

永和股份 (605020. SH)

产业布局完善且业绩持续增长，拟建设包头新能源材料项目

买入

核心观点

持续完善产业布局并积极调整产品结构，公司业绩持续增长。2022 年全年，公司共实现营业收入约 38.04 亿元（同比+27.18%）；归母净利润约 3 亿元（同比+8.03%）；基本每股收益 1.13 元（同比-5.04%）。在 2022 年在公司营收结构中：氟碳化学品、含氟高分子材料、化工原料的营收贡献占比为 66.05%、22.89%、11.05%；营收增速分别达到 16.74%、42.47%、108.43%；毛利率分别为 9.38%、37.52%、20.75%，毛利率分别同比-11.36%、+10.74%、+5.73 个百分点。从经营层面来说，2022 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。目前，公司已完成氟化工全产业链覆盖，将持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，产业链优势显著。

将充分受益于三代制冷剂景气度上行，并稳步推进邵武及内蒙基地扩建项目建设。制冷剂方面，目前，公司已具备氟碳化学品单质年产能约 19 万吨；此外公司本部拥有年混配、分装 6.72 万吨单质制冷剂、混合制冷剂的产能。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即将迎来景气复苏。高附加值产品方面，公司 FEP 产品性能优异、国际竞争力强，PVDF、PFA、ETFE 等技术储备丰富。目前邵武永和氟化工二期、1 万吨 PVDF、0.3 万吨 HFPO 扩建项目已进入全面建设阶段；内蒙永和 1.5 万吨 VDF、0.6 万吨 PVDF、1 万吨全氟己酮等项目稳步推进中。

拟建设包头新能源材料项目，加快核心产品的战略升级与提前布局。全资子公司包头永和计划以 60.55 亿元投资建设“包头永和新能源材料产业园项目”：拟建设 40 万吨废盐、24 万吨甲烷氯化物、12 万吨 R22 装置，6 万吨 TFE 装置、4.8 万吨 HFP 装置等作为原料及中间产品，为下游四代制冷剂以及全氟己酮等产品提供一体化支持。此举将进一步保障公司环保型制冷剂原材料的稳定供给，完善和巩固公司产业链布局。

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。

投资建议：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。我们维持 2023 年预测值，分别上调/新增 2024/2025 年预测，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5.49/7.98/10.84 亿元，同比增速 83.0%/45.3%/35.7%；摊薄 EPS=2.03/2.95/4.00 元，对应当前股价对应 PE=22.8/15.7/11.6X。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,899	3,804	4,923	5,997	7,382
(+/-%)	48.5%	31.2%	29.4%	21.8%	23.1%
净利润(百万元)	278	300	549	798	1084
(+/-%)	173.1%	8.0%	83.0%	45.3%	35.7%
每股收益(元)	1.03	1.11	2.03	2.95	4.00
EBIT Margin	13.8%	9.0%	13.8%	16.1%	17.4%
净资产收益率(ROE)	13.6%	12.0%	19.1%	23.4%	26.2%
市盈率(PE)	44.9	41.8	22.8	15.7	11.6
EV/EBITDA	27.0	31.5	16.9	12.3	9.9
市净率(PB)	6.13	5.00	4.36	3.67	3.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

46.27 元

总市值/流通市值

12530/5753 百万元

52 周最高价/最低价

57.42/17.76 元

近 3 个月日均成交额

129.20 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《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》——2022-12-07

《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

业绩持续增长，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

永和股份公司为集萤石资源、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。2023年4月3日晚，公司发布了《2022年度报告》：2022年全年，公司共实现营业收入约38.04亿元（同比+27.18%）；归母净利润约3亿元（同比+8.03%）；基本每股收益1.13元（同比-5.04%）。公司业绩符合预期。同时，公司拟10股派2.5元转增4股。其中，2022Q4单季度，公司实现营业收入约10.83亿元（同比-43.11%）；归母净利润约0.72亿元（同比-28.06%）；基本每股收益1.13元（同比-5.04%）。回顾来看，2022Q1-Q3三个季度，公司业绩逐季环比、同比增长。业绩的增长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。2022Q4，公司发生资产减值损失，三项费用有所增长，故单季度营收增长但归母净利润环比有所下滑。

图1：公司营业收入及增长率变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增长率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

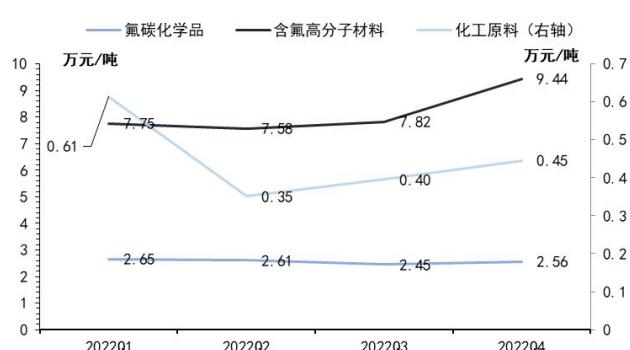
2022年在公司营业收入结构中：氟碳化学品、含氟高分子材料、化工原料的营收贡献占比为66.05%、22.89%、11.05%，营收增速分别达到16.74%、42.47%、108.43%，毛利率分别为9.38%、37.52%、20.75%，分别同比2021年-11.36%、+10.74%、+5.73个百分点。其中，2022年由于一氯甲烷等产品的产能释放，公司对化工原料板块进行了重新分类：公司将原氟化工原料大类调整为化工原料，包括无水氢氟酸、一氯甲烷、氯化钙、氯化钙母液，同比基数按同口径调整。

图3：2022Q1-Q4，公司营业收入构成及变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

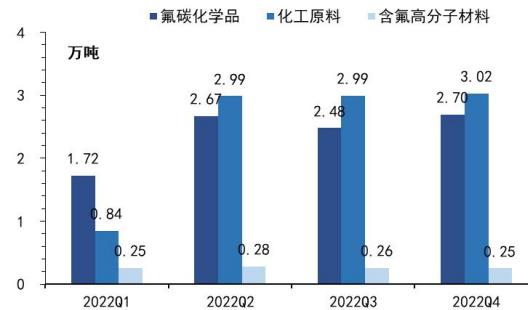
图4：2022Q1-Q4，公司主要产品价格变化趋势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：2022Q1-Q4，公司各项主营产品产量


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：2022Q1-Q4，公司各项主营产品销量


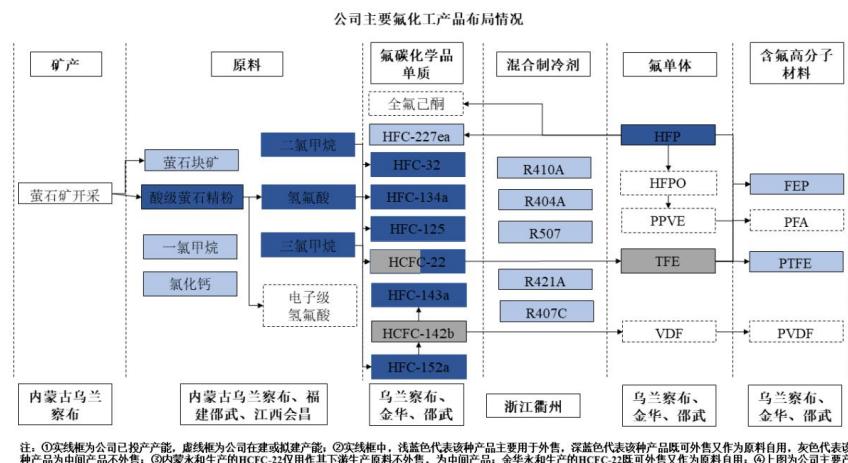
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

据公司公告及我们统计，截至 2023 年 4 月初，原料端，公司拥有萤石 2 个采矿权、3 个探矿权，无水氢氟酸、一氯甲烷、氯化钙年产能 13.5 万吨、6 万吨、12 万吨。氟碳化学品方面，公司具备氟碳化学品单质年产能约 19 万吨；此外，公司本部拥有混配、分装 6.72 万吨单质制冷剂、混合制冷剂的生产能力。含氟高分子材料方面，目前公司拥有含氟高分子材料及单体年产能 3.48 万吨，在建年产能超过 4 万吨。

2022 年，从产能建设上看，公司进一步完善并扩充化工原料、氟碳化学品及含氟高分子材料产业布局：

(1) 邵武永和：已建方面，一期 5 万吨 AHF 已于于 2022 年 6 月建成投产，4.4 万吨 R22、4 万吨 R32、2.8 万吨 TFE、6 万吨氯化钙、1 万吨 HFP 等装置已相继于 2022 年底及 2023 年 1 月顺利开车试生产。目前一期 0.75 万吨 FEP+0.3 万吨 PFA（柔性生产装置）已进入安装扫尾阶段。拟建方面，目前氟化工二期、1 万吨 PVDF、0.3 万吨 HFPO 扩建项目也已进入全面建设阶段。

(2) 内蒙永和：已建方面，技改扩建 1.2 万吨 TFE、1.2 万吨 HFP、0.5 万吨 R227ea、0.5 万吨 R152a 项目顺利投产。拟建方面，内蒙永和 1.5 万吨 VDF、0.6 万吨 PVDF、1 万吨全氟己酮等项目稳步推进中。

图7：永和股份公司主要氟化工产品布局情况（截至 2022 年年底）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表1：永和股份主营产品产能及在建规划（截至 2023 年 4 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	
一氯甲烷	6	7（拟建）
石磊氟化工（全资子公司）氯化物	5 万吨二氯甲烷、4.5 万吨三氯甲烷、1.2 万吨四氯乙烯	
无水氢氟酸	13.5	5+3（电子级）
氯化钙	12	2.5
R22	2.5+3+4.4	2（内蒙）+3（邵武）
R32	1+4	
R134a	3	
R142b	2.4	
R152a	4.5+0.5	
R143a	2	
R125	0.3+0.7	
R227	1+0.5	
R410A、R404A 等	1.822	
TFE	2.8（邵武）+1.2（内蒙）	2（邵武）
HFP	1.2（邵武）+1（邵武）	0.5（邵武）
FEP	0.42+0.75（邵武）	0.3+0.3（邵武）
含氟高分子材料	PTFE 0.06	1+0.8（乳液）
PFA	0.03	0.3（邵武）
VDF		1.5（内蒙）
PVDF		0.6（内蒙）+1（邵武）
精细氟化学品	HFPO	0.3（邵武）
新型灭火工质	全氟己酮	1（内蒙）

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

此外，2022 年 12 月 28 日晚，公司已完成对江西石磊氟化工公司 100% 股权收购，石磊氟化工成为公司全资子公司。此举旨在于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。

值得关注的是：公司拟建设包头新能源材料项目，加快核心产品的战略升级与提前布局。2023 年 3 月 20 日公司发布公告：全资子公司包头永和拟与内蒙古自治区包头市九原区人民政府签署《项目投资协议书》，投资建设“包头永和新能源材料产业园项目”，项目预计投资总额为 60.55 亿元。募集资金投资项目“包头永和新能源材料产业园项目”拟将建设 40 万吨废盐综合利用装置、24 万吨甲烷氯化物装置作为全厂基础原料，并在中游建设 12 万吨 R22 装置，6 万吨 TFE 装置、4.8 万吨 HFP 装置和 5 万吨 HCC-240fa 装置作为中间产品，为下游 HF0-1234yf、HF0-1234ze、HCF0-1233zd 以及全氟己酮等产品提供一体化支持。我们看好，此举将助力公司打造出内蒙古氟化工产业的循环经济模式，同时保障公司环保型制冷剂原材料的稳定供给，完善和巩固公司产业链布局，提升公司产品稳定供应能力。

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。

充分发挥内蒙古当地萤石、煤炭等资源成本优势，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原材料成本与物流成本，减少萤石等原材料价格上涨对公司生产成本带来的影响，为公司打造出“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。

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。除传统下游领域制冷剂需求将稳步增长外，根据我们的测算（中性），2022–2024 年，全球六氟磷酸锂对萤石精粉需求将分别达到 16.61/20.31/29.51 万吨，国内 PVDF 对萤石精粉需求将分别达到 15.98/19.18/20.72 万吨。我们看好新能源、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8：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

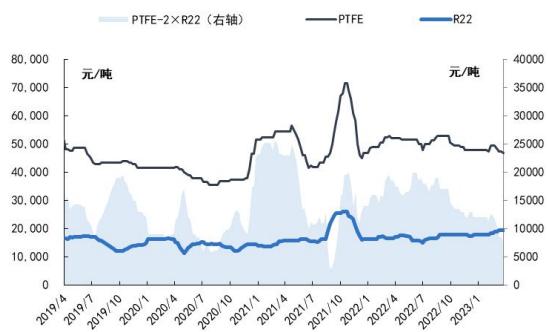
高附加值领域：FEP 产品技术积累国内领先，PVDF、PFA、ETFE 等技术储备丰富

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。根据产业在线数据，2022 年我国主要含氟高分子材料及单体（FEP、PTFE、PVDF、HFP）产量约为 35.13 万吨，同比增长 37.72%以上。截至 2023 年 4 月，公司拥有含氟高分子材料及单体年产能 3.48 万吨，在建产能超过 4 万吨。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。

含氟聚合物是重要的新材料高端制造、国产替代的发展方向。含氟聚合物在工业建筑、石油化学、汽车工业、航天工业等有广泛的应用。(1) PTFE 方面，长期来看供给端政策加速行业转型，高端产品替代成果初现；然而短期内新增产能不断释放，市场需求表现平淡。截至 2023 年 3 月 31 日，PTFE 悬浮中粒主流报价 4.7–5.2 万元/吨，悬浮细粉主流报价区间 5.2–5.5 万元/吨，分散树脂主流报价区间集中在 5.0–5.5 万元/吨，乳液主流意向报价区间集中在 3.2–3.5 万元/吨。

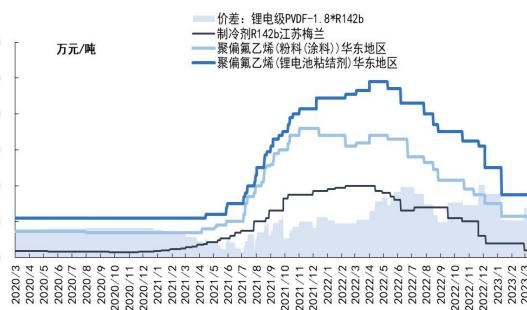
(2) PVDF 方面，随着厂商大量扩产、下游需求受到疫情/宏观等影响等，自 2022 年 3 月起，PVDF 产业链价格与利润冲高后出现了回落，涂料级 PVDF 价格率先出现明显回调、锂电级价格逐步回调。截至 3 月 31 日，原材料 R142b 跌后暂稳，价格跌至 2 万元/吨，当前 PVDF 光伏市场主流报价为 14.0 万元/吨附近，涂料市场主流报价为 7.0–12.0 万元/吨，锂电级聚偏氟乙烯市场表现两极分化，现乳液法聚偏氟乙烯主流报价在 10.0–12.0 万元/吨左右；(3) FEP 方面，中低端、高端线缆料目前分别报价 5.2 万元/吨、9.8 万元/吨，价格处于近五年来的 75% 分位数。长期来看，“东数西算”助推光纤升级换代，重要场合网线的规格及要求有望提升，FEP 成可作为电线电缆绝缘、保护的理想材料，未来需求前景广阔。整体来说，2022–2025 年，我们预测三大氟树脂材料（PTFE、PVDF、FEP）合计对萤石的消耗将达到 48.2、64.1、74.1、85.7 万吨（占萤石产量的 8.6%、10.7%、12.3%、13.8%），CAGR 为 21.15%。其中，2022–2025 年期间，我们预测我国 PTFE、PVDF、FEP 的产能增速 CAGR 分别为 10.26%、38.88%、18.22%。

图9：PTFE 价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图10：PVDF 价格与价差跟踪



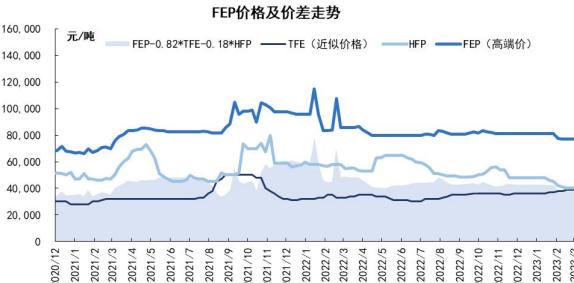
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图11：HFP 价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图12：FEP 价格与价差跟踪



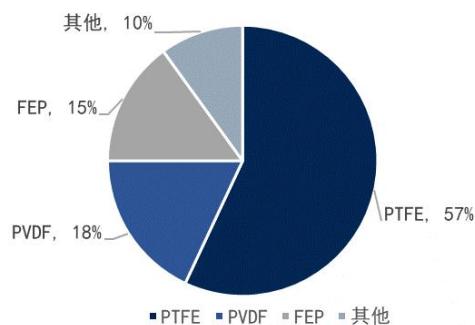
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

其中，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%。

全球主要的聚全氟乙丙烯共聚物（FEP）有 DuPont 公司的 Teflon 牌、Daikin 公司的 Neoflo 牌、Hoechst Celanese 公司的 IHoustaflow 牌。中国的 FEP 生产企业主要有鲁西化工、东岳集团、巨化股份、永和股份等。近期，部分氟化工企业持续加大对 FEP 的投资力度，扩大产能。

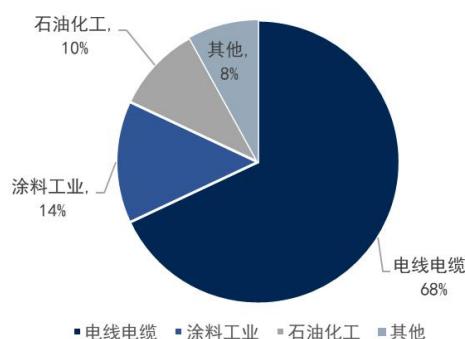
值得一提是，永和股份公司 FEP 产品介电损耗、热失重、MIT（耐弯折）等指标国内领先，已接近国际先进水平。目前公司 FEP 产品已实现向富士康、哈博电缆等知名直接或间接批量供货，在中高端领域逐步替代国际氟化工领先企业的含氟高分子材料产品。公司含氟高分子材料自主品牌“耐氟隆”是金华市著名商标，在含氟高分子材料尤其是 FEP 领域享有了重要市场地位。目前 FEP 行业景气度较高，不同品质价格差役较大，整体盈利水平较为可观。

图13：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14：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

制冷剂：2020–2021 年三代制冷剂景气承压，景气度逐步反转

复盘制冷剂价格走势：2020 年以来，受 NCP 疫情、全球经济衰退、行业周期下行探底叠加影响，氟制冷剂企业生产经营遭受冲击。在此背景下，二代氟制冷剂（R22、R142b）、发泡剂（R141b）等供给端由于受到配额管理的约束，价格仍然保持相对坚挺；第三代氟制冷剂产品受到由《蒙特利尔议定书》基加利修正案引发的配额争夺预期影响，正处于行业竞争激烈阶段，其价格及价差则均已进入底部区间，企业经营业绩已探底。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，延续至 2022 年全年。进入 2023 年，配额窗口期结束，三代制冷剂品种价格均出现明显回暖。

2023 年 3 月含氟制冷剂价格出现明显上涨。据百川盈孚数据，（1）二代制冷剂

方面，3月国内R22市场均价20693元/吨，相较于1月均价上涨2176元/吨，上涨幅度11.75%；年内二代配额预期减少约20%，整体供应略显紧张，二代制冷剂/发泡剂整体盈利水平较为良好。(2)三代制冷剂方面，3月国内R32市场均价14510元/吨，相较于2月份上涨510元/吨，上涨幅度3.6%；R125市场均价25100元/吨，相较于2月市场均价下滑625元/吨，下滑幅度2.4%；国内R134a市场均价24500元/吨，相较于3月上涨1000元/吨，上涨幅度4.25%。我们看好2023年，我国三代制冷剂产能过剩、需求疲弱格局将明显缓解，边际修复力度较大：三代制冷剂价格中枢将持续提升，盈利将明显修复。

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，三代制冷剂龙头厂商有望迎来经营业绩的大幅修复及复苏。另外，第四代制冷剂R1234yf、R1234ze等的应用正处于起步阶段，目前巨化股份、中欣氟材等公司已实现现代加工或已储备相应技术，未来第四代制冷剂将因其卓越性能与环保性成为第三代HFC制冷剂的绿色替代方案。

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。

图15: R22价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图16: R32价格与价差跟踪



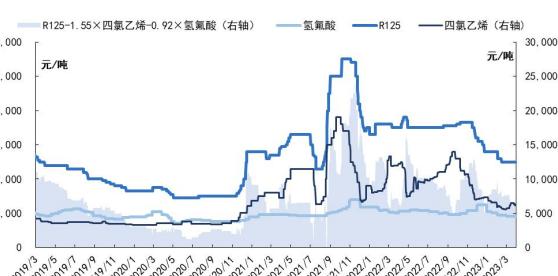
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图17: R134a价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

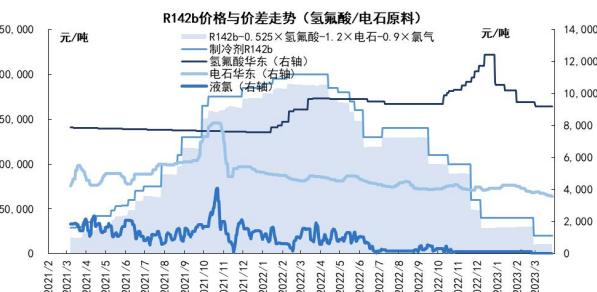
图18: R125价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图19: R143a 价格与价差跟踪


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图20: R142b 价格与价差跟踪


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“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2023年公司盈利预测（5.49亿元），考虑到2022年年底公司收购的江西石磊氟化工将为公司带来氟化物配套、“包头永和新能源材料产业园项目”建设周期为48个月，公司新增规划将陆续于2024-2026年产能投放等，我们上调2024年盈利预测（前预测值/本次上调后为7.01/7.98亿元）并新增2025年盈利预测：我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为5.49/7.98/10.84亿元，同比增速83.0%/45.3%/35.7%；摊薄EPS=2.03/2.95/4.00元，对应当前股价对应PE=22.8/15.7/11.6X。**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。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	167	225	200	426	1217	营业收入	2899	3804	4923	5997	7382
应收款项	335	408	540	657	809	营业成本	2214	3102	3539	4213	5123
存货净额	446	513	557	659	809	营业税金及附加	12	15	35	43	53
其他流动资产	415	463	689	840	1033	销售费用	55	57	266	324	399
流动资产合计	1364	1609	1986	2582	3869	管理费用	188	233	314	346	424
固定资产	1797	3294	3548	3544	3408	研发费用	29	52	89	108	100
无形资产及其他	139	142	137	132	128	财务费用	16	4	56	51	33
投资性房地产	205	309	309	309	309	投资收益	3	0	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	20	18	8	8	0
资产总计	3506	5354	5981	6568	7714	其他收入	(64)	(76)	(89)	(108)	(100)
短期借款及交易性金融负债	217	319	433	200	200	营业利润	371	335	635	923	1253
应付款项	641	764	1096	1297	1591	营业外净收支	(7)	(2)	0	0	0
其他流动负债	500	658	470	554	680	利润总额	365	332	635	923	1253
流动负债合计	1358	1741	2000	2051	2471	所得税费用	86	32	86	125	169
长期借款及应付债券	60	1044	1044	1044	1044	少数股东损益	0	0	0	1	1
其他长期负债	49	59	59	59	59	归属于母公司净利润	278	300	549	798	1084
长期负债合计	110	1103	1103	1103	1103	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	1467	2844	3102	3154	3574	净利润	278	300	549	798	1084
少数股东权益	1	1	1	2	3	资产减值准备	17	(2)	15	2	(1)
股东权益	2037	2509	2877	3412	4138	折旧摊销	116	145	245	317	341
负债和股东权益总计	3506	5354	5981	6568	7714	公允价值变动损失	(20)	(18)	(8)	(8)	0
						财务费用	16	4	56	51	33
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(164)	(2)	(244)	(84)	(76)
每股收益	1.03	1.11	2.03	2.95	4.00	其它	(17)	2	(14)	(1)	1
每股红利	0.05	0.38	0.67	0.97	1.32	经营活动现金流	211	425	543	1024	1350
每股净资产	7.55	9.26	10.62	12.59	15.27	资本开支	0	(1654)	(501)	(301)	(201)
ROIC	16%	12%	16%	21%	27%	其它投资现金流	1	0	0	0	0
ROE	14%	12%	19%	23%	26%	投资活动现金流	1	(1654)	(501)	(301)	(201)
毛利率	24%	18%	28%	30%	31%	权益性融资	(7)	30	0	0	0
EBIT Margin	14%	9%	14%	16%	17%	负债净变化	56	377	0	0	0
EBITDA Margin	18%	13%	19%	21%	22%	支付股利、利息	(14)	(102)	(181)	(263)	(358)
收入增长	49%	31%	29%	22%	23%	其它融资现金流	(356)	708	115	(233)	0
净利润增长率	173%	8%	83%	45%	36%	融资活动现金流	(279)	1287	(67)	(497)	(358)
资产负债率	42%	53%	52%	48%	46%	现金净变动	(67)	58	(25)	226	792
息率	0.1%	0.8%	1.4%	2.1%	2.9%	货币资金的期初余额	234	167	225	200	426
P/E	44.9	41.8	22.8	15.7	11.6	货币资金的期末余额	167	225	200	426	1217
P/B	6.1	5.0	4.4	3.7	3.0	企业自由现金流	0	(1201)	89	765	1175
EV/EBITDA	27.0	31.5	16.9	12.3	9.9	权益自由现金流	0	(116)	155	488	1147

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 ±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 ±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。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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