

# 永和股份（605020.SH）

## 布局氟化物整合上下游资源，加快产品结构升级

买入

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 基础化工 · 化学制品

## ◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：张玮航	0755-81981810	zhangweihang@guosen.com.cn	执证编码：S0980522010001

### 事项：

2022年12月6日晚，公司发布了《关于收购江西石磊氟化工有限责任公司暨关联交易的公告》等：公司拟以现金方式（自筹资金）收购江西石磊氟材料有限责任公司持有的江西石磊氟化工有限责任公司100%股权。本次股权转让的交易价格为人民币2.8亿元。本次交易构成关联交易，不构成重大资产重组（公司实际控制人童建国及其控制的浙江永启已于2022年3月与江西石磊氟化工实际控制人杨赋斌签署了收购框架协议、托管协议）。此举旨在通过整合上下游资源进一步完善公司氟化工产业一体化的战略布局。石磊氟化工分立前具备5万吨二氯甲烷、4.5万吨三氯甲烷、1.2万吨四氯乙烯等生产能力，三者分别为R32\R22\R125核心原料。

### 国信化工观点：

1) **收购氟化物氟化物资产，完成氟化工及核心原料的全产业链覆盖。**公司拟以现金方式（自筹资金）收购江西石磊氟化工100%股权，通过整合上下游资源进一步完善公司氟化工产业一体化的战略布局。石磊氟化工分立前5万吨二氯甲烷、4.5万吨三氯甲烷、1.2万吨四氯乙烯等生产能力，后三者分别为R32\R22\R125核心原料。若按氟化物平均毛利1000元/吨的假设测算，石磊氟化工的氟化物产品（共10.7万吨产能/年）有望合计每年为公司贡献约1.07亿元毛利增厚。本次交易构成关联交易，不构成重大资产重组。从公司经营层面来说，近几年，公司继续完善产业布局，加快项目建设，紧抓市场机遇，积极调整产品结构以抢占市场份额。同时，公司根据市场需求，积极抢占国内外市场份额。目前，公司已完成氟化工及核心原料的全产业链覆盖，未来将继续聚焦于拥有更高附加值的含氟高分子材料和环保氟碳化学品业务。

2) **聚焦于高附加值产品，稳步推进含氟聚合物项目建设。**目前，公司已完成氟化工全产业链覆盖，未来将继续聚焦于拥有更高附加值的含氟高分子材料和环保氟碳化学品业务。公司FEP产品技术积累国内领先，产品性能优异，技术路线环保，国际竞争力强；PVDF、PFA、ETFE等技术储备丰富。我们预计公司6000吨FEP及3000吨PFA新建项目有望于2022年底投产。此外，公司正在加快推进内蒙永和VDF、PVDF项目以及邵武永和PVDF和HFPO扩建项目的建设，PVDF在建总产能合计为1.6万吨/年。配套方面，公司已具备R142b、R22产能分别2.4万吨、5.5万吨，部分用作配套下游产品原料。

3) **公司制冷剂产品种类丰富，看好三代制冷剂周期复苏。**公司含氟制冷剂产品年产能共14万吨，主要包括R22、R152a、R143a、R227ea、R125、R134a、R32等产品，混合制冷剂产能约1.8万吨。其中，公司第三代制冷剂产能约11.67万吨。2020-2021年，三代制冷剂景气承压，而公司三代制冷剂产品走“差异化竞争”路线，相对同行的盈利水平仍较为可观。随着供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地、行业竞争格局趋向集中，而下游需求恢复平稳增长，我们看好三代制冷剂有望迎来景气复苏。

**投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。**公司目前已打造出了“氟化工产业链一体化”的完善布局，成本优势突出且抗周期性波动风险能力较强。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.13/5.49/7.01亿元，同比增速12.7%/75.2%/27.8%；摊薄EPS=1.16/2.03/2.60元，对应当前股价对应PE=35.0/20.0/15.6X。维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

## 评论：

### ◆ 持续整合上下游资源，打造氟化工产业链一体化布局，加快高附加值产品结构升级

永和公司于2004年，由2012年9月改制为浙江永和制冷股份有限公司（以下简称“永和股份”），并于2021年7月登陆上交所主板。公司总部地处素有中国“氟都”之称的浙江衢州。目前公司旗下有金华永和氟化工、内蒙古永和氟化工、邵武永和和金塘新材料等多家子公司。经过近20年的发展，公司现已成为一家集萤石资源、氢氟酸、单质及混合氟碳化学品、含氟高分子材料的研发、生产和销售为一体的氟化工领军企业，是我国氟化工行业中产业链最完整的企业之一。据公司公告及我们统计，截至2022年12月初，公司拥有萤石2个采矿权、3个探矿权，无水氢氟酸年产能13.5万吨，氟碳化学品单质年产能14万吨，含氟高分子材料及单体年产能1.28万吨，部分单个产品品质和产能规模国内领先；此外，公司本部拥有年混配、分装6.72万吨单质制冷剂、混合制冷剂的生产能力。此外，公司在建产能方面，规划有8万吨氢氟酸、超过10万吨氟碳化学品和超过4万吨含氟高分子材料。

从技术实力上看，公司致力于氟化工的关键核心技术攻关，高度重视技术研发与创新，大力实施创新战略。目前公司FEP产品技术积累国内领先，PVDF、PFA、ETFE等技术储备丰富，且掌握了国内领先的全氟辛酸替代品合成技术、全氟正丙基乙烯基醚合成技术及第三单体改性聚全氟乙丙烯树脂技术。从业绩角度来说，主要得益于公司新建的生产装置逐步建成、达产，公司主营产品的产销量规模扩大且产品结构优化；同时部分氟化工产品下游需求受到新能源、光伏等新兴产业发展的拉动而景气度提升等，公司业绩逐季环比增长。从经营层面来说，近几年，公司继续完善产业布局，加快项目建设，紧抓市场机遇，积极调整产品结构以抢占市场份额。同时，公司根据市场需求，积极抢占国内外市场份额。

表1：永和股份主营产品产能及在建规划（截至2022年12月初）

主营产品	已有产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）
萤石权证（2采矿权、3探矿权）		探明的储量329万吨，两个采矿权产能合计13万吨/年
萤石精粉（自用原料）	8	
一氟甲烷	6	7（拟建）
无水氢氟酸	13.5	5+3（电子级）
氯化钙	4.5	10
	R22	5.5
	R32	1
	R134a	3
	R142b	2.4
氟碳化学品	R152a	4.5
	R143a	2
	R125	1
	R227	1
	R410A、R404A 等	1.822
	TFE	2.25
	HFP	1.2
	FEP	0.42
含氟高分子材料	PTFE	0.06
	PFA	0.03
	VDF	0.7+0.8
	PVDF	0.6+1
精细氟化学品	六氟环氧丙烷	0.3
其他	全氟己酮	1

资料来源：公司公告、公司环评报告、国信证券经济研究所整理

备注：统计供参考，具体产能及拟建计划请以公司公告披露为准

2022年12月6日晚，公司发布了《关于收购江西石磊氟化工有限责任公司暨关联交易的公告》等：公司拟以现金方式（自筹资金）收购江西石磊氟材料有限责任公司持有的江西石磊氟化工有限责任公司100%股权。本次股权转让的交易价格为人民币2.8亿元。本次交易构成关联交易，不构成重大资产重组（公司实际控制人童建国及其控制的浙江永启已于2022年3月与江西石磊氟化工实际控制人杨斌斌签署了收购框架协议、托管协议）。

分立前的江西石磊氟化工有限责任公司主要从事甲烷氯化物和无水氟化氢等生产、销售业务：石磊氟化工分立前具备5万吨无水氟化氢、2000吨氢氟酸、9000吨氟硅酸、5万吨二氯甲烷、4.5万吨三氯甲烷、1.2万吨四氯乙烯、6.45万吨盐酸（副产品）、7500吨硫酸（副产品）的生产能力。截至2022年9月26日，石磊氟化工已完成公司派生分立，分立后的石磊氟化工为存续公司。分立后石磊氟化工公司许可项目为危险化学品生产一般项目等（主要产品为氯化物等）。

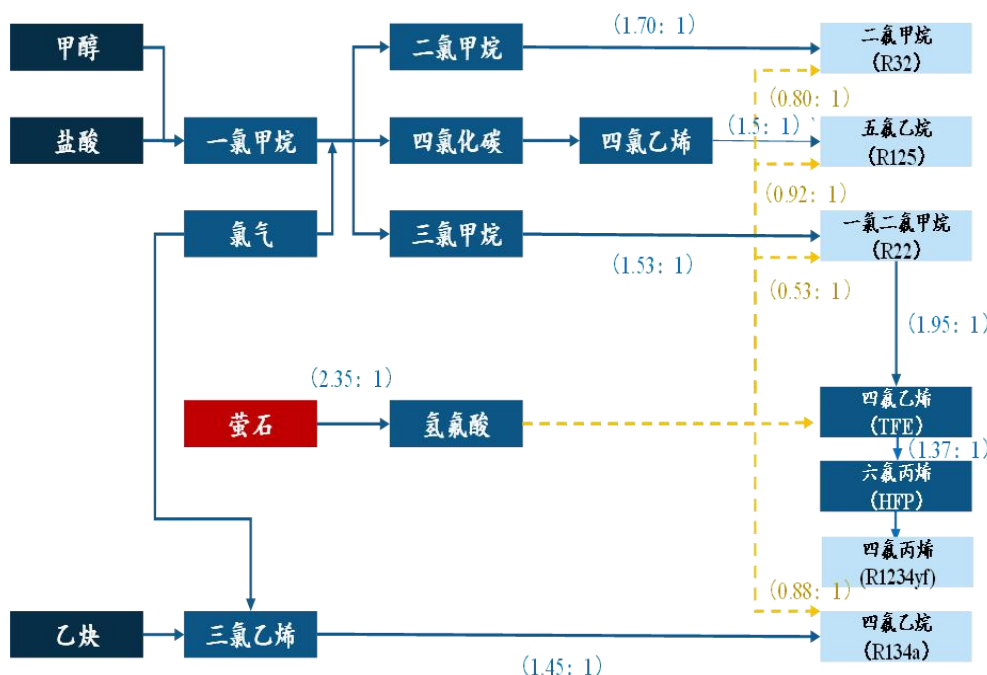
从产业链角度来说，二氯甲烷为R32的原料，三氯甲烷为R22的原料，四氯乙烯为R125的原料。我们看好，通过整合上下游资源进一步完善公司氟化工产业一体化的战略布局，公司生产原料（主要包括甲烷氯化物、乙烯氯化物）的稳定供应将得到有效保障，进而扩大成本优势，增强市场竞争力和盈利能力，同时有效减少与控股股东的关联交易。目前，公司已完成氟化工及核心原料的全产业链覆盖，未来将继续聚焦于拥有更高附加值的含氟高分子材料和环保氟碳化学品业务。

表2：各类制冷剂名称、原材料及下游应用领域：氢氟酸及氯化物是重要的制冷剂原料

制冷剂分类	主营产品	上游原料	下游应用
第一代制冷剂（CFCs）	R11（一氟三氯甲烷）、R12（二氯二氟甲烷）	氢氟酸、四氯化碳	医药中间体
	R22（一氯二氟甲烷）	氢氟酸、三氯甲烷制冷剂、氟化工、聚四氟乙烯、六氟丙烯	
第二代制冷剂/发泡剂（HCFCs）	F141b（一氟二氯乙烷）	氢氟酸、二氯乙烷	聚氨酯泡沫发泡剂、清洗剂
	F142b（二氟一氯乙烷）	氢氟酸、一氯乙烷	聚合物发泡剂、PVDF、氟橡胶化工
	R32（二氟甲烷）	氢氟酸、二氯甲烷	制冷剂、冰箱、混合氟制冷剂
	R134a（四氟乙烷）	氢氟酸、三氯乙烯	汽车空调、商业和工业用制冷系统
	R143a、R227ea、R236fa等（三代制冷剂）	氢氟酸、二氯乙烯等	制冷剂、混配其它制冷剂
第三代制冷剂/发泡剂（HFCs）	R410A（混合制冷剂）	R32、R125	空调，替代R22
	R404A（混合制冷剂）	R134a、R125	空调、中低温冷冻领域
	R507（混合制冷剂）	R134a、R125	空调、中低温冷冻领域
	R125（五氟乙烷）	氢氟酸、四氯乙烯、TFE单体	混配工质、空调
	R245fa（五氟丙烷）	四氯化碳、VCM氯乙烯	空调、发泡剂
第四代制冷剂/发泡剂	R1234yf（四氟丙烯）	氢氟酸、五氯丙烷、三氟丙烯	制冷剂、灭火剂、传热介质、抛光剂
	R1233zd（一氯三氟丙烯(反式)）	氢氟酸、五氯乙烷或五氯丙烷等	聚氨酯硬泡发泡剂

资料来源：CNKI、国信证券经济研究所整理

图1：制冷剂与氯化物/氢氟酸原料的产业链结构及单耗示意



资料来源：CNKI、国信证券经济研究所整理

#### ◆ 原料成本：充分发挥萤石、氢氟酸、氯化物成本优势，产品成本优势显著

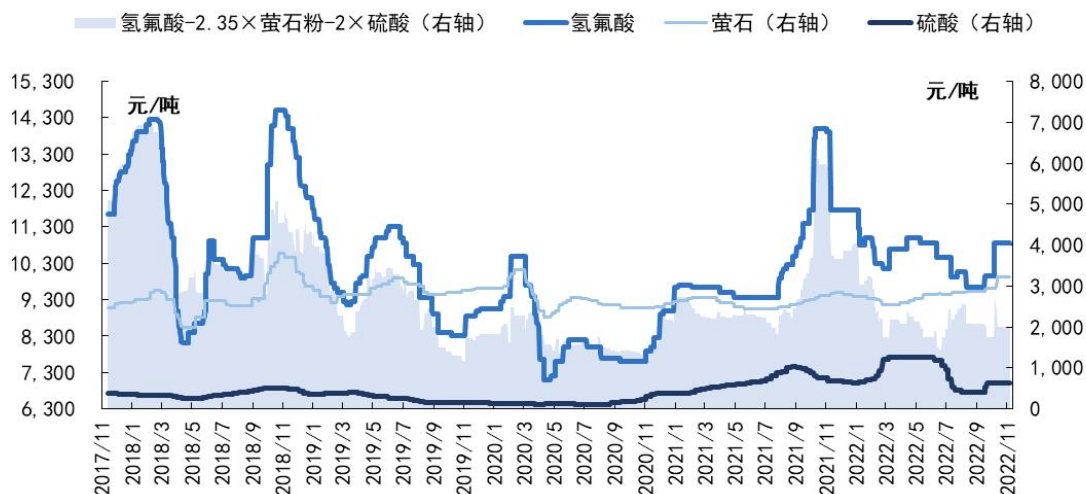
公司生产所需主要原材料包括萤石、无水氢氟酸、电石、硫酸、三氯甲烷等。其中氟化工的资源基础是萤石，由于萤石资源的不可再生属性，我国将其作为一种战略性资源来保护。近年来，公司充分发挥内蒙古当地的资源成本优势，通过开发战略合作供应商、优化运输渠道以降低成本、深化“氟化工产业链一体化”的完善布局。公司目前拥有采矿权 2 个，探矿权 3 个。

**萤石价格方面：**制冷剂上游资源端萤石方面，本月萤石市价继续上涨。本月国内萤石矿山开采受限较大，原矿供应紧张下酸级粉产量有所下行，市场供应面进一步趋紧。整体来说，受环保政策限制、冬季气候及疫情形势影响，北方地区萤石货源依旧紧张，成本上行致使浮选装置负荷偏低，而南方萤石主产区开工总体相对较稳。截至 2022 年 12 月 7 日，当前华北市场 97%湿粉主流含税出厂报价参考 3200-3500 元/吨，华中市场参考 3150-3400 元/吨，江浙市场参考 3200-3500 元/吨，价格已较上月上涨 4.07%、较年初上涨 18.02%。我们看好萤石价格短期将仍维持强势。

长期来看，新能源、半导体、新材料行业发展将对萤石长期需求形成支撑。我们看好传统下游领域制冷剂行业对萤石需求将稳步增长，新能源、半导体、新材料行业快速发展，将长期对萤石需求形成支撑。我国氟化工产业快速发展的势头有望延续，萤石需求前景仍然广阔。



图2：萤石/氢氟酸价格与价差走势（元/吨）



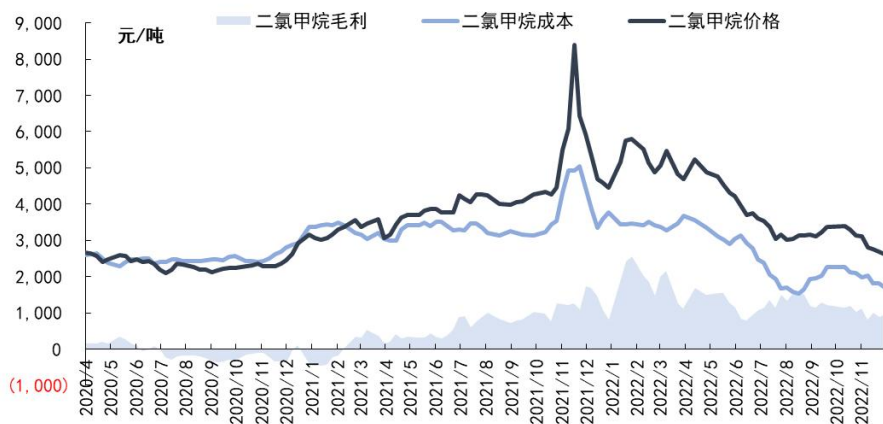
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

**甲烷氯化物：**包括二氯甲烷（CH<sub>2</sub>Cl<sub>2</sub>）、三氯甲烷（也称氯仿，CHCl<sub>3</sub>）、四氯化碳（CCl<sub>4</sub>）三种产品的总称，是重要的化工原料和有机溶剂。通常来说，二氯甲烷为 R32 的原料，三氯甲烷为 R22 的原料，四氯化碳为 PCE 的原料。

**四氯乙烯：**催化剂级四氯乙烯可用于石油催化剂的再生，在石油化工芳烃行业中发挥重要的辅助催化作用；氟碳级四氯乙烯作为新型制冷剂的原料，广泛应用于 HCFC-125 的生产（上述制冷剂是目前替代 R22、R502 的主要产品，对臭氧层无破坏作用）；原料级四氯乙烯可用于生产 CFC-113a、六氯乙烷，还可作为通用的有机溶剂，被广泛应用于农药中间体行业；清洗级四氯乙烯可用于衣物干洗、金属脱脂、电子清洗，还可用作脂肪类萃取剂、皮毛脱脂剂以及天然合成纤维的萃取剂。

若按甲烷、乙烯氯化物平均毛利 1000 元/吨的假设测算，石磊氟化工的 5 万吨二氯甲烷、4.5 万吨三氯甲烷、1.2 万吨四氯乙烯有望合计为永和股份公司贡献约 1.07 亿元毛利增厚。

图3：近三年二氯甲烷价格、毛利、成本走势（元/吨）



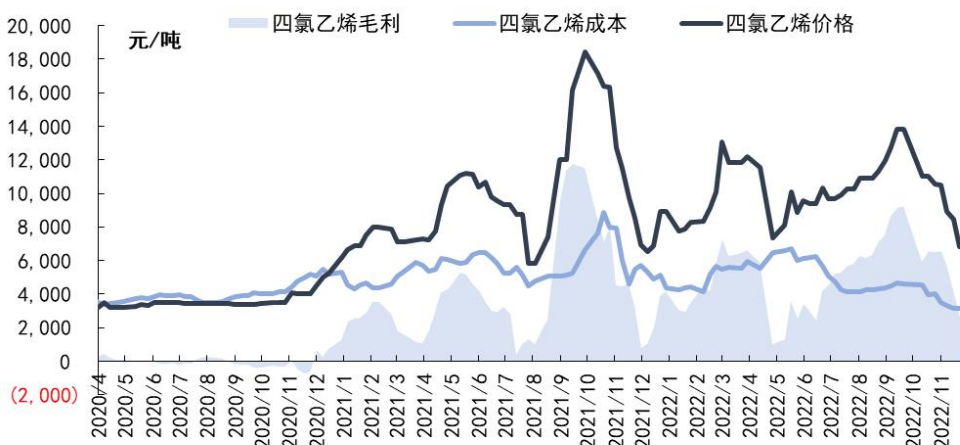
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图4：近三年三氯甲烷价格、毛利、成本走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图5：近三年四氯乙烯价格、毛利、成本走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

◆ 高附加值领域：FEP 产品技术积累国内领先，PVDF、PFA、ETFE 等技术储备丰富

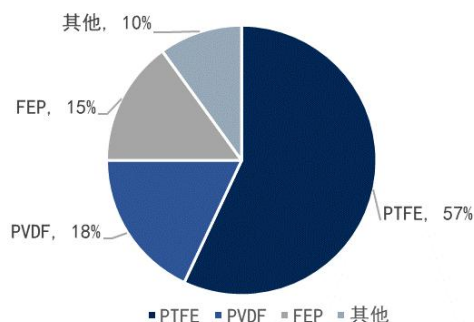
公司经营战略的定位清晰：聚焦于高附加值的含氟高分子材料和环保氟碳化学品业务。截至目前，公司拥有含氟高分子材料及单体年产能 1.28 万吨，在建超过 4 万吨含氟高分子材料。目前公司已投产的氟聚合物材料包括 FEP、PFA、PTFE 等。其中，公司 FEP 产品技术积累国内领先，PVDF、PFA、ETFE 等技术储备丰富。

(1) FEP：国产替代空间广阔，公司 FEP 产品技术积累国内领先

FEP 是四氟乙烯（TFE）和六氟丙烯（HFP）共聚而成的，是四氟乙烯和六氟丙烯的共聚物，六氟丙烯的含量约 18%左右，FEP 是聚四氟乙烯（PTFE）的改性材料。FEP 是一种软性塑料，其拉伸强度、耐磨性、抗蠕

变性低于许多工程塑料。氟化工高附加值领域，FEP 是第三大氟塑料。PTFE、PVDF、FEP 占据全球约 90% 的氟塑料市场，FEP 是第三大氟塑料，占比约 15%。公司 FEP 产品介电损耗、热失重、MIT（耐弯折）等指标国内领先，已接近国际先进水平。目前公司 FEP 产品已实现向富士康、哈博电缆等知名企业直接或间接批量供货，在中高端领域逐步替代国际氟化工领先企业的含氟高分子材料产品。公司含氟高分子材料自主品牌“耐氟隆”是金华市著名商标，在含氟高分子材料尤其是 FEP 领域享有了重要市场地位。目前 FEP 行业景气度较高，不同品质价格差役较大，整体盈利水平较为可观。

图6: 氟塑料市场结构占比



资料来源: 新材料在线、国信证券经济研究所整理

图7: FEP 生产工艺及分子式

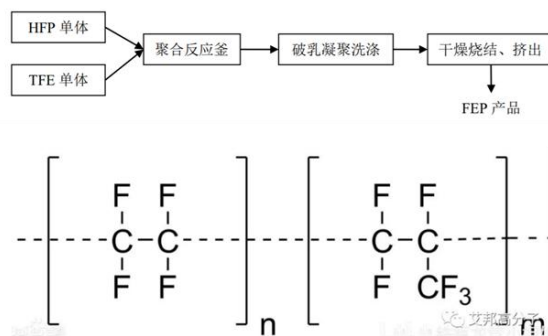
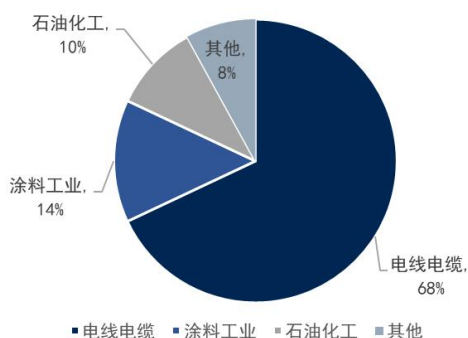
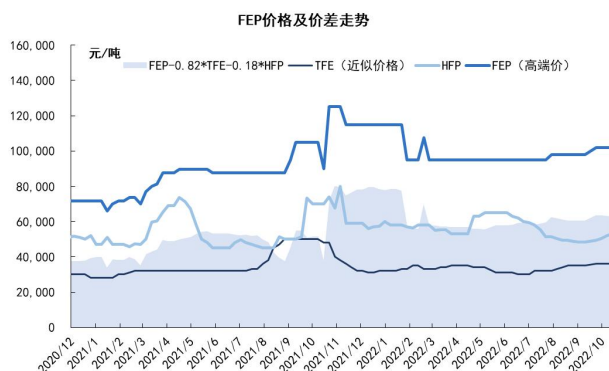


图8: 我国 FEP 消费结构



资料来源: 新材料在线、国信证券经济研究所整理

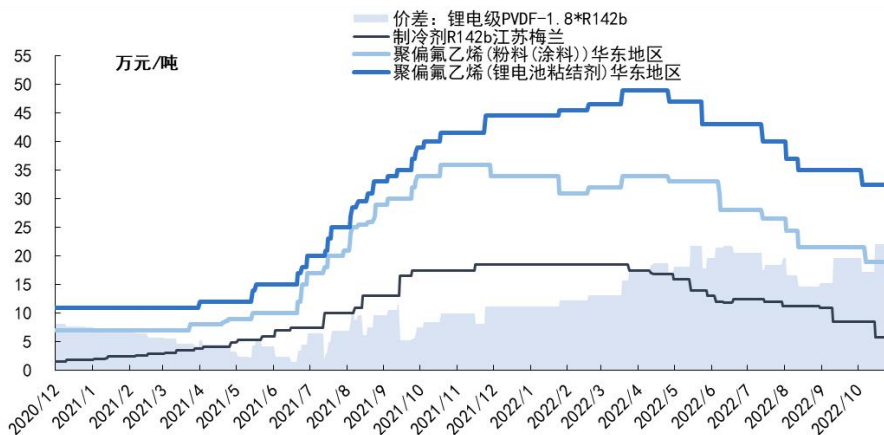
图9: FEP 价格与价差走势 (元/吨)



(2) PVDF 行业方面，近 1-2 年来，受下游锂电、光伏等需求快速增长的驱动，PVDF 及其原料 R142b 供应十分紧张、供需严重错配，产品价格均大幅上涨。从需求端来看，近期下游企业采购积极，锂电池级 PVDF 需求持续向好；然而市场新增产能推进，而涂料级 PVDF 市场需求表现平淡，近期涂料级 PVDF 价格则出现明显回调，锂电级与涂料级 PVDF 产品价差扩大。据百川盈孚数据，经历了自 2021 年 12 月起持续 2 个月的价格维稳运行后，2022 年 2 月初，PVDF 锂电级均价调涨 1 万元至 45.5 万元/吨；R142b 价格则较春节前调涨 1 万元/吨左右至 19.5-20.0 万元/吨；2022 年 3 月，PVDF 锂电级报价再次上调至 47-48 万元/吨，达到价格顶点。随后受到行业整体性产能扩张的影响，价格开始进入下行通道。截至 2022 年 12 月 6 日，锂电级 PVDF 市场均价跌至 25 万元/吨，原材料价格下跌，企业外采逐步减少。但整体来说，对于拥有 R142b 原料配套的生产企业来说，目前 PVDF 盈利仍然较为可观。

目前公司尚未有 PVDF 产能，而公司紧抓下游新能源、光伏行业高速发展的市场机遇，正在加快推进内蒙永和 VDF、PVDF 项目以及邵武永和 PVDF 和 HFPO 扩建项目的建设，PVDF 在建总产能合计为 1.6 万吨/年。我们预计有望于 2023 年下半年投产。

图10: PVDF/R142b 价格与价差走势 (元/吨)



资料来源:百川盈孚、卓创资讯、国信证券经济研究所整理

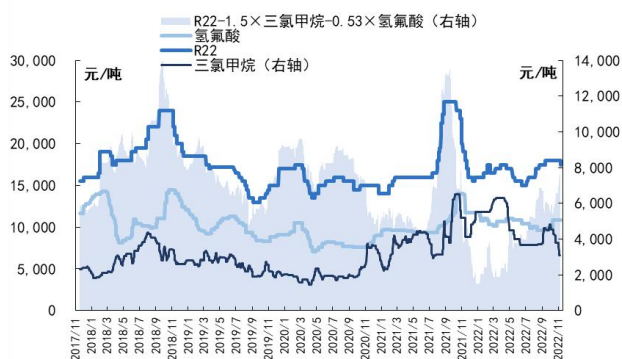
#### ◆ 制冷剂: 2020-2021 年三代制冷剂景气承压, 静待三代制冷剂景气反转

**复盘三代制冷剂价格走势: 2020 年**, 受新冠肺炎冲击、基加利修正案引起的配额争抢等因素影响, 三代制冷剂市场延续 2019 年末的疲软态势, 各产品价格均有下滑。原料氢氟酸自疫情爆发后连连走低, 于 2020 年 5 月份到达全年最低点后反弹回稳。R32 产能过剩的状况仍在延续, 价格上行受限; R134a 价格达到了近年来历史新低点。下游空调、汽车行业 2020 年产销量双双下滑。**2021 年上半年**, 除 R32 价格仍在成本线下游徘徊外, 其余制冷剂价格均有所回暖, 截至 2021 年 6 月 30 日, R22 较年初涨幅约为 14.3%, R134a 较年初涨幅约为 13.9%, R125 较年初涨幅约为 11.5%, R32 较年初跌幅约为 4.0%, R410a 较年初涨幅约为 17.6%。**自 2021 年 8 月中旬起**, 随原材料氢氟酸、甲烷氯化物、乙烷氯化物等价格持续上涨, 并且在能耗双控及限电导致制冷剂开工率不足, 而需求端制冷剂进入传统备货旺季的背景下, 制冷剂产品价格均出现明显反弹, 涨价态势持续至 2021 年 11 月初。随后, **自 2021 年 11 月起**, 在原料端供给逐步释放的背景下, 除 R142b 外的制冷剂价格均开始普遍回调。2021 年, 从制冷剂两大下游来看, **空调方面**, 据国家统计局数据显示, 1-12 月累计产量 21835.7 万台, 同比增长 9.4%; **汽车方面**, 据中汽协消息, 2021 年, 汽车产销双双超过 2600 万辆, 结束了自 2018 年以来连续三年下降的局面。整体来看, 受全球经济在去年低基数下强劲回升, 我国经济持续稳定恢复的影响, 2021 年制冷剂行业终端需求平稳复苏。目前, 《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》已正式对中国生效。根据协议, 到 2045 年, 中国将比 2020-22 年基准减少 80% 的氢氟碳化合物使用。这意味着中国将对 HFCs (氢氟碳化合物) 相关化学品进行管控, 包括 2024 年冻结 HFCs 生产和消费。随着供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地、行业竞争格局趋向集中, 而下游需求恢复平稳增长, 我们看好三代制冷剂有望迎来景气复苏。

目前公司含氟制冷剂单质产品共计年产能 14 万吨, 主要包括 R22、R152a、R143a、R227ea、R125、R134a、R32 等产品, 现已形成了较大生产规模; 此外, 公司还具备 R410a、R404a 等混合制冷剂产品产能约 1.8 万吨。其中, 公司第三代制冷剂产能约 11.67 万吨, 约占全国第三代制冷剂总产能的 10% 以上; 公司自主品牌“冰龙”牌制冷剂在售后市场中的声誉和出货量方面均排名前列。2020-2021 年, 三代制冷剂景气承压, 而公司三代制冷剂产品走“差异化竞争”路线, 相对同行的盈利水平仍较为可观。此外, 公司已具备 R142b、R22 产能分别 2.4 万吨、5.5 万吨 (未来仍将继续扩张), 部分用作配套下游产品原料。其中, R22 可作为原料生产 TFE 进而生产含氟高分子材料 PTFE、FEP、PFA 等; R152a 可作为原料生产 R142b 进而生产含氟高分子材料 VDF 和 PVDF。

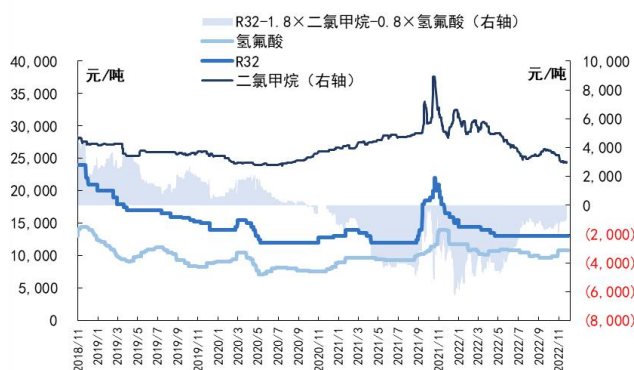


图11: R22 产品价格与价差



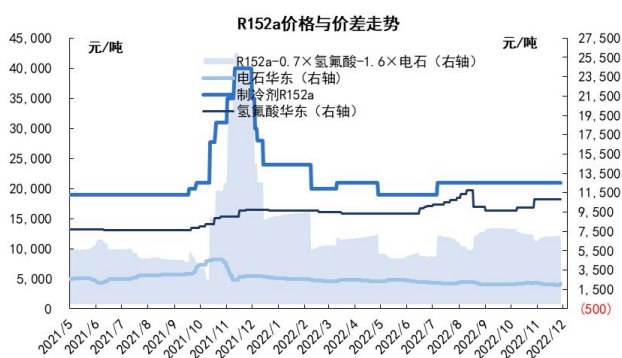
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图12: R32 产品价格与价差



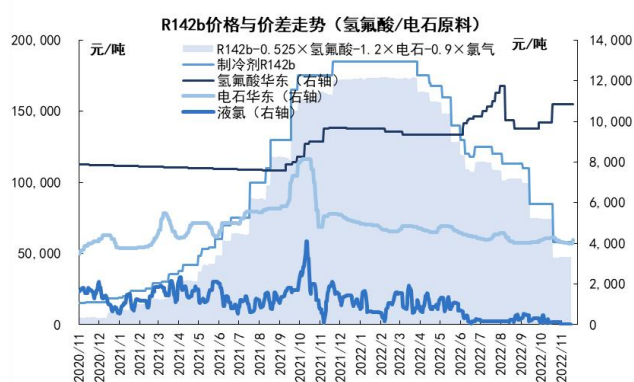
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图13: R152a 产品价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图14: R142b 产品价格与价差走势



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

### ◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级

公司聚焦于高附加值的含氟高分子材料和环保氟碳化学品业务，定位清晰。目前已打造出了“氟化工产业链一体化”的完善布局，成本优势突出且抗周期性波动风险能力较强。未来，公司持续通过研发创新，不断延伸氟化工产业链，我们看好公司未来将持续优化产品结构与类型，逐步向产业链的高端延伸，生产高附加值高技术含量的产品，并引领行业发展。我们维持公司盈利预测，预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.13/5.49/7.01亿元，同比增速12.7%/75.2%/27.8%；摊薄EPS=1.16/2.03/2.60元，对应当前股价对应PE=35.0/20.0/15.6X。维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

**相关研究报告：**

《永和股份（605020.SH）-业绩持续增长，加快高附加值产品结构升级》——2022-10-28

《永和股份（605020.SH）-产业链一体化布局助力业绩高增长，聚焦于高附加值业务》——2022-04-06

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	234	167	200	200	704	<b>营业收入</b>	<b>1952</b>	<b>2899</b>	<b>3395</b>	<b>4385</b>	<b>5471</b>
应收款项	178	335	372	481	600	营业成本	1541	2214	2501	3096	3871
存货净额	226	446	397	490	618	营业税金及附加	15	12	24	32	39
其他流动资产	322	415	475	614	766	销售费用	144	55	183	237	295
<b>流动资产合计</b>	<b>962</b>	<b>1364</b>	<b>1444</b>	<b>1785</b>	<b>2687</b>	管理费用	104	188	241	270	337
固定资产	1294	1797	2140	2250	2234	研发费用	16	29	61	79	74
无形资产及其他	140	139	135	130	126	财务费用	34	16	13	13	1
投资性房地产	48	205	205	205	205	投资收益	7	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	(6)	(11)	(17)	资产减值及公允价值变动	3	20	8	8	0
<b>资产总计</b>	<b>2444</b>	<b>3506</b>	<b>3919</b>	<b>4359</b>	<b>5236</b>	其他收入	7	(64)	(61)	(79)	(74)
短期借款及交易性金融负债	362	217	444	216	200	营业利润	130	371	382	670	856
应付款项	455	641	780	964	1215	营业外净收支	(3)	(7)	0	0	0
其他流动负债	264	500	336	413	519	<b>利润总额</b>	<b>127</b>	<b>365</b>	<b>382</b>	<b>670</b>	<b>856</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1080</b>	<b>1358</b>	<b>1560</b>	<b>1593</b>	<b>1934</b>	所得税费用	25	86	69	121	154
长期借款及应付债券	4	60	60	60	60	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
其他长期负债	26	49	(2)	(53)	(103)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>102</b>	<b>278</b>	<b>313</b>	<b>549</b>	<b>701</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>30</b>	<b>110</b>	<b>59</b>	<b>8</b>	<b>(43)</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>1110</b>	<b>1467</b>	<b>1619</b>	<b>1600</b>	<b>1891</b>	<b>净利润</b>	102	278	313	549	701
少数股东权益	1	1	2	2	2	资产减值准备	1	17	13	3	1
股东权益	1333	2037	2299	2757	3343	折旧摊销	110	116	157	201	221
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2444</b>	<b>3506</b>	<b>3919</b>	<b>4359</b>	<b>5236</b>	公允价值变动损失	(3)	(20)	(8)	(8)	0
关键财务与估值指标						财务费用	34	16	13	13	1
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	营运资本变动	(249)	(164)	(110)	(128)	(91)
每股收益	0.51	1.03	1.16	2.03	2.60	其它	(1)	(17)	(13)	(2)	(0)
每股红利	0.09	0.05	0.19	0.34	0.43	<b>经营活动现金流</b>	<b>(41)</b>	<b>211</b>	<b>353</b>	<b>614</b>	<b>831</b>
每股净资产	6.66	7.55	8.52	10.22	12.39	资本开支	0	(653)	(501)	(301)	(201)
ROIC	7%	16%	14%	21%	25%	其它投资现金流	(1)	1	0	0	0
ROE	8%	14%	14%	20%	21%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1)</b>	<b>(652)</b>	<b>(495)</b>	<b>(295)</b>	<b>(195)</b>
毛利率	21%	24%	26%	29%	29%	权益性融资	(23)	484	0	0	0
EBIT Margin	7%	14%	11%	15%	16%	负债净变化	(25)	56	0	0	0
EBITDA Margin	12%	18%	16%	20%	20%	支付股利、利息	(17)	(14)	(52)	(91)	(116)
收入增长	4%	49%	17%	29%	25%	其它融资现金流	19	(195)	227	(228)	(16)
净利润增长率	-27%	173%	13%	75%	28%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(89)</b>	<b>374</b>	<b>176</b>	<b>(319)</b>	<b>(132)</b>
资产负债率	45%	42%	41%	37%	36%	<b>现金净变动</b>	<b>(131)</b>	<b>(67)</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>504</b>
息率	0.2%	0.1%	0.5%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	366	234	167	200	200
P/E	79.8	39.4	35.0	20.0	15.6	货币资金的期末余额	234	167	200	200	704
P/B	6.1	5.4	4.8	4.0	3.3	企业自由现金流	0	(395)	(138)	323	629
EV/EBITDA	38.4	24.0	23.2	14.4	12.0	权益自由现金流	0	(533)	78	84	612

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032