；	规划投资额 23.9 亿元； 完全达产预计营收 37.9 亿元，净利润 5.3 亿元
	电子级氢氟酸	3 (二期)	二期建设期不超过 30 个月	
	HCFC-22	4.4 (一期) +3 (二期)		
	HFC-32	4 (一期)		
	TFE	2.8 (一期) +2 (二期)		
	PTFE (树脂)	0.6 (一期) +0.4 (二期)		
	PTFE (乳液)	0.4 (一期) +0.4 (二期)		
	HFP	1 (一期) +0.5 (二期)		
	FEP (树脂)	0.45 (一期) +0.6 (二期)		
	FEP (乳液)	0.3 (一期)		
	PFA (树脂)	0.3 (一期，与 FEP 柔性生产)		
	一氟甲烷	3 (一期) +4 (二期)		
PPVE	0.05 (一期)			
邵武 PVDF 和 HFPO 扩建项目	PVDF	0.5 (一期) +0.5 (二期)	一期规划 23 年试车投产；	规划投资额 3.1 亿元； 完全达产预计营收 12.1 亿元，净利润 0.8 亿元
	HFPO	0.3 (一期)	二期规划 24 年投产	
内蒙 VDF、全氟己酮等项目	VDF	0.8 (一期)	项目总建设期规划 60 个月	规划投资额 6.9 亿元
	全氟己酮	0.1+0.3+0.6 (分三期)		
	废盐综合利用	6 (二期)		
包头氟化工基地	含氟化学品	28	21 年 8 月与包头市政府签署框架协议，根据市场情况分阶段实施	规划总投资额 180 亿元
	副产资源循环	91.1		
	资源配套	280		

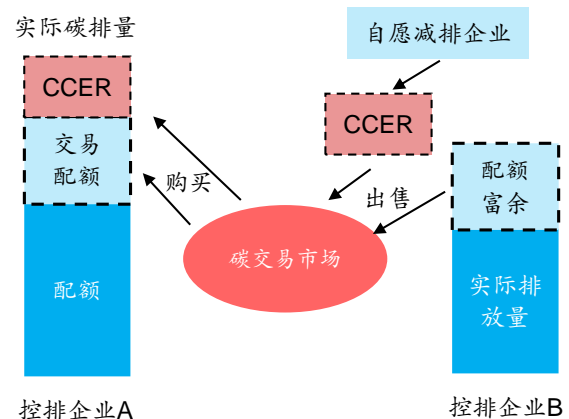
资料来源：公司公告，华泰研究

另一方面，碳中和背景下，碳排放配额逐渐具备稀缺性，欧盟于 2006 年颁布首个 HFCs 减排控制的法规（“F-Gas 法规”），并于 2015 年完善，以 CO₂ 排放量作为配额量进行分配，企业在欧盟投放 F-Gas 须进行配额申请和授权，无授权的企业可进行配额转让交易。同时，近年来全球多个国家和地区亦逐步建立起碳定价和碳交易体系，国内 2021 年 1 月由生态环境部发布《碳排放权交易管理办法（试行）》，同年 7 月全国碳排放交易市场启动上线交易，目前参与市场主体主要系发电行业，未来逐步纳入钢铁、有色、石化、化工、建材、造纸、航空等行业，配额主要涵盖重点排放单位的发电机组产生的二氧化碳排放限额，未来进一步纳入 CH₄、N₂O、HFCs、PFCs、SF₆ 和 NF₃ 等其他温室气体。

图表78：代表性 HFCs 对应 GWP 值和 10 公吨 CO₂e 的 HFC 排量

资料来源：Environmental investigation agency (EIA)，华泰研究

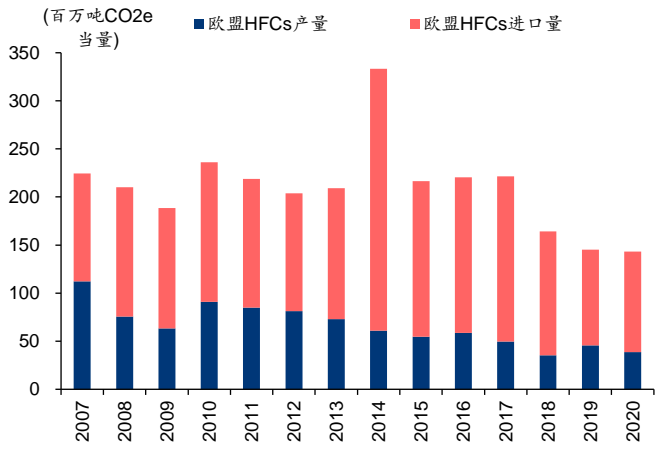
图表79：碳交易市场运行机制示意图



资料来源：中国碳排放交易网，华泰研究

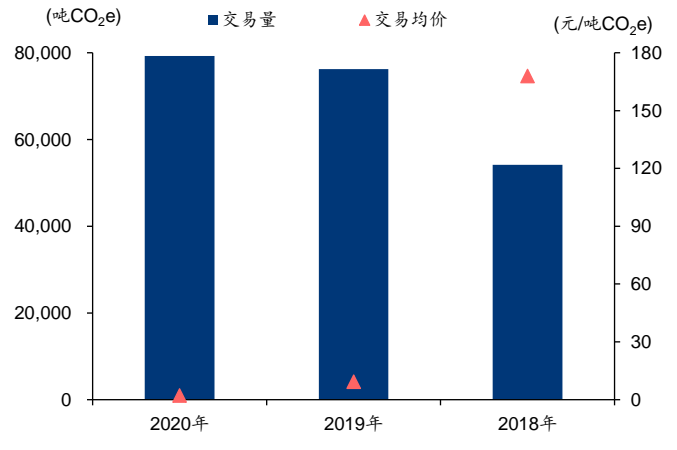
据永和股份招股书，公司 18-20 年亦少量参与 F-Gas 配额交易，且在配额较为紧缺的 18 年交易均价达到 167.83 元/吨 CO₂e。另据世界银行，截至 22 年 4 月中国碳价整体低于 10 美元/吨 CO₂e，显著低于全球多数发达国家和地区，且世界银行预计 2030 年全球碳价 50-100 美元/吨 CO₂e，碳排放权稀缺性将持续凸显。伴随未来 HFCs 有望纳入碳交易体系，配额的稀缺性及交易价值或助力 HFCs 企业的盈利以及价值提升。

图表80：2007-2020年欧盟HFCs进口贸易占比高



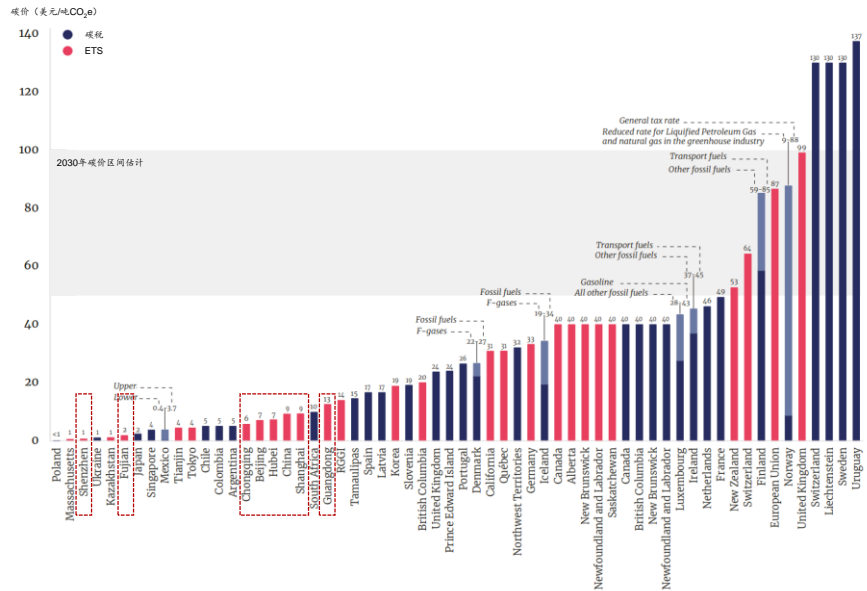
资料来源：European Environment Agency, 华泰研究

图表81：永和股份在F-Gas法规下参与碳配额交易的交易量和价格



资料来源：永和股份招股说明书, 华泰研究

图表82：全球碳价格比较（截至2022年4月1日，国内碳价整体低于全球多数发达国家和地区）



注：红色虚线框内（从左到右）依次为国内深圳、福建、重庆、北京、湖北、全国市场、上海和广东的碳价
资料来源：世界银行, 华泰研究

股权激励目标清晰，彰显长期发展信心

公司2021年10月已公告实施股票期权与限制性股票激励计划，授予包括公司（含合并报表子公司）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术和业务骨干等334人在内的198万份股票期权和396万股限制性股票，其中首次授予80.08%，预留19.92%。激励计划针对公司层面、子公司层面和个人层面均设定了严格的考核目标。我们认为公司股权激励计划人员覆盖面广，同时考核目标清晰，彰显了管理层对应公司长期发展的信心，同时将有助于充分调动员工的积极性，助力公司长期经营目标的实现。

图表83：永和股份股票期权与限制性股票激励计划主要考核目标

考核类型	业绩考核目标
公司层面	以2020年净利润为基数，2021年增长率不低于94.52% 以2020年净利润为基数，2022年增长率不低于147.57% 以2020年净利润为基数，2023年增长率不低于235.99%
子公司层面	标准系数(M)：若净利润和营收均达标，M=100%；若净利润和营收达标其一，M=50%；若均未达标，M=0%
个人层面	业绩完成比例(P)：P≥85%，则M=100%；若85%>P≥60%，则M=85%；若P<60%，则M=0%

资料来源：公司公告, 华泰研究

首次覆盖永和股份，给予“买入”评级

(一) 销量方面：

1) **氟碳化学品**，22 年底三代制冷剂配额将冻结，而公司 R134a 和 R32 等产能仍处于爬坡期，预计公司 22-23 年氟碳化学品产销量维持增长，而后续伴随行业配额逐步确定，我们预计 24 年行业及公司的氟碳化学品销量将可能出现一定削减，由此假设 22-24 年销量分别为 9.38/10.92/10.47 万吨，同比分别+15%/+16%/-4%；

2) **含氟高分子及单体**，考虑到公司邵武基地和内蒙基地等主要规划的产能多数将于 22 年底-24 年投产，尤其 22 年底陆续投产的邵武一期基地高分子产能较多，我们预计 22-24 年含氟高分子产品销量持续增长，且 23-24 年增量或更为显著，整体预计 22-24 年销量分别 1.12/1.94/2.64 万吨，同比+13%/+73%/+36%；

3) **氟化工原料**，据公司 22 年三季报，自 22 年该板块业务涉及重分类，新增一氟甲烷、氯化钙等产品，22 年前三季度板块销量约 6.82 万吨，我们预计全年销量 9.10 万吨，23-24 年伴随邵武基地等配套氯化钙等产品贡献，预计逐年维持一定增长，由此预计 22-24 年板块销量 9.10/10.63/13.36 万吨，同比+394%/+17%/+26%。

图表84：公司产品销量假设

项目	单位	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
氟碳化学品	吨	71790	72682	81484	93785	109236	104727
yoy		3%	1%	12%	15%	16%	-4%
含氟高分子及单体	吨	4034	10502	9985	11247	19440	26398
yoy		-2%	160%	-5%	13%	73%	36%
氟化工原料	吨	22936	32488	18410	90996	106306	133567
yoy		72%	42%	-43%	394%	17%	26%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

(二) 价格方面：

1) **氟碳化学品**，22 年下半年以来伴随上游萤石和 AHF 等涨价以及临近配额基准期部分产品价格已有所回暖，而 23-24 年配额冻结后竞争格局逐步优化，我们预计制冷剂产品整体景气向上，假设 22-24 年氟碳化学品均价分别 2.59/2.74/2.98 万元/吨，同比+4%/+6%/+9%；

2) **含氟高分子及单体**，伴随 FEP、PVDF、全氟己酮等高附加值产品放量，叠加精细品需求端良好，我们预计 22-24 年平均售价 7.53/9.66/11.00 万元/吨，同比+26%/+28%/+14%；

3) **氟化工原料**，22 年由于板块业务重分类，新增一氟甲烷和氯化钙等价格相对较低的产品，将影响板块产品均价，而考虑一氟甲烷和氯化钙等需求端相对稳定，预计 23-24 年均价整体平稳（其中 24 年电子级氢氟酸放量助益价格），假设 22-24 年均价 0.40/0.39/0.43 万元/吨，同比-55%/0%/+9%。

(三) 单位成本和毛利率方面：

1) **氟碳化学品**，22 年以来上游萤石和 AHF 等价格整体上涨，我们预计板块成本亦有所增加，而由于萤石等资源的稀缺性以及下游含氟材料等需求增长带动，萤石及 AHF 等价格或延续涨价，我们预计 22-24 年板块平均成本 2.25/2.31/2.46 万元/吨，同比+15%/+2%/+7%；由此对应板块 22-24 年毛利率分别为 13.04%/15.98%/17.24%；

2) **含氟高分子及单体**，考虑上游含氟原料（萤石和 AHF 等）涨价，叠加 FEP、PVDF、全氟己酮等高附加值产品因技术壁垒等因素，产品生产成本相对较高，我们预计 22-24 年板块平均成本亦呈现上涨趋势，分别为 4.93/6.64/7.75 万元/吨，同比+13%/+35%/+17%；由此对应 22-24 年板块毛利率分别为 34.47%/31.22%/29.53%，毛利率有所下滑主要是氟化工原料等价格中枢或随着制冷剂等产品景气而有所上移；

3) **氟化工原料**，22 年由于板块业务重分类亦将影响全年平均成本的计算，由于板块产品主要来自副产等，且下游相对稳定，我们预计成本变化趋势与价格较为一致，假设 22-24 年平均单位成本分别 0.36/0.36/0.40 万元/吨，同比-49%/+1%/+9%；由此对应板块毛利率分别为 9.64%/8.58%/7.95%。

(四) 期间费用率方面:

销售费用率, 21 年因执行新收入准则, 运费成本不再计入管理费用, 公司销售费用率整体下降, 22-24 年伴随产销规模增长及客户和市场拓展, 我们预计整体销售费用维持增长, 销售费用率相对稳定, 22-24 年均为 1.4%; **管理费用率**, 伴随经营规模扩张, 我们预计公司管理费用亦保持增长, 而管理费用率相对稳定, 假设 22-24 年均为 5.3%; **研发费用率**, 伴随发力高附加值, 预计研发费用保持增长, 而研发费用率相对稳定, 假设 22-24 年均为 1.2%。

图表85: 公司产品单价、单位成本及期间费用率假设

项目	单位	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
单价							
氟碳化学品	元/吨	19538	16489	24877	25907	27437	29772
yoy		-18%	-16%	51%	4%	6%	9%
含氟高分子及单体	元/吨	60239	42882	59677	75272	96575	109984
yoy		-1%	-29%	39%	26%	28%	14%
氟化工原料	元/吨	8554	7323	8805	3966	3947	4293
yoy		-15%	-14%	20%	-55%	0%	9%
单位成本							
氟碳化学品	元/吨	15951	13570	19514	22529	23053	24639
yoy		-18%	-15%	44%	15%	2%	7%
含氟高分子及单体	元/吨	39278	32073	43696	49324	66423	77502
yoy		3%	-18%	36%	13%	35%	17%
氟化工原料	元/吨	5006	5658	7022	3584	3609	3951
yoy		-9%	13%	24%	-49%	1%	9%
销售费用率		7.25%	7.39%	1.90%	1.40%	1.40%	1.40%
管理费用率		6.88%	5.33%	6.47%	5.30%	5.30%	5.30%
研发费用率		1.14%	0.84%	0.99%	1.20%	1.20%	1.20%
财务费用率		-0.22%	1.76%	0.56%	-0.65%	-0.51%	-0.65%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表86: 公司分业务盈利预测情况

项目	单位	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)							
合计		1883	1952	2899	3787	5494	6895
yoy		-9%	4%	49%	31%	45%	25%
氟碳化学品		1403	1198	2027	2430	2997	3118
yoy		-15%	-15%	69%	20%	23%	4%
含氟高分子及单体		243	450	596	847	1877	2903
yoy		-3%	85%	32%	42%	122%	55%
氟化工原料		196	238	162	361	420	573
yoy		47%	21%	-32%	123%	16%	37%
毛利率							
综合毛利率		23.44%	21.03%	23.62%	18.57%	21.50%	22.63%
pct		0.50	-2.41	2.58	-5.04	2.92	1.14
氟碳化学品		18.36%	17.70%	21.56%	13.04%	15.98%	17.24%
pct		0.13	-0.65	3.86	-8.52	2.94	1.26
含氟高分子及单体		34.80%	25.21%	26.78%	34.47%	31.22%	29.53%
pct		-2.89	-9.59	1.57	7.69	-3.25	-1.69
氟化工原料		41.48%	22.75%	20.25%	9.64%	8.58%	7.95%
pct		-3.76	-18.73	-2.49	-10.61	-1.06	-0.63
营业利润 (百万元)							
		181	130	371	427	763	1041
归母净利润 (百万元)							
		139	102	278	323	578	790
yoy		8%	-27%	173%	16%	79%	37%
EPS (最新摊薄, 元)							
		0.70	0.51	1.03	1.19	2.14	2.92

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

我们预计公司 22-24 年归母净利润 3.2/5.8/7.9 亿元, 对应 EPS (最新摊薄) 1.19/2.14/2.92 元, 选取巨化股份 (国内氟化工龙头)、三美股份 (主营制冷剂)、中欣氟材 (主营含氟精细化工品)、昊华科技 (主营含氟高分子) 和金石资源 (主营萤石) 作为可比公司, 参考可比公司 23 年平均 23xPE 的 Wind 一致预期, 考虑公司新项目成长性, 给予 23 年 24xPE, 目标价 51.36 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表87: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)			BPS (元)	PB (x)
		12月2日	12月2日	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E		
巨化股份	600160 CH	16.83	454	0.81	1.06	1.36	21	16	12	5.45	3.09
三美股份	603379 CH	29.47	180	1.13	1.64	2.44	26	18	12	9.30	3.17
中欣氟材	002915 CH	19.88	65	0.62	1.04	1.37	32	19	15	5.09	3.91
昊华科技	600378 CH	42.39	386	1.22	1.47	1.73	35	29	24	8.44	5.02
金石资源	603505 CH	46.30	201	0.67	1.37	2.04	69	34	23	2.93	15.79
平均							37	23	17		6.19
永和股份	605020 CH	41.44	112	1.19	2.14	2.92	35	19	14	8.23	5.04

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期, BPS 采用最新业绩期数据

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。

新项目进度不及预期:

公司 22-24 年将新增邵武基地、内蒙永和、包头基地等项目, 未来计划新增投产产能较多, 产品线亦将不断丰富, 但若公司项目受政策、市场环境以及公司项目投入变动等影响导致投产进度不及预期, 将对公司未来盈利增长造成不利影响。

技术拓展不及预期:

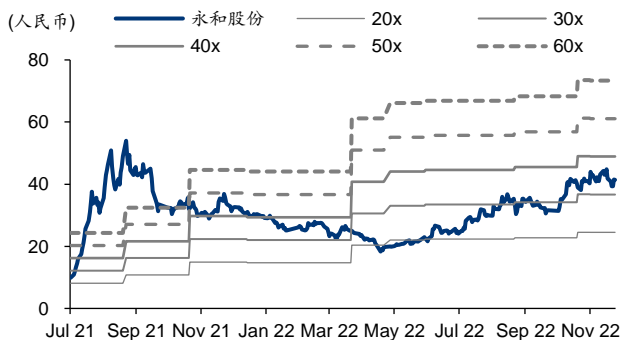
在制冷剂将受配额约束等情况下, 公司未来将重点发力下游含氟高分子材料等高附加值产品, 而 FEP、PVDF、全氟己酮等产品均具备较高的技术壁垒, 若未来公司研发投入下降以及新技术拓展不及预期等, 将对公司成长性和盈利能力造成不利影响。

图表88: 报告提及公司列表

公司	代码	公司	代码	公司	代码	公司	代码
巨化股份	600160 CH	东阳光	600673 CH	东岳化工	未上市	东岳集团	0189 HK
三美股份	603379 CH	山东华安	未上市	3M 公司	MMM US	山东德宜	未上市
中欣氟材	002915 CH	旭硝子	未上市	霍尼韦尔	HON US	浙江孚诺林	未上市
昊华科技	600378 CH	阿科玛	未上市	索尔维	SOLB BR	联创股份	300343 CH
金石资源	603505 CH	大金	未上市	三爱富	未上市	华安新材	833496 CH
鲁西化工	000830 CH	杜邦	DOW US	江苏梅兰	未上市	宁夏氟峰新材料	未上市
重庆新氟科技	未上市	立昌科技	未上市	山东华氟	未上市	理文化工	未上市
曙光数创	872808 BJ	新宙邦	300037 CH	GRC 公司	未上市	日本吴羽	未上市
阿科玛氟化工	未上市	常熟苏威	未上市	中化蓝天	未上市	宁夏氟峰新材料	未上市

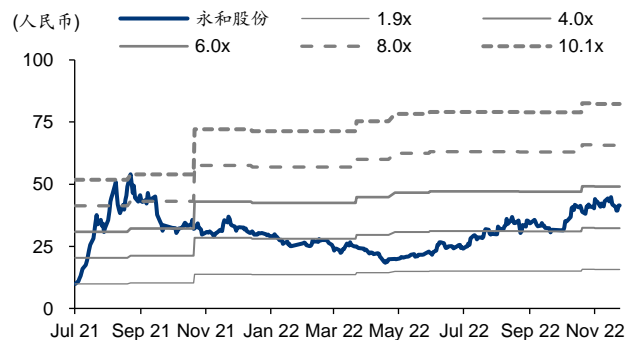
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表89: 永和股份 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表90: 永和股份 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	961.96	1,364	1,971	3,471	4,178
现金	234.41	167.27	729.55	1,548	2,338
应收账款	169.36	309.01	315.99	590.71	547.11
其他应收账款	10.13	26.12	21.25	47.47	38.77
预付账款	28.19	56.25	54.07	105.97	94.86
存货	226.45	446.07	490.60	819.49	800.71
其他流动资产	293.42	359.18	359.18	359.18	359.18
非流动资产	1,482	2,142	2,844	3,377	3,567
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	947.52	1,176	1,843	2,454	2,720
无形资产	140.06	139.31	163.23	180.47	202.04
其他非流动资产	394.88	826.23	837.54	742.78	645.10
资产总计	2,444	3,506	4,815	6,848	7,745
流动负债	1,080	1,358	2,407	3,881	4,019
短期借款	310.59	161.65	1,000	2,000	2,000
应付账款	235.16	398.49	484.04	750.32	776.23
其他流动负债	534.57	797.57	922.79	1,131	1,243
非流动负债	29.94	109.62	114.07	117.46	116.59
长期借款	4.00	60.40	64.84	68.24	67.37
其他非流动负债	25.94	49.22	49.22	49.22	49.22
负债合计	1,110	1,467	2,521	3,999	4,135
少数股东权益	1.27	1.43	1.61	1.93	2.36
股本	200.00	269.75	270.54	270.54	270.54
资本公积	373.57	787.36	787.36	787.36	787.36
留存公积	701.54	979.54	1,276	1,792	2,469
归属母公司股东权益	1,333	2,037	2,292	2,848	3,608
负债和股东权益	2,444	3,506	4,815	6,848	7,745

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	80.13	179.83	637.18	525.97	1,197
净利润	101.75	278.16	322.74	578.50	790.34
折旧摊销	111.30	117.87	124.65	186.90	235.33
财务费用	34.33	16.26	(24.73)	(28.15)	(44.64)
投资损失	(6.50)	(2.58)	(2.58)	(2.58)	(2.58)
营运资金变动	(170.70)	(286.12)	212.32	(207.85)	219.82
其他经营现金	9.95	56.24	4.78	(0.86)	(0.81)
投资活动现金	(146.10)	(538.62)	(823.29)	(716.86)	(421.49)
资本支出	(213.48)	(679.42)	(826.59)	(720.09)	(424.64)
长期投资	79.78	130.70	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(12.41)	10.10	3.30	3.23	3.16
筹资活动现金	49.13	415.13	748.40	1,009	13.86
短期借款	44.59	(148.94)	838.35	1,000	0.00
长期借款	(25.40)	56.40	4.44	3.39	(0.87)
普通股增加	0.00	69.75	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	413.79	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	29.94	24.13	(94.39)	5.96	14.73
现金净增加额	(39.57)	48.96	562.28	818.46	789.82

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,952	2,899	3,787	5,494	6,895
营业成本	1,541	2,214	3,084	4,313	5,334
营业税金及附加	15.24	12.43	15.15	21.98	27.58
营业费用	144.25	54.95	53.02	76.92	96.52
管理费用	104.01	187.57	200.72	291.19	365.41
财务费用	34.33	16.26	(24.73)	(28.15)	(44.64)
资产减值损失	(2.66)	(19.55)	(7.57)	(5.49)	(6.89)
公允价值变动收益	0.78	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.50	2.58	2.58	2.58	2.58
营业利润	129.78	371.43	427.18	762.89	1,041
营业外收入	2.16	3.68	2.75	2.86	3.10
营业外支出	4.78	10.46	6.83	7.36	8.22
利润总额	127.16	364.65	423.10	758.40	1,036
所得税	25.41	86.50	100.36	179.89	245.76
净利润	101.75	278.16	322.74	578.50	790.34
少数股东损益	(0.04)	0.15	0.18	0.32	0.43
归属母公司净利润	101.79	278.00	322.56	578.19	789.91
EBITDA	249.03	489.96	568.46	983.08	1,310
EPS (人民币, 基本)	0.51	1.20	1.19	2.14	2.92

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	3.66	48.51	30.65	45.07	25.49
营业利润	(28.40)	186.21	15.01	78.59	36.48
归属母公司净利润	(26.78)	173.12	16.03	79.25	36.62
获利能力 (%)					
毛利率	21.03	23.62	18.57	21.50	22.63
净利率	5.21	9.60	8.52	10.53	11.46
ROE	7.63	13.65	14.07	20.30	21.89
ROIC	7.73	15.53	14.64	19.89	27.11
偿债能力					
资产负债率 (%)	45.42	41.86	52.36	58.39	53.39
净负债比率 (%)	10.83	5.92	15.24	18.77	(7.09)
流动比率	0.89	1.00	0.82	0.89	1.04
速动比率	0.61	0.58	0.56	0.64	0.80
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.97	0.91	0.94	0.94
应收账款周转率	11.52	12.12	12.12	12.12	12.12
应付账款周转率	5.54	6.99	6.99	6.99	6.99
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	1.03	1.19	2.14	2.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.66	2.36	1.94	4.43
每股净资产(最新摊薄)	4.93	7.53	8.47	10.53	13.33
估值比率					
PE (倍)	110.14	40.33	34.76	19.39	14.19
PB (倍)	8.41	5.50	4.89	3.94	3.11
EV EBITDA (倍)	45.60	23.13	20.34	11.95	8.37

免责声明

分析师声明

本人，庄汀洲，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。

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），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

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58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

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>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司