

# 永和股份 (605020. SH)

产品放量助力营收增长 19%，稳步推进重点项目建设

买入

## 核心观点

**产品放量助力营收增长 19%，持续完善产业布局并积极调整产品结构。**公司发布了《2023 年第三季度报告》：2023 年前三季度，公司共实现营业总收入约 32.29 亿元（同比+18.6%）；归母净利润约 1.62 亿元（同比-28.86%）。其中，2023Q3 单季度，公司实现营业总收入 11.49 亿元（同比+20.37%），归母净利润 5202.76 万元（同比-42.58%）。营收的增长主要得益于公司新建的生产装置逐步建成、达产，公司产品销量明显提升。但造成公司营收增长而净利润下滑的主要原因是：主营产品需求受海外内宏观经济影响、部分产品的行业供给格局放量，价格和毛利润均明显下跌；此外，公司前三季度财务费用同比显著增长 4349 万元。

**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，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 扩建项目正在建设中；内蒙永和 0.8 万吨 VDF、0.6 万吨 PVDF、5000 吨全氟己酮等项目稳步推进中，有望于四季度投产。

**构筑产业链成本优势，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。公司成长属性凸显。

**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：**下调盈利预测，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 2023-2025 年归母净利润分别为 2.32/3.48/5.01 亿元，同比增速-22.7%/49.8%/44.0%，摊薄 EPS=0.86/1.28/1.85 元，对当前股价对应 PE=27.4/18.3/12.7X。维持“买入”评级。

## 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	3,886	3,735	4,245
(+/-%)	48.5%	31.2%	2.2%	-3.9%	13.6%
净利润(百万元)	278	300	232	348	501
(+/-%)	173.1%	8.0%	-22.7%	49.8%	44.0%
每股收益(元)	1.03	1.11	0.86	1.28	1.85
EBIT Margin	13.8%	9.0%	8.1%	12.1%	14.7%
净资产收益率(ROE)	13.6%	12.0%	8.7%	12.0%	15.5%
市盈率(PE)	22.8	21.2	27.4	18.3	12.7
EV/EBITDA	15.1	18.8	16.6	11.7	9.3
市净率(PB)	3.11	2.53	2.39	2.19	1.97

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

23.46 元

总市值/流通市值

8897/4087 百万元

52 周最高价/最低价

57.42/21.80 元

近 3 个月日均成交额

93.56 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) - 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》 —— 2023-04-04

《永和股份 (605020.SH) - 布局氯化物整合上下游资源，加快产品结构升级》 —— 2022-12-07

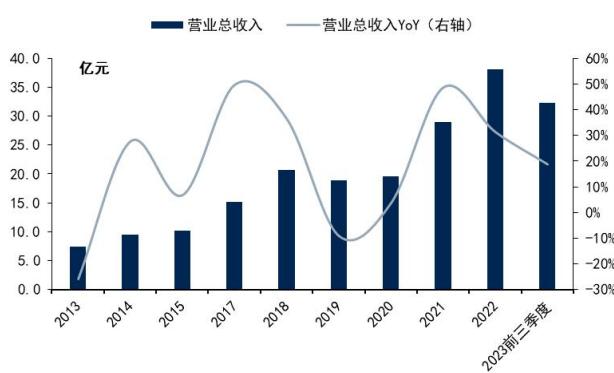
《永和股份 (605020.SH) - 业绩持续增长，加快高附加值产品结构升级》 —— 2022-10-28

《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

### 产品放量助力营收增长 19%，加快高附加值产品结构升级

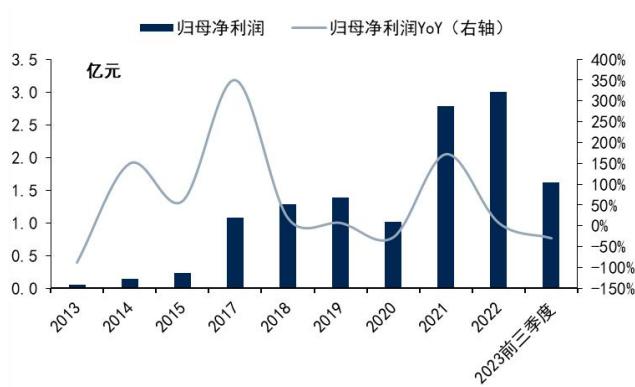
2023 年 10 月 27 日晚，公司发布了《2023 年第三季度报告》：2023 年前三季度，公司共实现营业总收入约 32.29 亿元（同比+18.69%）；归母净利润约 1.62 亿元（同比-28.86%）；基本每股收益 0.43 元（同比-29.51%）。其中，2023Q3 单季度，公司实现营业总收入 11.49 亿元（同比+20.37%），归母净利润 5202.76 万元（同比-42.58%）。回顾来看，营收的增长主要得益于公司新建的生产装置逐步建成、达产，公司主营产品的生产规模扩大且产品结构优化，公司产品销量明显提升。但，造成公司营收增长而净利润下滑的主要原因是：主营产品需求受海内外宏观经济影响、部分产品的行业供给格局放量，价格和毛利润均出现明显程度下跌；此外，公司前三季度财务费用显著增长 4349 万元，三季度汇兑收益有所减少。

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

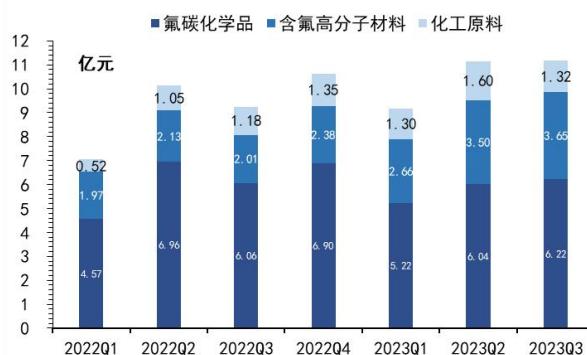
图2：公司归母净利润及增长率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2023 年前三季度，在公司营业收入结构中：氟碳化学品、含氟高分子材料、化工原料营收分别占比 54.1%、30.4%、13.1%，同比营收增速分别为-0.63%、60.49%、53.45%。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、化工原料产品等。2023 年前三季度，江西石磊氟化工有限责任公司已纳入合并范围，包括其化工原料产品（二氯甲烷、三氯甲烷、四氯乙烯）。

图3：近两年来，公司营业收入构成及变化

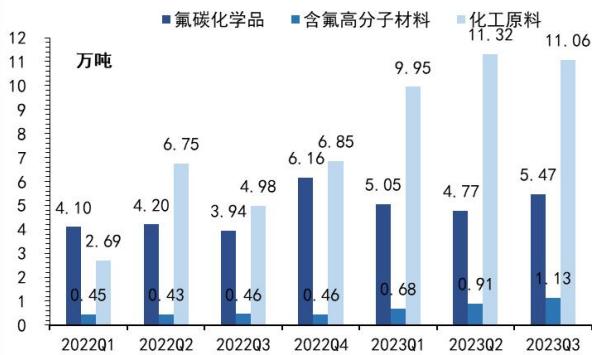


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：近两年来，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**

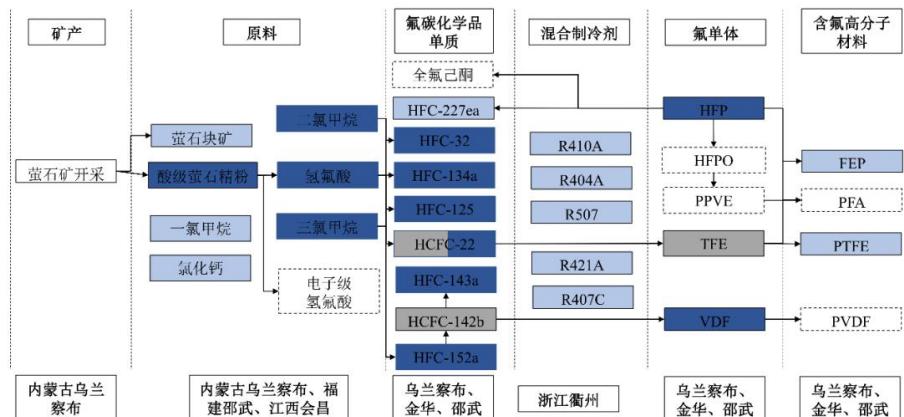

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

据公司公告及我们统计，截至 2023 年 6 月底，原料端，公司拥有萤石 2 个采矿权、3 个探矿权，已探明萤石保有资源储量达到 485.27 万吨矿石量。无水氢氟酸、甲烷氯化物年产能 13.5 万吨、16 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，公司本部拥有年混配、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，目前公司在建年产能超过 4 万吨。

2023 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，邵武永和氟化工生产基地项目一期建设内容已逐步进入收尾阶段，一期 7500 吨 FEP、1 万吨 PTFE 陆续试车生产，技术人员正在就产品各项指标进行优化调试。建设中项目：邵武永和氟化工生产基地项目二期和 1 万吨 PVDF、3000 吨 HFPO 扩建项目按建设进程正常实施中。

(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、7000 吨 VDF 项目均以顺利投产。拟建方面，8000 吨 VDF、6000 吨 PVDF、1 万吨全氟己酮其中一期 5000 吨等项目稳步推进中，我们预计有望于 2023 年四季度投产。

**图7: 永和股份公司主要氟化工产品布局情况（截至 2023 年 10 月）**


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统计（截至 2023 年 10 月底）**

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）		探明储量 485.27 万吨，两个采矿权产能 13+12 万吨/年
甲烷氯化物	16	待定
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	
氟碳化学品	R152a R143a R125 R227	4.5+0.5 2 0.3+0.7 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 PFA VDF PVDF	0.06+1 0.03 0.7 0.6（内蒙）+1（邵武）
精细氟化学品	HFP0	0.3（邵武，有望即将投产）
新型灭火工质	全氟己酮	0.5+0.5（内蒙，一期有望即将投产）

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

**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”：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。

**本次募投项目建设完成后，公司子公司包头永和最终形成产品如下：**烧碱 40 万吨、甲烷氯化物 24 万吨、HFP 4.8 万吨、HF0-1234yf 2 万吨、HF0-1234ze 1.3 万吨、HCF0-1233zd 1 万吨、全氟己酮 1 万吨、一氯甲烷 18 万吨、氯化钙 25 万吨、四氯乙烯 4 万吨、氯乙烯 6 万吨。

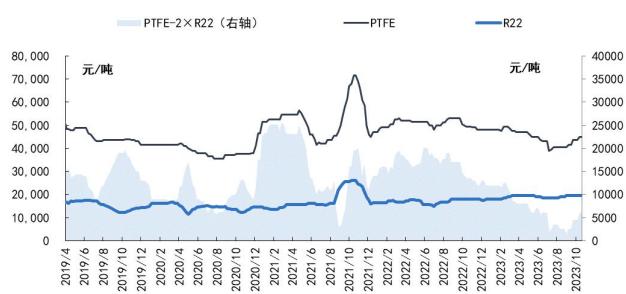
我们看好，此举将助力公司打造出内蒙古氟化工产业的循环经济模式，同时保障公司环保型制冷剂原材料的稳定供给，完善和巩固公司产业链布局，提升公司产品稳定供应能力。

**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。**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。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，在建年产能超过 4 万吨。目前公司已投产的氟聚合

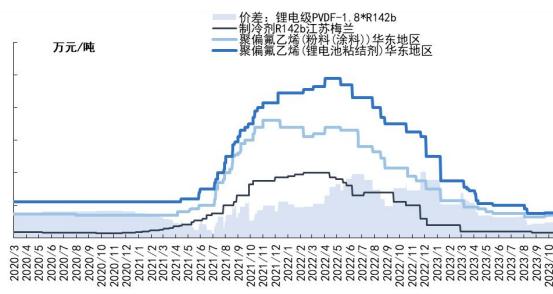
物材料包括 FEP、PFA、PTFE 等。其中，公司 FEP 产品技术积累国内领先，PVDF、PFA、ETFE 等技术储备丰富。从技术实力上看，公司致力于氟化工的关键核心技术攻关，高度重视技术研发与创新，大力实施创新战略。目前公司 FEP 产品技术积累国内领先，PVDF、PFA、ETFE 等技术储备丰富，且掌握了国内领先的全氟辛酸替代品合成技术、全氟正丙基乙烯基醚合成技术及第三单体改性聚全氟乙丙烯树脂技术。

图8: 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9: PVDF 价格与价差跟踪



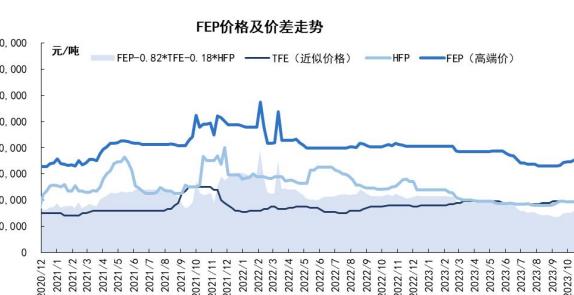
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图10: 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11: 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12: 氟塑料市场结构占比

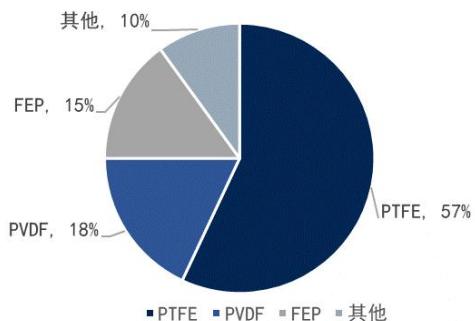
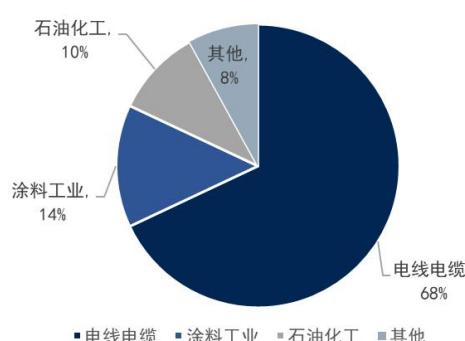


图13: 我国 FEP 消费结构



资料来源：新材料在线、国信证券经济研究所整理

资料来源：新材料在线、国信证券经济研究所整理

### 制冷剂：2020–2022 年三代制冷剂景气度承压，行业景气度将逐步回升

**复盘近三年的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。原料氢氟酸在疫情期间连连走低，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高点。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%。**2021 年 8 月**，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，制冷剂价格均开始普遍回调。**2022 年**，制冷剂价格逐步进入下行通道。进入**2023 年**，制冷剂产品价格变化有所分化：R125 价格跟随成本四氯乙烯持续下跌，近期有所反弹、R32 价格在中低位震荡，近期开始上涨、R134 价格先抑后扬。

**从近况来看**，二代制冷剂方面，近几年我国二代制冷剂的被替代速度不及削减速度，原料价格高企、厂商配额量有限，整体盈利水平持续保持较高，近期价格表现可观。**价格方面**，截至 10 月底，R22 华东市场主流成交价格在 19500–200000 元/吨，较上周不变、较上月下跌 2.56%、较年初上涨 8.33%、较去年同期上涨 8.33%。三代制冷剂方面，本周国内制冷剂 R32 价格稳定。据百川盈孚数据，截至 10 月底，R32 华东市场主流成交价格在 16500–17000 元/吨，较上月上涨 6.25%、较年初上涨 25.93%；R125 华东市场主流成交价格在 25500–26500 元/吨，本月上涨 6.0%、较年初下跌 11.67%；R134a 华东市场主流成交价格在 26000–27000 元/吨，本月上涨 1.78%、较年初上涨 9.62%。此外，上游萤石方面，萤石市场总体高位持稳，截至 10 月底，当前国内 97% 湿粉市场出厂含税均价在 3728 元/吨，较上周上涨 0.98%。当前国内矿山生产形势严峻，库存低位情况下萤石粉供应偏紧情况较难改变。制冷剂中长期需求有望继续增长，同时伴随未来配额即将在立法层面落地，坚定看好三代制冷剂价格中枢有

望持续提升，制冷剂即将开启景气上行周期。

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—2022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。2020—2022需求端受疫情反复冲击，下游汽车/空调/家电对制冷剂需求表现疲弱；且处于第三代制冷剂配额抢占的窗口期，供应相对宽裕。目前，我国三代制冷剂产能过剩的格局正逐步缓解。制冷剂中长期需求有望继续增长，同时伴随未来配额即将在立法层面落地，我们看好三代制冷剂价格中枢有望持续提升，制冷剂即将开启景气上行周期。

中长期来看，下游空调、制冷、汽车等领域对制冷剂的需求有望继续增长；同时伴随未来配额即将在立法层面落地，我们看好三代制冷剂价格中枢有望持续提升。此外，公司将加大研发创新投入，将加快第四代制冷剂HF0s、高附加值的含氟高分子材料、氟精细化学品的研发及产业化进程，推动公司产品结构的持续优化升级，以应对产业政策调整的不确定性。

图14: R22 价格与价差跟踪



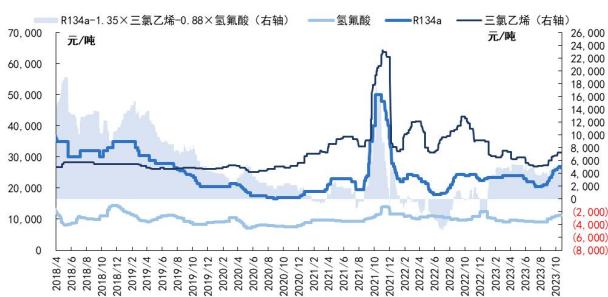
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图15: R32 价格与价差跟踪



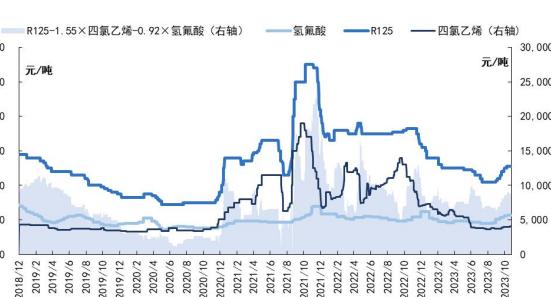
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图16: R134a 价格与价差跟踪

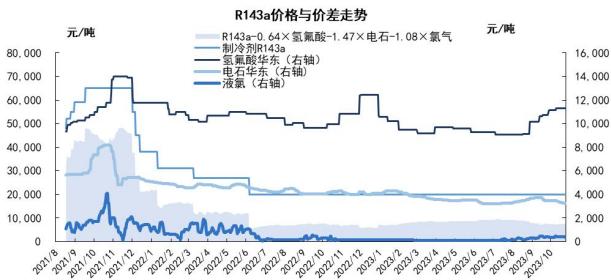


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图17: 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18: 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19: 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。考虑到氟化工产业链景气度需要一定时间恢复，公司新产品释放还需经过调试期，“包头永和新能源材料产业园项目”建设周期约为48个月，公司新增规划将陆续于2025-2026年产能投放等，我们下调2023-2025年公司盈利预测：我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.32/3.48/5.01亿元（调整前分别为5.49/7.98/10.84亿元），同比增速-22.7%/49.8%/44.0%，摊薄EPS=0.86/1.28/1.85元（调整前分别为2.03/2.95/4.00元），对应当前股价对应PE=27.4/18.3/12.7X。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。

## 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	200	463	营业收入	2899	3804	3886	3735	4245
应收款项	335	408	426	409	465	营业成本	2214	3102	2980	2747	3049
存货净额	446	513	463	412	459	营业税金及附加	12	15	28	27	31
其他流动资产	415	463	544	523	594	销售费用	55	57	227	202	229
<b>流动资产合计</b>	<b>1364</b>	<b>1609</b>	<b>1632</b>	<b>1544</b>	<b>1981</b>	管理费用	188	233	264	241	254
固定资产	1797	3294	3548	3544	3408	研发费用	29	52	70	67	57
无形资产及其他	139	142	137	132	128	财务费用	16	4	59	60	49
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
<b>资产总计</b>	<b>3506</b>	<b>5354</b>	<b>5627</b>	<b>5530</b>	<b>5827</b>	其他收入	(64)	(76)	(70)	(67)	(57)
短期借款及交易性金融负债	217	319	557	369	200	营业利润	371	335	269	402	579
应付款项	641	764	910	810	902	营业外净收支	(7)	(2)	0	0	0
其他流动负债	500	658	391	348	387	<b>利润总额</b>	<b>365</b>	<b>332</b>	<b>269</b>	<b>402</b>	<b>579</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1358</b>	<b>1741</b>	<b>1859</b>	<b>1528</b>	<b>1489</b>	所得税费用	86	32	36	54	78
长期借款及应付债券	60	1044	1044	1044	1044	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	49	59	59	59	59	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>278</b>	<b>300</b>	<b>232</b>	<b>348</b>	<b>501</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>110</b>	<b>1103</b>	<b>1103</b>	<b>1103</b>	<b>1103</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1467</b>	<b>2844</b>	<b>2961</b>	<b>2630</b>	<b>2592</b>	<b>净利润</b>	<b>278</b>	<b>300</b>	<b>232</b>	<b>348</b>	<b>501</b>
少数股东权益	1	1	1	1	2	资产减值准备	17	(2)	15	2	(1)
股东权益	2037	2509	2665	2898	3233	折旧摊销	116	145	245	317	341
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3506</b>	<b>5354</b>	<b>5627</b>	<b>5530</b>	<b>5827</b>	公允价值变动损失	(20)	(18)	(8)	(8)	0
						财务费用	16	4	59	60	49
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(164)	(2)	(155)	(53)	(44)
每股收益	1.03	1.11	0.86	1.28	1.85	其它	(17)	2	(14)	(1)	1
每股红利	0.05	0.38	0.28	0.42	0.61	<b>经营活动现金流</b>	<b>211</b>	<b>425</b>	<b>314</b>	<b>604</b>	<b>799</b>
每股净资产	7.55	9.26	9.84	10.70	11.93	资本开支	0	(1654)	(501)	(301)	(201)
ROIC	16%	12%	8%	11%	14%	其它投资现金流	1	0	0	0	0
ROE	14%	12%	9%	12%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>1</b>	<b>(1654)</b>	<b>(501)</b>	<b>(301)</b>	<b>(201)</b>
毛利率	24%	18%	23%	26%	28%	权益性融资	(7)	30	0	0	0
EBIT Margin	14%	9%	8%	12%	15%	负债净变化	56	377	0	0	0
EBITDA Margin	18%	13%	14%	21%	23%	支付股利、利息	(14)	(102)	(77)	(115)	(165)
收入增长	49%	31%	2%	-4%	14%	其它融资现金流	(356)	708	239	(188)	(169)
净利润增长率	173%	8%	-23%	50%	44%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(279)</b>	<b>1287</b>	<b>162</b>	<b>(303)</b>	<b>(335)</b>
资产负债率	42%	53%	53%	48%	45%	<b>现金净变动</b>	<b>(67)</b>	<b>58</b>	<b>(25)</b>	<b>0</b>	<b>263</b>
息率	0.2%	1.6%	1.2%	1.8%	2.6%	货币资金的期初余额	234	167	225	200	200
P/E	22.8	21.2	27.4	18.3	12.7	货币资金的期末余额	167	225	200	200	463
P/B	3.1	2.5	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	0	(1201)	(138)	353	637
EV/EBITDA	15.1	18.8	16.6	11.7	9.3	权益自由现金流	0	(116)	50	113	426

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。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