



# 2022年浙江永和制冷股份有限公司公开发 行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2022年浙江永和制冷股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

## 评级结果

|        | 本次评级 | 首次评级 |
|--------|------|------|
| 主体信用等级 | AA-  | AA-  |
| 评级展望   | 稳定   | 稳定   |
| 永和转债   | AA-  | AA-  |

## 评级观点

- 该评级结果是考虑到：浙江永和制冷股份有限公司（以下简称“永和股份”或“公司”，股票代码：“605020.SH”）形成了较为完整的氟化工产业链布局，2022 年公司产能进一步扩张，产销量稳步提升，拉动营业收入保持增长；同时中证鹏元也关注到，公司生产面临配额管理以及一定的安全生产和环保风险，2022 年受原材料价格上涨影响，公司盈利能力指标有所下滑，在建项目面临较大的资金支出压力，以及杠杆指标有所弱化等风险因素。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 合并口径          | 2023.3 | 2022   | 2021    | 2020   |
|---------------|--------|--------|---------|--------|
| 总资产           | 56.56  | 53.54  | 35.06   | 24.44  |
| 归母所有者权益       | 25.42  | 25.09  | 20.37   | 13.33  |
| 总债务           | 18.87  | 15.52  | 5.21    | 5.86   |
| 营业收入          | 9.39   | 38.04  | 28.99   | 19.52  |
| 净利润           | 0.29   | 3.00   | 2.78    | 1.02   |
| 经营活动现金流净额     | -1.73  | 4.42   | 1.80    | 0.80   |
| 净债务/EBITDA    | -      | 2.67   | 0.76    | 1.16   |
| EBITDA 利息保障倍数 | -      | 13.36  | 37.96   | 15.14  |
| 总债务/总资本       | 42.60% | 38.20% | 20.35%  | 30.50% |
| FFO/净债务       | -      | 28.76% | 113.36% | 65.91% |
| EBITDA 利润率    | -      | 13.37% | 18.30%  | 13.82% |
| 总资产回报率        | -      | 8.11%  | 12.62%  | 5.96%  |
| 速动比率          | 0.55   | 0.63   | 0.68    | 0.68   |
| 现金短期债务比       | -      | 0.58   | 0.42    | 0.56   |
| 销售毛利率         | 16.73% | 18.45% | 23.62%  | 21.03% |
| 资产负债率         | 55.03% | 53.11% | 41.86%  | 45.42% |

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 评级日期

2023 年 5 月 16 日

## 联系方式

项目负责人：胡长森  
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳  
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司形成了较为完整的氟化工产业链布局，有利于公司保障原料供应、发挥产业链成本优势，2022 年公司产能进一步扩张。**公司氟化工产业链覆盖萤石资源开采、萤石精粉和无水氢氟酸生产、氟碳化学品生产和分装混配加工、以及含氟高分子材料生产等多个环节，且拥有萤石矿产资源，可实现一定程度的原料自给；生产基地区域分布较广，有利于公司结合各地的资源禀赋因地制宜地构筑产业链成本优势；2022 年邵武永和氟化工生产基地项目一期子项目 5 万吨/年 AHF、4.4 万吨/年 HCFC-22 和 6 万吨/年氯化钙顺利开车试生产，内蒙永和扩建 0.5 万吨/年 HFC-227ea、1.2 万吨/年 HFP、0.5 万吨/年 HFC-152a 亦于 2022 年先后投产。
- **2022 年公司产销量提升，拉动营业收入保持增长。**2022 年公司氟碳化学品、含氟高分子材料和化工原料产销量均有扩大，拉动公司营业收入持续增长，其中附加值较高的含氟高分子材料收入同比增长 42.47%，并贡献了最多的毛利润，收入结构继续优化。

## 关注

- **公司生产面临配额管理以及一定的安全生产和环保风险，同时需关注外销业务所处的出口环境变化。**2021 年 6 月，我国宣布正式接受关于削减氢氟碳化物（HFCs）的《基加利修正案》，未来若我国出台 HFCs 相关削减方案，可能对公司生产经营带来不利影响；此外，公司生产具有易燃易爆、有毒、高温高压的特点，生产经营涉及危险化学品生产、销售和废物处理，存在一定安全生产和环保风险；2022 年公司外销金额占比超过 50%，近年来部分国家和地区出台了相关贸易保护政策，行业相关的国际贸易摩擦如进一步加剧，将对公司盈利能力产生一定不利影响，且海外销售面临汇率波动风险。
- **受原材料价格上涨影响，公司盈利能力指标有所下滑。**公司生产所需的主要原材料为萤石和其他大宗化工原料，虽然公司拥有萤石矿产资源，但仍需对外采购；近几年国家对萤石矿产资源的管控加强，行业供给趋紧，2022 年萤石价格行情走高，生产成本相应攀升，公司销售毛利率、EBITDA 利润率和总资产回报率同比均下降。
- **公司在建项目面临较大的资金支出压力，近年来债务融资力度加大，偿债压力上升。**截至 2022 年末，公司主要在建项目总投资 41.43 亿元，已投资 26.01 亿元，尚需投资规模较大，考虑到募投项目募集资金剩余规模不大，仍面临较大的资金支出压力；公司货币资金规模逐年下降且部分使用受限，且 2023 年一季度经营活动现金净流出，同时邵武基地等主要在建项目尚需投资规模较大；近年来公司债务融资力度加大，2022 年末总债务快速上升至 15.52 亿元，杠杆指标均有不同程度弱化。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司形成了较为完整的氟化工产业链布局，未来随着新生产基地等项目的陆续投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。

## 同业比较（单位：亿元）

| 指标    | 巨化股份<br>(600160.SH) | 三美股份<br>(603379.SH) | 永和股份<br>(605020.SH) |
|-------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 总资产   | 226.27              | 64.30               | 53.54               |
| 营业收入  | 214.89              | 47.71               | 38.04               |
| 净利润   | 23.96               | 4.86                | 3.00                |
| 销售毛利率 | 19.06%              | 16.07%              | 18.45%              |
| 资产负债率 | 30.24%              | 11.20%              | 53.11%              |

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：公开资料

## 本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称     | 版本号                |
|---------------|--------------------|
| 化工企业信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

| 评分要素     | 评分指标      | 指标评分 | 评分要素     | 评分指标   | 指标评分 |
|----------|-----------|------|----------|--------|------|
| 业务状况     | 宏观环境      | 4/5  | 财务状况     | 初步财务状况 | 8/9  |
|          | 行业&运营风险状况 | 5/7  |          | 杠杆状况   | 7/9  |
|          | 行业风险状况    | 4/5  |          | 盈利状况   | 强    |
|          | 经营状况      | 5/7  |          | 流动性状况  | 4/7  |
| 业务状况评估结果 |           | 5/7  | 财务状况评估结果 |        | 8/9  |
| 调整因素     | ESG 因素    |      |          |        | 0    |
|          | 重大特殊事项    |      |          |        | 0    |
|          | 补充调整      |      |          |        | -1   |
| 个体信用状况   |           |      |          |        | aa-  |
| 外部特殊支持   |           |      |          |        | 0    |
| 主体信用等级   |           |      |          |        | AA-  |

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

## 历史评级关键信息

| 主体评级   | 债项评级     | 评级日期      | 项目组成员   | 适用评级方法和模型                                                                                          | 评级报告                 |
|--------|----------|-----------|---------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| AA-/稳定 | AA-/永和转债 | 2022-4-27 | 胡长森、宋晨阳 | <a href="#">化工企业信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a> | <a href="#">阅读全文</a> |

## 本次跟踪债券概况

| 债券简称 | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期    | 债券到期日期     |
|------|----------|----------|-----------|------------|
| 永和转债 | 8.00     | 7.99916  | 2022-4-27 | 2028-10-11 |

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2022年10月11日发行6年期8.00亿元可转换公司债券，募集资金计划用于邵武永和金塘新材料有限公司新型环保制冷剂及含氟聚合物等氟化工生产基地项目和邵武永和金塘新材料有限公司年产10kt聚偏氟乙烯和3kt六氟环氧丙烷扩建项目及补充流动资金。截至2022年12月31日，永和转债募集资金专项账户余额为3,823.99万元（不含暂时用于补充流动资金的部分）。

## 三、发行主体概况

截至2022年末，因公司实行股权激励，公司股本小幅增加至270,939,654元，童建国仍为公司控股股东和实际控制人，直接持有公司45.33%的股份，宁波梅山保税港区冰龙投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“梅山冰龙”）的执行事务合伙人为童建国、童利民系童建国胞姐，为实际控制人的一致行动人；其中童建国质押公司股票2,500.00万股，占公司总股本的9.27%，梅山冰龙质押公司股票386.00万股，占公司总股本的1.43%。此外，公司137,317股已授予但尚未解除限售的限制性股票已回购注销，截至2023年4月20日，公司总股本变更为270,802,337元。

**表1 截至2022年末公司前十大股东持股情况（单位：股）**

| 序号 | 股东                     | 持股数量        | 持股比例   | 股权质押情况     |
|----|------------------------|-------------|--------|------------|
| 1  | 童建国                    | 122,827,552 | 45.33% | 25,000,000 |
| 2  | 宁波梅山保税港区冰龙投资合伙企业（有限合伙） | 19,816,000  | 7.31%  | 3,860,000  |
| 3  | 浙江星皓投资有限公司             | 15,000,000  | 5.54%  | 0          |
| 4  | 南通奕辉实业投资合伙企业（有限合伙）     | 7,900,000   | 2.92%  | 0          |
| 5  | 华立集团股份有限公司             | 5,406,023   | 2.00%  | 0          |
| 6  | 徐水土                    | 4,091,865   | 1.51%  | 0          |
| 7  | 上海佐亚投资管理有限公司           | 2,812,500   | 1.04%  | 0          |
| 8  | 全国社保基金一一八组合            | 2,763,600   | 1.02%  | 0          |
| 9  | 童利民                    | 2,649,000   | 0.98%  | 0          |
| 10 | 浙江衢州市永氟企业管理合伙企业（有限合伙）  | 2,111,100   | 0.78%  | 0          |

资料来源：公司2022年度报告，中证鹏元整理

为保障公司甲烷氯化物原料的稳定供应，向上游延伸产业链，公司于2022年12月召开第三次临时股东大会审议通过了《关于收购江西石磊氟化工有限责任公司暨关联交易的议案》，同意公司以28,000.00万元现金收购江西石磊氟化工有限责任公司（以下简称“石磊氟化工”）100%股权。石磊氟化工主要从事甲烷氯化物和无水氟化氢等生产、销售业务，截至2022年9月末，石磊氟化工总资产2.07亿元，净



资产1.14亿元；2022年1-9月石磊氟化工实现营业收入2.06亿元、净利润0.37亿元。石磊氟化工的主要产品甲烷氯化物是公司生产HCFC-22、HFC-32等产品的重要原料，本次收购能够一定程度满足公司原料供应安全，有利于公司进一步拓展氟化工产业链。根据各方签订的《支付现金购买资产协议》，石磊氟化工已于2022年12月末办理完成股权转让相关工商变更登记手续，成为公司全资子公司。截至2022年末，公司纳入合并报表范围的子公司共13家，见附录四。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

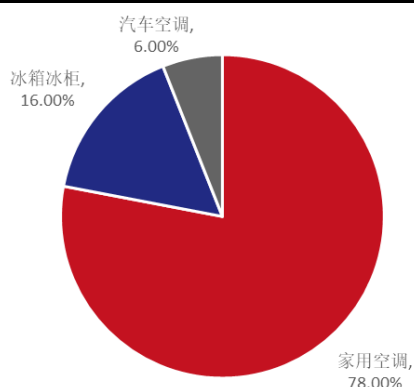
### 行业环境

含氟制冷剂是氟化工产业链最重要的应用领域，需求主要受家用空调、冰箱冰柜、汽车空调等行业影响；近三年因争夺第三代制冷剂配额，行业竞争激烈，2022年制冷剂价格整体处于较低水平

含氟制冷剂是氟化工产业链最重要的应用领域，目前常用的含氟制冷剂分为四代。第一代制冷剂对臭氧层的破坏最大，全球已淘汰使用。第二代制冷剂对臭氧层破坏相对较小但仍会破坏臭氧层，发达国家已基本淘汰，发展中国家处于淘汰期，目前我国实施生产、销售、使用配额制度。根据《蒙特利尔议定书》，包括中国在内的发展中国家需要在2020年削减35%，2025年削减67.5%，2030年削减97.5%，允许年平均2.5%的维修使用量外实现全面淘汰。第三代制冷剂对臭氧层无破坏，但温室效应较为显著，少部分发达国家已开始削减用量。2016年10月，《蒙特利尔议定书》第28次缔约方大会通过了“基加利修正案”，决定开始削减氢氟烃（HFCs），2021年我国宣布接受该修正案，但目前尚未出台具体削减政策。第四代制冷剂不破坏臭氧层且是全球变暖潜能值（GWP）较低的制冷剂，但目前该等制冷剂的发展趋势和主流产品尚未最终确定，部分已推出的产品如HFO-1234ze和HFO-1234yf价格较高，目前在部分发达国家逐步推广使用，我国也已开始小规模使用。而部分无氟制冷剂如R744（二氧化碳）、R717（氨）和R718（水）尽管较为环保，但存在能效低或安全隐患等问题，目前亦无法大规模推广。

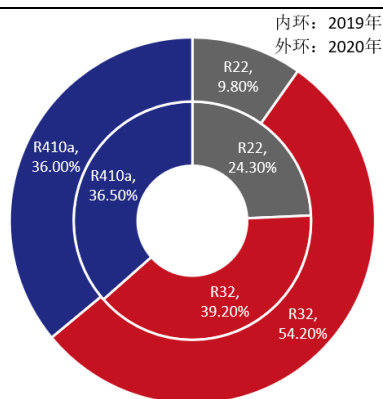
含氟制冷剂需求主要受家用空调、冰箱冰柜、汽车空调等行业影响。从需求结构来看，家用空调是使用最广泛的制冷设备，制冷功率通常较大，需求量约占制冷剂总需求的78%，冰箱冰柜和汽车空调则分别约占16%和6%，空调行业很大程度上决定了含氟制冷剂的需求情况。2020年，我国根据《蒙特利尔议定书》大幅削减了二代制冷剂的配额，空调行业曾经的主流制冷剂R22市场份额快速萎缩，R32、R410a等三代制冷剂应用比例快速提升，含氟制冷剂正加速更新换代。三代和四代制冷剂由于分子结构，其含氟量远高于二代，更新换代对上游萤石和氢氟酸的需求愈加旺盛。

图 1 含氟制冷剂需求分布



资料来源：观研网，中证鹏元整理

图 2 我国三代制冷剂应用比例快速上升



资料来源：产业在线，中证鹏元整理

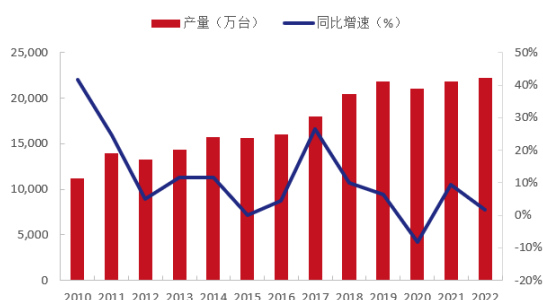
随着扩大内需及各项刺激消费政策效果显现，2021-2022年全国空调产量恢复增长势头。此外，根据国家统计局数据，2021年城乡居民平均每百户空调拥有量为161.7台和89.0台，分别同比增长提高8.12%和20.51%；农村居民平均每百户电冰箱拥有量为103.5台，庞大的存量制冷设备维修需求也将成为未来



市场增长的重要驱动因素。

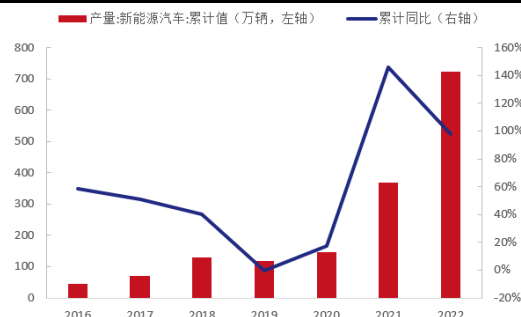
汽车市场回暖及新能源车市场的增长亦将带动汽车空调及含氟制冷剂需求的上升。近年我国新能源汽车产量快速增长，推动汽车市场回暖，2022年汽车总产量同比增长3.40%，新能源汽车产量721.9万辆，同比增长97.5%。根据国务院办公厅发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，计划2025年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%（2020年约为5%），将进一步提升含氟制冷剂的需求。

图 3 2021 年以来空调产量恢复增长



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

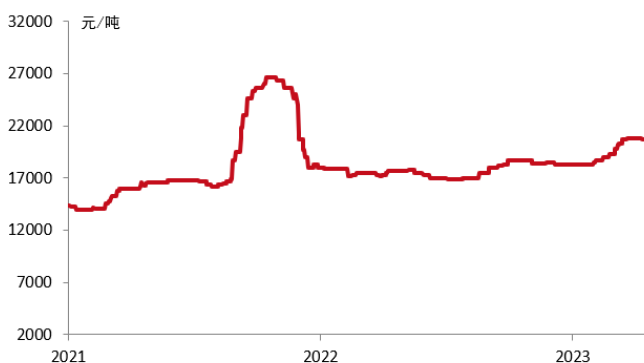
图 4 新能源汽车产量快速增长



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

2020-2022年为三代制冷剂基线年，国内企业纷纷扩产争夺配额，行业竞争加剧。根据《基加利修正案》，全球主要发展中国家需在2024年开始冻结三代制冷剂生产和消费于基线值，该基线值决定依据为2020-2022 年HFCs平均值+HCFCs基线值的65%。受此影响，主要制冷剂企业以压价扩产的形式抢占市场，以抢占三代制冷剂配额。2020年受“基加利修正案”引起的配额争抢等因素影响，叠加下游需求端空调、汽车行业产销量双双下滑，含氟制冷剂市场延续上年疲软态势。2021年在能耗双控、限电限产等环保政策影响下，主要原材料氢氟酸等价格持续上涨，含氟制冷剂价格出现阶段性的反弹，但短期内也快速回落。2022年是HFCs制冷剂配额基准期的最后一年，行业主基调仍为压价竞争，为抓住配额争夺的最后机会，企业不断提升开工率，给市场造成较大的承压，HFC-32、HFC-134a等制冷剂产品价格自年初以来持续走低。

图 5 R22 制冷剂价格走势



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

我国萤石资源稀缺，储采比严重失衡，随着国家对萤石保护性政策出台，萤石行业供给趋紧，

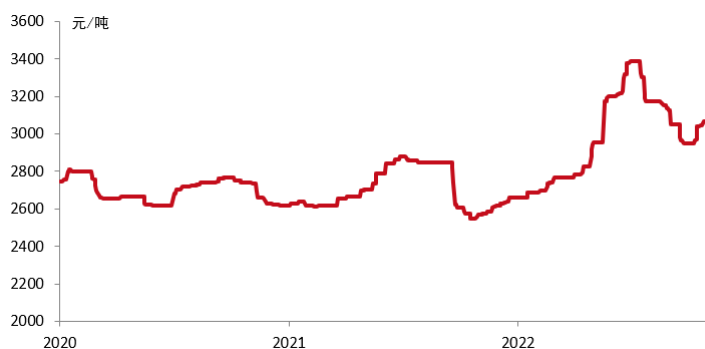
## 2022年受海外矿山停产影响，国内出口量大增，支撑萤石价格走高

萤石是我国重要的战略性矿产资源。萤石是现代化学工业中氟元素的主要来源，主要应用于新能源、新材料等战略性新兴产业，也是传统化工、冶金、建材等行业的重要原材料，具有不可替代的战略地位。根据美国地质调查局（USGS）数据显示，2022年末世界萤石矿总储量（100%CaF<sub>2</sub>计算）约为2.6亿吨。其中，墨西哥、中国、南非和蒙古萤石储量列世界前四，约占全球的69.23%。中国萤石资源储量占全球总储量的比例约为18.85%，2022年，世界萤石总产量约830万吨，中国约570万吨，占世界产量的69%，在全球萤石行业中占据重要地位，但我国萤石储采比远低于世界平均水平。随着多年的开采，我国高品质、易利用的萤石资源正迅速减少，萤石正逐渐由优势资源转变为紧缺资源。

随着国家对萤石保护性政策出台，萤石行业供给趋紧。早期萤石行业野蛮增长、过度开发、流失浪费等问题严重，制约了行业可持续健康发展，考虑到萤石资源的稀缺性和战略重要性，政府已陆续出台一系列行业保护与发展政策，提高行业准入标准，加大环保督察力度，逐步淘汰落后产能，国内萤石供应也因此趋于紧张。2016年国土资源部《全国矿产资源规划（2016-2020年）》将萤石列入战略性矿产目录，作为矿产资源宏观调控和监督管理的重点对象。此外，2020年萤石被列入《出口许可证管理货物目录》，政府开始严控萤石出口。

在供给趋紧和需求拉动的综合作用下，2022年萤石价格大幅上行。受国内矿山落后产能淘汰，安全、环保趋严等因素影响，2022年国内萤石供应紧张；同时海外矿山出现停产，导致国内出口量大幅增加，加剧了供应紧张程度；2022年在下游新能源和新材料等战略新兴产业需求拉动下，进一步支撑了萤石价格走高。

图 6 2020 年以来萤石现货价格



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

## 五、经营与竞争

公司具有较为完整的氟化工产业链布局，2022年产销水平继续提升，营业收入保持稳定增长，但原材料价格波动仍对公司盈利能力造成不利影响；此外，公司生产面临配额管理及一定的安全生产和环保风险，同时亦需关注外销业务所处的出口环境变化

公司主营业务为氟化学产品的研发、生产及销售，公司氟化学产品主要分为氟碳化学品、含氟高分子材料以及化工原料三大类。2022年公司营业收入主要来源于氟化学产品销售，其中氟碳化学品收入占比最高，占比为64.40%；毛利率较高的含氟高分子材料产品近年来收入持续增长，占比为22.32%。从利润上来看，2022年含氟高分子材料产品贡献了约50%的主营业务毛利，其次为氟碳化学品。2022年公司销售毛利率同比下降4.44个百分点，主要受氟碳化学品盈利能力下滑影响。其他业务收入主要为碳配额转让收入、副产品销售收入、制冷设备配件销售收入和少量运输收入，规模较小。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

| 项目       | 2022 年       |               |                | 2021 年       |               |                |
|----------|--------------|---------------|----------------|--------------|---------------|----------------|
|          | 金额           | 毛利率           | 占比             | 金额           | 毛利率           | 占比             |
| 氟碳化学品    | 24.49        | 9.38%         | 64.38%         | 20.98        | 20.74%        | 70.16%         |
| 含氟高分子材料  | 8.49         | 37.52%        | 22.32%         | 5.96         | 26.78%        | 19.92%         |
| 氟化工原料    | 4.10         | 20.75%        | 10.78%         | 1.97         | 15.02%        | 6.58%          |
| 主营业务收入合计 | <b>37.08</b> | <b>17.08%</b> | 97.48%         | <b>28.91</b> | <b>21.62%</b> | 96.66%         |
| 其他业务收入   | 0.95         | 71.86%        | 2.50%          | 1.00         | 59.41%        | 3.34%          |
| 合计       | <b>38.04</b> | <b>18.45%</b> | <b>100.00%</b> | <b>29.91</b> | <b>22.89%</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司提供，2021 年因会计政策变更统计口径有所调整，中证鹏元整理

公司氟化工产业链覆盖萤石资源开采、萤石精粉和无水氢氟酸生产、氟碳化学品生产和分装混配加工、以及含氟高分子材料生产等多个环节。2012年公司先后收购了内蒙古华生萤石矿业有限公司和内蒙古华生氢氟酸有限公司，向上游进一步拓展了氟化工原材料业务，并拥有萤石矿产资源，萤石精粉年产能8万吨，可以满足一定程度的原料自给，但考虑萤石是战略性稀缺资源，公司目前在市场供应充足且价格合适的前提下，优先考虑外购。目前公司已形成较为完整的氟化工产业链布局，有利于公司保障原材料供应和生产经营的持续性、发挥产业链一体化的成本优势以及提升技术水平。

#### ➤ 产能布局与生产模式

2022年公司产能进一步扩张，未来随着邵武基地等在建项目投产有望进一步扩大，但项目建设亦存在较大的资金支出压力；产业政策如发生调整，将对公司产能消化产生不利影响；此外，公司生产环节面临一定的安全生产和环保风险

产能方面，公司布局有多个生产基地。其中内蒙古永和氟化工有限公司（以下简称“内蒙永和”）位于内蒙古乌兰察布市四子王旗，是公司目前规模最大的氟化工生产基地。金华永和氟化工有限公司位于浙江省金华市，是公司含氟高分子材料的研发中心和生产基地。公司本部位于浙江衢州，是制冷剂产品的混配生产基地及专业销售平台。邵武永和金塘新材料有限公司（以下简称“邵武永和”）位于福建邵武，是公司制冷剂及含氟高分子材料的重要生产基地，目前正处于建设与陆续投产中。2022年公司产能进一步增长：邵武永和氟化工生产基地项目一期子项目5万吨/年AHF、4.4万吨/年HCFC-22和6万吨/年氯化钙顺利开车试生产，内蒙永和扩建0.5万吨/年HFC-227ea、1.2万吨/年HFP、0.5万吨/年HFC-152a分

别于2022年3月、8月和12月顺利投产。

截至2022年末，公司拥有萤石资源（2个采矿权、3个探矿权），无水氢氟酸年产能 13.5 万吨，甲烷氯化物（包含一氯甲烷）年产能 16 万吨，氟碳化学品单质年产能 19 万吨，含氟高分子材料及单体年产能 3.48 万吨；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。

**表3 截至2022年末公司生产基地情况**

| 生产基地                      | 地理位置         | 产能                                                                                                                                                                                                                                                    |
|---------------------------|--------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 金华基地<br>(金华永和)            | 浙江省金华市       | HCFC-22 产能 25,000 吨/年、HFC-125 产能 3,000 吨/年、FEP 产能 4,200 吨/年等                                                                                                                                                                                          |
| 内蒙基地<br>(内蒙永和、华生萤石、华生氢氟酸) | 内蒙古乌兰察布市四子王旗 | 萤石精粉产能 80,000 吨/年、氢氟酸产能 85,000 吨/年、HFC-152a 产能 45,000 吨/年、HFC-143a 产能 20,000 吨/年、HFC-125 产能 7,000 吨/年、HFC-227ea 产能 10,000 吨/年、HFC-32 产能 10,000 吨/年，一氯甲烷产能 60,000 吨/年，HFC-134a 产能 30,000 吨/年、HFP 产能 20,000 吨/年等                                        |
| 邵武基地<br>(邵武永和)            | 福建省邵武市       | 已建产能：HF 产能 5 万吨/年、HCFC-22 产能 4.4 万吨/年、HFC-32 产能 4 万吨/年、氯化钙产能 6 万吨/年<br>在建产能主要有：HF 产能 5 万吨/年、电子级氢氟酸 3 万吨/年、TFE 产能 4.8 万吨/年、PTFE（乳液 0.8 万吨/年、分散树脂 1 万吨/年）、HFP 产能 1.5 万吨/年、FEP（树脂 1.05 万吨/年、乳液 0.3 万吨/年）PFA（树脂）产能 0.3 万吨/年、一氯甲烷 7 万吨/年、PPVE 产能 0.05 万吨/年 |
| 衢州<br>(本部工厂)              | 浙江省衢州市       | 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                                                                                                                                                                                                                      |
| 江西基地<br>(石磊氟化工)           | 江西省赣州市       | 二氯甲烷产能 5 万吨/年、三氯甲烷产能 4.5 万吨/年、四氯乙烯 1.2 万吨/年                                                                                                                                                                                                           |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

整体来看，公司生产基地区域分布较广，有利于公司结合各地的资源、劳动力、技术、产业配套等禀赋因地制宜地构筑产业链成本优势；未来随着邵武基地及其他基地在建项目的陆续完工投产，公司产能有望进一步提升。但中证鹏元也关注到，如公司在客户开发、技术发展、经营管理等方面不能与扩张后的业务规模相匹配，则可能导致公司未来存在一定的产能消化风险。截至2022年末，公司主要在建项目总投资41.43亿元，已投资26.01亿元，尚需投资规模较大，考虑到募投项目募集资金剩余规模不大，面临较大的资金支出压力。

此外，公司公告全资子公司拟投资建设包头永和新能源材料产业园项目，项目建设内容包括废盐综合利用装置、甲烷氯化物装置等上游全厂基础原料生产设施，中游配备R22、TFE、HFP和HCC-240fa等生产装置，终端建设HFO-1234yf生产装置、HFO-1234ze联产HCFO-1233zd生产装置、全氟己酮生产装置、一氯甲烷生产装置、氯化钙生产装置、四氯乙烯生产装置和氯乙烯生产装置；项目总投资60.58亿元，资金来源为自筹，公司拟通过向特定对象发行 A 股股票投入募集资金19.00亿元，若发行成功，剩余资金需求仍较大。

**表4 截至 2022 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

| 项目                          | 项目建设投资金额 | 已投资总额 | 尚需投资 |
|-----------------------------|----------|-------|------|
| 内蒙永和一二期生产线建设工程              | 14.52    | 12.69 | 1.83 |
| 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 | 19.03    | 11.54 | 7.49 |

|                                                         |              |              |              |
|---------------------------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| 邵武永和 10kt 聚偏氟乙烯和 3kt 六氟环氧丙烷扩建项目                         | 2.26         | 0.32         | 1.94         |
| 内蒙永和 6 万 t/a 废盐综合利用、1 万 t/a 全氟己酮、0.8 万 t/a 偏氟乙烯及公用厂配套设施 | 5.62         | 1.47         | 4.15         |
| <b>合计</b>                                               | <b>41.43</b> | <b>26.01</b> | <b>15.41</b> |

注1：项目建设投资金额不包含流动资金部分；公司于2022年4月22日召开第三届董事会第二十二次会议，同意公司将邵武永和生产基地项目的投资总额由18.59亿元调整至23.88亿元，其中建设投资由13.65亿元调整至19.03亿元。

注2：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为公司首次公开发行股票募投项目及“永和转债”募投项目；邵武永和10kt聚偏氟乙烯和3kt六氟环氧丙烷扩建项目为“永和转债”募投项目。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

生产方面，公司主要采用“以销定产”的生产模式。2022年，公司主要产品产能利用率维持在较高水平，但部分产品仍未饱和，主要系部分产品因技改扩建产能而停工，预计随着新增、扩建产能逐步达产，部分产品产量将进一步提升。

**表5 截至 2022 年末公司主要产品生产情况**

| 类别      | 产品           | 项目       | 2022 年     | 2021 年    |
|---------|--------------|----------|------------|-----------|
| 化工原料    | 无水氢氟酸 (AHF)  | 产能 (吨/年) | 110,000.00 | 85,000.00 |
|         |              | 产能利用率    | 88.58%     | 86.32%    |
| 氟碳化学品   | HCFC-22      | 产能 (吨/年) | 25,000.00  | 25,000.00 |
|         |              | 产能利用率    | 99.08%     | 96.54%    |
|         | HFC-152a     | 产能 (吨/年) | 40,000.00  | 40,000.00 |
|         |              | 产能利用率    | 75.07%     | 86.76%    |
|         | HFC-143a     | 产能 (吨/年) | 20,000.00  | 20,000.00 |
|         |              | 产能利用率    | 74.03%     | 95.28%    |
|         | 主要混合制冷剂      | 产量 (吨)   | 26,502.67  | 16,610.02 |
|         |              |          |            |           |
| 含氟高分子材料 | FEP、PTFE、HFP | 产能 (吨/年) | 17,800.00  | 12,800.00 |
|         |              | 产能利用率    | 101.67%    | 111.17%   |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司作为氟化工产品的生产和销售企业，产业政策变动将会影响到公司的生产和经营。根据《基加利修正案》，发展中国家应在其2020年至2022年HFCs使用量平均值的基础上，2024年冻结HFCs的消费和生产，自2029年开始削减，到2045年后将HFCs使用量降至其基准值20%以内。2021年6月，中国宣布正式接受该修正案，该修正案于2021年9月15日对中国生效，自2024年起将按配额生产和使用。若未来我国或全球其他国家出台HFCs相关削减方案，可能对公司生产经营带来不利影响。

公司生产经营涉及危险化学品生产、销售和废物处理，将产生一定化学污染物。随着国家环保标准的日趋严格，公司面临的环保监管力度将进一步提高。公司已通过改进工艺、严格管理等措施，减少了污染物产生，并制定了严格、完善的操作规程，但仍可能因操作失误、管理疏忽等一些不可预计的因素，造成“三废”失控排放或偶然的环保事故。此外，公司所处行业系高危行业，近年来公司不断加强安全生产管理，目前已建立了一整套完善的安全管理体系。但是由于生产过程中涉及危险化学品，不能完全排除因偶发因素引起的安全事故。整体来看，公司业务面临一定的环保及安全生产风险。



### ➤ 销售模式与市场分布

2022年公司产销量不断扩大，推动公司销售收入稳定增长，同时外销仍保持较高比重，面临一定的国际贸易摩擦风险和汇率波动风险

公司的销售按照销售区域划分为内销与外销，设立国内贸易中心和国际贸易中心执行境内外销售及同步进行营销管理。公司内销采用直接销售、经销商销售（买断式）两种模式，其中直接销售包括向终端客户销售和向贸易型客户销售。在外销中，公司按照国际通行的贸易条件与客户进行交易，采用的主要结算模式包括FOB、CIF等。整体来看，2022年公司销售规模稳定增长。从产品销售区域来看，截至2022年末，公司内销、外销规模均保持增长，其中外销金额占比超过50%，仍维持较高水平。

**表6 公司产品销售按区域分布情况（单位：万元）**

| 销售区域 | 2022 年     |         | 2021 年     |         |
|------|------------|---------|------------|---------|
|      | 金额         | 占比      | 金额         | 占比      |
| 内销   | 180,685.72 | 48.73%  | 139,586.12 | 48.29%  |
| 外销   | 190,133.27 | 51.27%  | 149,481.69 | 51.71%  |
| 合计   | 370,818.99 | 100.00% | 289,067.81 | 100.00% |

资料来源：公司提供，2021年因会计政策变更统计口径有所调整，中证鹏元整理

定价方面，公司主要产品的定价策略主要参照市场价格定价，结合客户需求规模及需求的稳定性、客户的商业信誉及结算周期、结算方式、运费承担方式等因素对定价进行适度调整。此外，氟制冷剂产品单价因包装物的不同而存在差异，含氟高分子材料产品根据产品品质和客户的定制化要求，销售定价存在差异。2022年伴随公司新建的生产装置逐步建成与达产，产销量整体规模不断扩大，推动公司收入大幅增长。销售集中度方面，2022年公司销售前五大客户占比为9.51%，整体水平不高。

**表7 公司主要产品销售情况**

| 产品         | 项目    | 2022 年    | 2021 年    |
|------------|-------|-----------|-----------|
| 无水氢氟酸（AHF） | 销量（吨） | 24,754.54 | 18,410.00 |
|            | 产销率   | 98.80%    | 100.04%   |
| HCFC-22    | 销量（吨） | 9,385.11  | 10,712.10 |
|            | 产销率   | 91.45%    | 100.63%   |
| HFC-152a   | 销量（吨） | 17,612.14 | 19,744.80 |
|            | 产销率   | 100.91%   | 103.31%   |
| HFC-143a   | 销量（吨） | 6,260.15  | 14,184.87 |
|            | 产销率   | 103.82%   | 97.63%    |
| 含氟高分子材料    | 销量（吨） | 10,440.93 | 9,624.58  |
|            | 产销率   | 101.20%   | 99.16%    |
| 主要混合制冷剂    | 销量（吨） | 27,827.00 | 16,907.83 |
|            | 产销率   | 99.06%    | 95.91%    |

注：上述产量、自用量、销量未包含冲抵在建工程的试生产期间的产品数量，产能经加权计算；产销率=（自用量+销量）/（产量+外购量）。



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

虽然公司销售能力表现稳定，且建立了覆盖全球100多个国家和地区的境外销售渠道，但其也存在以下经营风险，主要体现在以下方面：

（1）**国际贸易摩擦风险**。2016年美国反倾销调查对原产自中国的氢氟烃混合物、HFC-134a 征收反倾销税，对原产自中国的 HFC-32 的反倾销调查正在进行中。2018年美国 301 调查对原产自中国的包含部分含氟制冷剂 and 含氟高分子材料在内的公司产品加征关税。2020年阿根廷反倾销调查对原产自中国的部分混配制冷剂加征关税。未来如果氟化工产品相关国际贸易摩擦进一步加剧，或将对公司外销业务经营业绩造成不利影响。

（2）**汇率波动风险**。公司的外销收入主要以美元进行报价和结算，人民币对美元汇率的波动将对公司经营业绩造成影响，近年来公司汇兑损益波动较大，外销业务面临汇率波动风险。

#### ➤ 采购模式及成本结构

公司产品成本主要以直接材料为主，其中重要原材料面临价格波动风险，2022年萤石粉涨幅较大，压缩了公司的利润空间

采购模式方面，公司制定供应商的准入标准，实行合格供应商名录管理，每年对供应商进行日常管理和质量考核。公司以月度为单位，根据内销和外销的订单情况及生产库存情况，按需求量采购，与供应商谈判并约定品名规格、订购数量、采购价格、交货时期及质检要求等，向供应商采购并同步进行采购跟催，并在采购完成后由品管部门进行质量检测。2022年公司主营业务成本中直接材料占比为71.82%。

**表8 公司主营业务成本构成情况（万元）**

| 项目        | 2022年             |                | 2021年             |                |
|-----------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
|           | 金额                | 占总成本比例         | 金额                | 占总成本比例         |
| 直接材料      | 220,843.46        | 71.82%         | 164,083.04        | 72.40%         |
| 直接人工      | 9,967.98          | 3.24%          | 7,822.82          | 3.45%          |
| 制造费用      | 39,366.40         | 12.80%         | 29,665.63         | 13.09%         |
| 能源成本      | 37,310.54         | 12.14%         | 25,060.12         | 11.06%         |
| <b>合计</b> | <b>307,488.38</b> | <b>100.00%</b> | <b>226,631.62</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司对外采购的主要原料为萤石、电石、硫酸、三氯甲烷、无水氢氟酸等。其中氟化工的资源基础是萤石，公司虽拥有萤石矿产资源，且具备萤石精粉产能8万吨/年，可以满足一定程度的原料自给，但考虑萤石是战略性稀缺资源，公司目前在市场供应充足且价格合适的前提下，优先考虑外购。未来若国家对萤石矿产资源的管控加强，以及市场需求变化，萤石价格可能持续上涨，从而对公司经营业绩造成一定影响。公司其他大宗化工原料也面临市场价格波动风险。2022年，公司采购萤石粉数量为194,562.51吨，价格同比增长17.14%，涨幅较大，造成公司成本控制难度加大。

此外，公司制冷剂分装混配业务主要采购的物品系公司未自产或产能不足的氟碳化学品单质，供应

商主要为同行业其他氟化工企业。2022年，公司对前五大供应商采购金额的比重为21.94%，供应商集中度不高。

**表9 公司主要原材料采购情况**

| 主要原材料      | 采购量        | 价格同比变动比率 |
|------------|------------|----------|
| 三氯甲烷（吨）    | 86,976.84  | 3.91%    |
| 萤石粉（吨）     | 194,562.51 | 17.14%   |
| 电石（吨）      | 41,259.81  | -14.16%  |
| 三氯乙烯（吨）    | 23,471.27  | -18.30%  |
| 无水氢氟酸（吨）   | 8,020.34   | 9.46%    |
| 空钢瓶（万只）    | 372.65     | -8.16%   |
| HFC-125（吨） | 5,218.69   | 15.64%   |
| HCFC-22（吨） | 7,863.20   | 1.41%    |

资料来源：公司2022年度报告，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

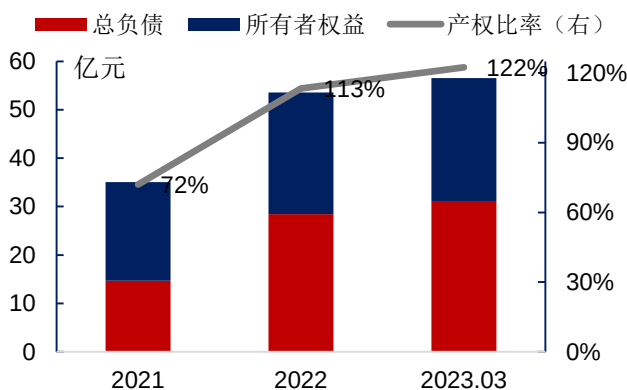
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年合并报表范围变化情况：通过现金收购的形式，公司合并报表范围新增一家子公司石磊氟化工；此外，公司新设一家子公司自贡永和氟化工有限公司。截至2022年末，公司纳入合并报表范围内的一级子公司共计13家，见附录四。

### 资本实力与资产质量

**2022年公司资本实力有所提升，但债务融资规模扩大，公司财务杠杆水平上升；公司资产主要为生产经营性的房屋建筑物、机器设备、在建工程和存货，部分资产使用受限，整体资产流动性一般**

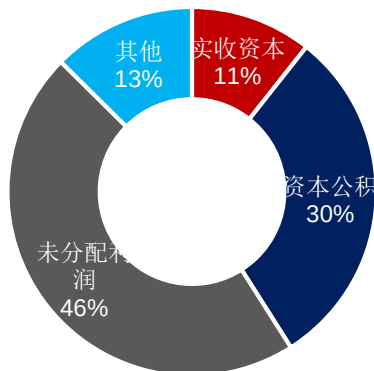
从资本结构来看，得益于公司持续经营的积累以及本期可转债的发行，2022年末公司所有者权益增至25.10亿元，较上年末有所增长，主要由未分配利润和资本公积、其他权益工具组成。同期随着公司债务融资规模扩大，2022年末公司负债大幅增长。受上述因素影响，截至2023年3月末，公司产权比率上升至122.37%，财务杠杆水平上升。此外，2023年5月公司董事会审议通过了向特定对象发行 A 股股票相关事项的议案，募集资金总额不超过19.00亿元，若本次向特定对象发行成功后，公司资本实力将大幅提升。

图 8 公司资本结构



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2023 年 3 月末，公司资产规模大幅上升。从资产构成来看，主要为生产经营性的房屋建筑物、机器设备、在建工程和存货。

公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成，近年来随着业务规模扩大增幅明显，2022 年末受限规模为 2.77 亿元，受限原因系用于向银行融资抵押，同时存在未办妥产权证书的固定资产 1.40 亿元。公司在建工程主要包括内蒙永和一二期生产线建设工程和邵武永和生产基地项目项目，近年来规模迅速上升，尚需资金投入规模较大，截至 2022 年末存在 3.66 亿元因银行融资抵押使用受限。公司无形资产主要为土地使用权、采矿权和勘探开发支出，截至 2022 年末存在 0.63 亿元使用受限。公司存货主要为库存商品和原材料，近年来规模增长，主要原因是公司产能扩张后原材料储备及产成品库存都相应增长。截至 2022 年末，公司累计计提存货跌价准备 0.13 亿元，若未来公司存货长期无法顺利销售、长库存产品滞销，将存在存货积压风险。

截至 2022 年末，公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，其中其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金。公司应收账款主要为应收货款，2022 年末公司应收账款账龄主要集中在 1 年以内，公司坏账准备计提比例为 5.33%。公司应收款项融资主要为银行承兑汇票和已背书或贴现未到期且未终止确认的应收票据。截至 2022 年末，公司受限资产包括货币资金、固定资产、无形资产和在建工程，合计 7.58 亿元，占总资产的比重为 14.17%。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目     | 2023 年 3 月 |        | 2022 年 |       | 2021 年 |        |
|--------|------------|--------|--------|-------|--------|--------|
|        | 金额         | 占比     | 金额     | 占比    | 金额     | 占比     |
| 货币资金   | 1.44       | 2.55%  | 2.25   | 4.20% | 1.67   | 4.77%  |
| 应收账款   | 3.15       | 5.57%  | 3.46   | 6.46% | 3.09   | 8.81%  |
| 存货     | 6.57       | 11.61% | 5.13   | 9.59% | 4.46   | 12.72% |
| 应收款项融资 | 4.22       | 7.46%  | 3.79   | 7.07% | 2.83   | 8.06%  |

|         |       |         |       |         |       |         |
|---------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|
| 流动资产合计  | 16.86 | 29.81%  | 16.09 | 30.05%  | 13.64 | 38.91%  |
| 固定资产    | 23.96 | 42.37%  | 18.04 | 33.69%  | 11.76 | 33.55%  |
| 在建工程    | 10.74 | 19.00%  | 14.90 | 27.83%  | 6.21  | 17.71%  |
| 无形资产    | 1.42  | 2.51%   | 1.42  | 2.65%   | 1.39  | 3.97%   |
| 非流动资产合计 | 39.70 | 70.19%  | 37.45 | 69.95%  | 21.42 | 61.09%  |
| 资产总计    | 56.56 | 100.00% | 53.54 | 100.00% | 35.06 | 100.00% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

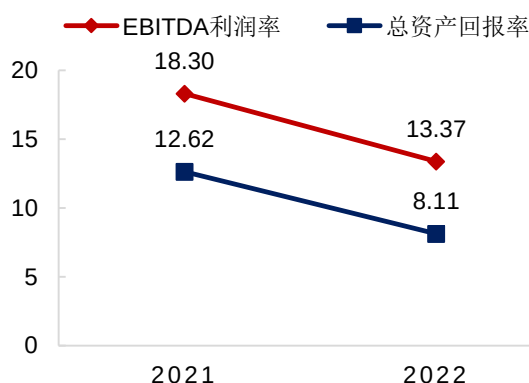
**2022年公司收入规模保持较快增长，但受原材料价格上升等因素影响，盈利能力表现有所下滑**

公司主营业务突出，收入主要来源于氟化工产品，2022年收入占比稳定保持在95%以上，其中氟碳化学品销售占比最高。近年来随着公司产销量不断扩大，公司营业收入保持增长。毛利率方面，2022年公司销售毛利率同比下降，主要为氟碳化学品毛利率大幅下滑影响。

2022年公司实现营业利润3.35亿元，同比有小幅下滑，由于2022年是我国实施冻结HFCs生产基准的最后一年，行业内各大生产企业为争夺HFCs生产配额不断加大马力开工生产，为此在原料供应端引发上游原材料价格持续走高，生产成本相应攀升；此外，部分产品销售端因供大于求，价格持续走低，氟碳化学品整体毛利空间收窄。此外，2022年公司期间费用率为9.11%，同时仍计提一定的存货跌价损失，对公司利润亦存在一定削减。

综合作用下，公司盈利能力指标表现下滑，2022年公司EBITDA利润率同比下降，叠加公司资产规模快速扩张，公司总资产回报率亦同比下降。

图 10 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

**2022年随着债务融资力度加大，公司总债务迅速增长，考虑到在建项目尚需投资规模较大，公司**

## 整体偿债压力上升

公司总债务主要为短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券。截至2022年末，公司短期借款1.91亿元，主要为保证借款；公司应付票据系公司开立的银行承兑汇票；长期借款主要为抵押借款和质押借款，截至2022年末为4.37亿元，年利率区间为3.70%-4.998%。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款；公司应付债券即本期债券，2022年末余额为6.07亿元，票面利率为第一年0.30%、第二年0.50%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年2.00%、第六年3.00%。截至2023年3月末，公司总债务为18.87亿元，快速增长，从债务结构来看，主要以长期债务为主，2022年末占比为67.33%。

经营性负债方面，公司应付账款主要为尚未结算的采购款以及工程设备款。公司其他流动负债主要系已背书或贴现未到期且未终止确认应收票据余额。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

| 项目             | 2023年3月      |                | 2022年        |                | 2021年        |                |
|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
|                | 金额           | 占比             | 金额           | 占比             | 金额           | 占比             |
| 短期借款           | 4.72         | 15.16%         | 1.91         | 6.73%          | 1.62         | 11.02%         |
| 应付账款           | 5.50         | 17.68%         | 5.76         | 20.26%         | 3.98         | 27.16%         |
| 应付票据           | 1.46         | 4.70%          | 1.88         | 6.60%          | 2.43         | 16.54%         |
| 其他流动负债         | 3.32         | 10.68%         | 3.14         | 11.04%         | 2.46         | 16.75%         |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>18.80</b> | <b>60.41%</b>  | <b>17.41</b> | <b>61.22%</b>  | <b>13.58</b> | <b>92.53%</b>  |
| 长期借款           | 5.59         | 17.98%         | 4.37         | 15.37%         | 0.60         | 4.12%          |
| 应付债券           | 6.16         | 19.78%         | 6.07         | 21.33%         | 0.00         | 0.00%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>12.32</b> | <b>39.59%</b>  | <b>11.03</b> | <b>38.78%</b>  | <b>1.10</b>  | <b>7.47%</b>   |
| <b>负债合计</b>    | <b>31.12</b> | <b>100.00%</b> | <b>28.44</b> | <b>100.00%</b> | <b>14.67</b> | <b>100.00%</b> |
| 总债务合计          | 18.87        | 60.64%         | 15.52        | 54.57%         | 5.21         | 35.50%         |
| 其中：短期债务        | 7.11         | 22.83%         | 5.06         | 17.80%         | 4.59         | 31.31%         |
| 长期债务           | 11.77        | 37.80%         | 10.45        | 36.76%         | 0.61         | 4.18%          |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着公司收入规模扩大，2022年公司经营性现金流量（FFO）仍然较为可观，但受盈利能力下降影响，有所转弱。2022年公司经营活动现金流保持净流入，且大幅增长，主要系公司营业收入增长以及收到的税费返还增加引致。2022年公司投资活动产生的现金净流出规模扩大，主要系公司新建氟化工产品生产线及技改项目，对应设备采购、厂房建造等资本性支出金额较高。值得关注的是，近年来公司包括募投项目在内的在建项目尚需投资规模较大，未来仍存在较大的资金支出压力。筹资活动方面，随着公司债务融资力度加大，2022年公司筹资活动现金净流入规模扩大。

从杠杆比率指标来看，截至2022年末，公司资产负债率为53.11%，负债水平升高，总债务/总资本水平亦有所上升。同时随着公司总债务上升，净债务/EBITDA和FFO/净债务指标表现弱化。此外，公司

EBITDA利息保障倍数表现亦有所弱化。考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司整体偿债压力上升。

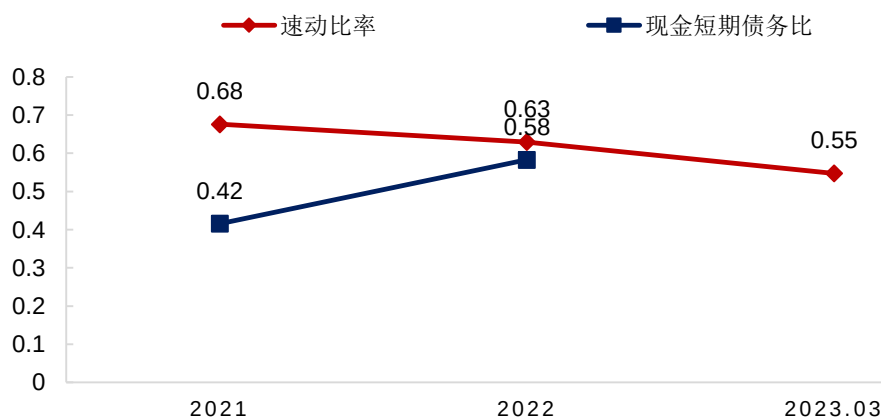
**表12 公司现金流及杠杆状况指标**

| 指标名称          | 2023 年 3 月 | 2022 年  | 2021 年   |
|---------------|------------|---------|----------|
| 经营活动现金流       | -1.73      | 4.42    | 1.80     |
| FFO           | -          | 3.91    | 4.57     |
| 资产负债率         | 55.03%     | 53.11%  | 41.86%   |
| 净债务/EBITDA    | -          | 2.67    | 0.76     |
| EBITDA 利息保障倍数 | -          | 13.36   | 37.96    |
| 总债务/总资本       | 42.60%     | 38.20%  | 20.35%   |
| FFO/净债务       | -          | 28.76%  | 113.36%  |
| 经营活动净现金流/净债务  | -          | 32.53%  | 44.56%   |
| 自由现金流/净债务     | -          | -61.17% | -123.79% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

流动性比率方面，2022年来公司速动比率略有下降，由于新增债务以长期为主，2022年现金短期债务比较上年末小幅提升。财务弹性方面，公司作为上市公司，可以利用资本市场拓宽融资渠道，为公司提供一定的流动性补充。目前公司拟向特定对象发行 A 股股票，募集资金总额不超过19.00亿元，目前相关议案已经董事会审议通过。

**图 11 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响



## 环境及社会因素

根据公司《关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》及公开资料查询，环境方面，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。社会方面，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

## 公司治理

2022年，公司财务总监因工作调整由李敦波变更为姜根法；公司一名独立董事白云霞因个人原因离任，公司股东大会选举胡继荣担任独立董事。整体来看，2022年公司董事、监事、高级管理人员未发生重大变化，公司核心团队成员整体较为稳定。

2022年公司继续推进股票期权与限制性股票激励计划，向51名激励对象授予394,333份预留部分股票期权、788,667股预留部分限制性股票，以上措施有利于充分调动公司中高层管理人员及核心员工的积极性。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年3月28日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月25日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## （三）或有事项分析

截至2022年12月31日，公司主要尚未了结的诉讼如下：

2019年4月3日，江苏金诺化工装备有限公司与邵武永和签订《设备买卖合同》。2022年9月29日，江苏金诺化工装备有限公司诉邵武永和至福建邵武市人民法院，要求邵武永和支付货款及损失共计6,786,635.49元。截至2022年12月31日，该案件尚在审理中且公司将提起上诉。

2018年至2020年，南通万达能源动力科技有限公司与内蒙永和先后签订了2份《设备采购合同》及2份《补充协议》，约定内蒙永和向南通万达能源动力科技有限公司购买3台25吨锅炉，价格分别为379万元、487万元、554万元。2022年11月，南通万达能源动力科技有限公司以内蒙永和未支付部分货款为由，向南通市崇川区人民法院提起诉讼，要求内蒙永和支付货款4,543,000元及利息。截至2022年12月31日，因案件尚未明确管辖法院，故还未开庭审理。

## 八、结论

公司形成了较为完整的氟化工产业链布局，2022年随着公司产能进一步扩张，氟碳化学品、含氟高分子材料和化工原料产销量整体均有所上升，拉动公司营业收入持续增长，其中附加值较高的含氟高分子材料收入增长幅度较大，收入结构继续优化。同时中证鹏元也关注到，未来若我国出台HFCs相关削减方案，公司生产将面临配额管理风险，同时也存在一定的安全生产和环保风险；由于公司外销规模占比较高，仍需关注外销业务所处的出口环境变化；受原材料价格上涨影响，公司盈利能力指标有所下滑，同时主要在建项目面临较大的资金压力，导致公司近年来债务融资力度加大。整体来看，公司抗风险能力尚可。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“永和转债”的信用等级为AA-。

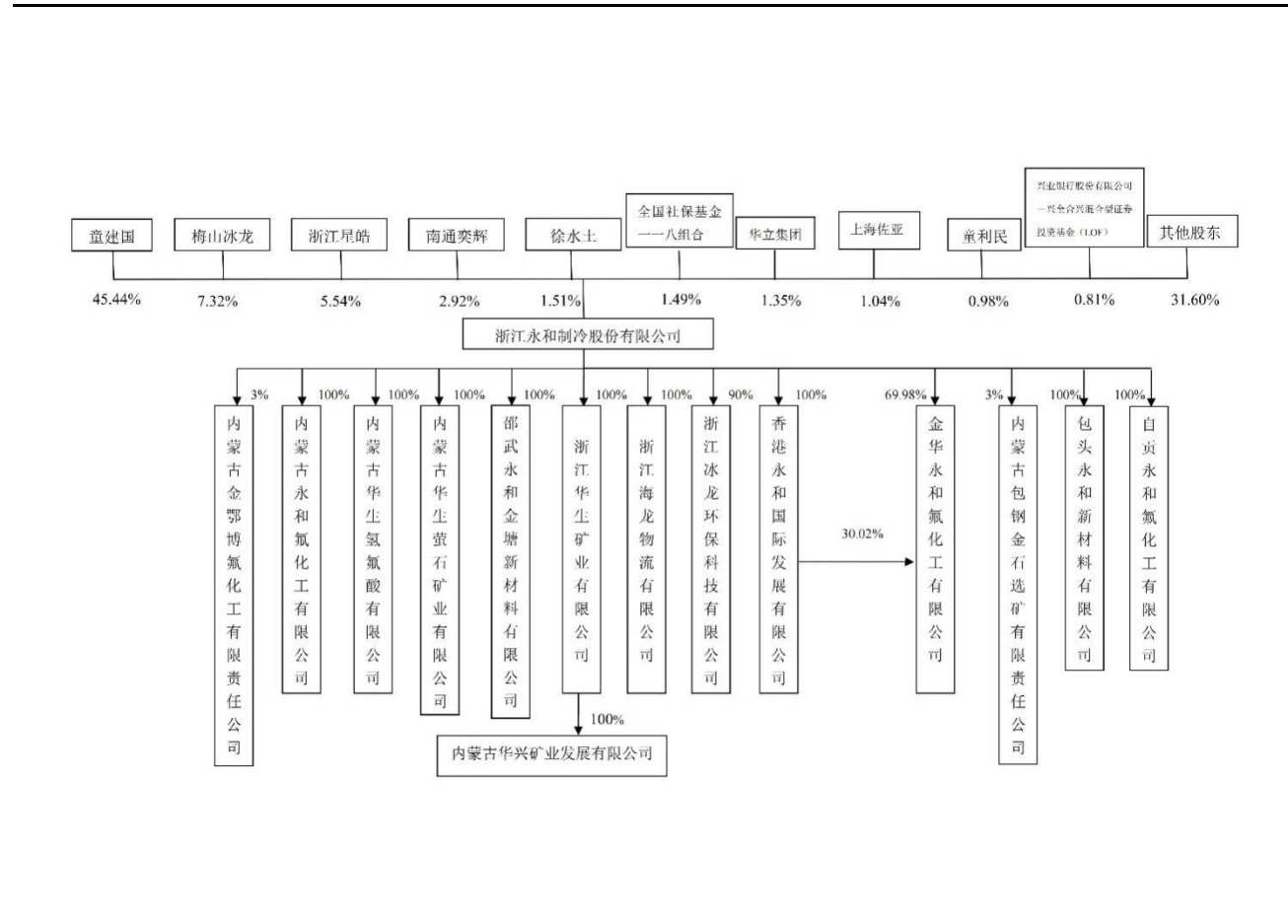
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元）   | 2023 年 3 月 | 2022 年 | 2021 年 | 2020 年 |
|---------------|------------|--------|--------|--------|
| 货币资金          | 1.44       | 2.25   | 1.67   | 2.34   |
| 应收账款          | 3.15       | 3.46   | 3.09   | 1.69   |
| 存货            | 6.57       | 5.13   | 4.46   | 2.26   |
| 应收款项融资        | 4.22       | 3.79   | 2.83   | 2.50   |
| 流动资产合计        | 16.86      | 16.09  | 13.64  | 9.62   |
| 固定资产          | 23.96      | 18.04  | 11.76  | 9.48   |
| 在建工程          | 10.74      | 14.90  | 6.21   | 3.46   |
| 非流动资产合计       | 39.70      | 37.45  | 21.42  | 14.82  |
| 资产总计          | 56.56      | 53.54  | 35.06  | 24.44  |
| 短期借款          | 4.72       | 1.91   | 1.62   | 3.11   |
| 应付账款          | 5.50       | 5.76   | 3.98   | 2.35   |
| 应付票据          | 1.46       | 1.88   | 2.43   | 2.20   |
| 一年内到期的非流动负债   | 0.93       | 1.27   | 0.55   | 0.51   |
| 其他流动负债        | 3.32       | 3.14   | 2.46   | 1.44   |
| 流动负债合计        | 18.80      | 17.41  | 13.58  | 10.80  |
| 长期借款          | 5.59       | 4.37   | 0.60   | 0.04   |
| 应付债券          | 6.16       | 6.07   | 0.00   | 0.00   |
| 非流动负债合计       | 12.32      | 11.03  | 1.10   | 0.30   |
| 负债合计          | 31.12      | 28.44  | 14.67  | 11.10  |
| 总债务           | 18.87      | 15.52  | 5.21   | 5.86   |
| 所有者权益         | 25.42      | 25.09  | 20.37  | 13.33  |
| 营业收入          | 9.39       | 38.04  | 28.99  | 19.52  |
| 营业利润          | 0.40       | 3.35   | 3.71   | 1.30   |
| 净利润           | 0.29       | 3.00   | 2.78   | 1.02   |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -1.73      | 4.42   | 1.80   | 0.80   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -2.54      | -15.57 | -5.39  | -1.46  |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 3.56       | 11.82  | 4.15   | 0.49   |
| 财务指标          | 2023 年 3 月 | 2022 年 | 2021 年 | 2020 年 |
| EBITDA        | -          | 5.08   | 5.30   | 2.70   |
| FFO           | -          | 3.91   | 4.57   | 2.07   |
| 净债务           | -          | 13.58  | 4.04   | 3.14   |
| 销售毛利率         | 16.73%     | 18.45% | 23.62% | 21.03% |
| EBITDA 利润率    | -          | 13.37% | 18.30% | 13.82% |
| 总资产回报率        | -          | 8.11%  | 12.62% | 5.96%  |
| 资产负债率         | 55.03%     | 53.11% | 41.86% | 45.42% |

|               |        |        |         |        |
|---------------|--------|--------|---------|--------|
| 净债务/EBITDA    | -      | 2.67   | 0.76    | 1.16   |
| EBITDA 利息保障倍数 | -      | 13.36  | 37.96   | 15.14  |
| 总债务/总资本       | 42.60% | 38.20% | 20.35%  | 30.50% |
| FFO/净债务       | -      | 28.76% | 113.36% | 65.91% |
| 速动比率          | 0.55   | 0.63   | 0.68    | 0.68   |
| 现金短期债务比       | -      | 0.58   | 0.42    | 0.56   |

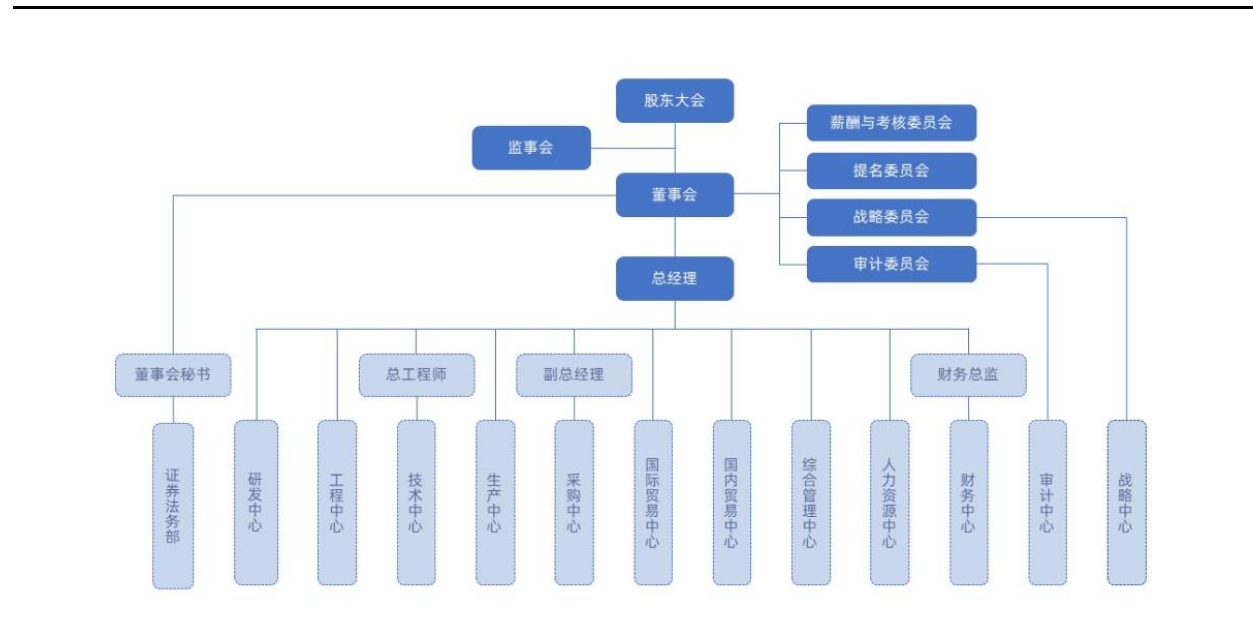
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 4 月 10 日）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供



## 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

| 公司名称                      | 注册资本       | 持股比例                | 业务性质 |
|---------------------------|------------|---------------------|------|
| 金华永和氟化工有限公司               | 1,236（万美元） | 69.98%、30.02%（间接持股） | 制造业  |
| 内蒙古永和氟化工有限公司              | 20,000     | 100.00%             | 制造业  |
| 内蒙古华生氢氟酸有限公司              | 4,000      | 100.00%             | 制造业  |
| 内蒙古华生萤石矿业有限公司             | 6,000      | 100.00%             | 制造业  |
| 浙江海龙物流有限公司                | 500        | 100.00%             | 运输业  |
| 浙江华生矿业有限公司                | 300        | 100.00%             | 贸易行业 |
| 内蒙古华兴矿业发展有限公司             | 800        | 100.00%（间接持股）       | 制造业  |
| 香港永和 International 发展有限公司 | -          | 100.00%             | 贸易行业 |
| 浙江冰龙环保科技有限公司              | 500        | 90.00%              | 贸易行业 |
| 邵武永和金塘新材料有限公司             | 55,832.06  | 100.00%             | 制造业  |
| 包头永和新材料有限公司               | 10,000     | 100.00%             | 制造业  |
| 自贡永和氟化工有限公司               | 50,000     | 100.00%             | 制造业  |
| 江西石磊氟化工有限责任公司             | 9,500      | 100.00%             | 制造业  |

资料来源：公司 2022 年度报告、公开资料，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称          | 计算公式                                                                                    |
|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 短期债务          | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项                                                         |
| 长期债务          | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项                                                                |
| 总债务           | 短期债务+长期债务                                                                               |
| 现金类资产         | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项                                            |
| 净债务           | 总债务-盈余现金                                                                                |
| 总资本           | 总债务+所有者权益                                                                               |
| EBITDA        | 营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入 |
| EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)                                                          |
| FFO           | EBITDA-净利息支出-支付的各项税费                                                                    |
| 自由现金流 (FCF)   | 经营活动产生的现金流 (OCF)-资本支出                                                                   |
| 毛利率           | (营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%                                                               |
| EBITDA 利润率    | EBITDA / 营业收入 × 100%                                                                    |
| 总资产回报率        | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%                                       |
| 产权比率          | 总负债/所有者权益合计 × 100%                                                                      |
| 资产负债率         | 总负债/总资产 × 100%                                                                          |
| 速动比率          | (流动资产-存货) / 流动负债                                                                        |
| 现金短期债务比       | 现金类资产/短期债务                                                                              |

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号  | 定义              |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA  | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A   | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB  | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B   | 债务安全性低，违约风险高。   |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC  | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C   | 债务无法得到偿还。       |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

| 符号  | 定义                              |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA  | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
| A   | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。   |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。    |
| BB  | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。    |
| B   | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| CC  | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| C   | 不能偿还债务。                         |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

| 符号  | 定义                                             |
|-----|------------------------------------------------|
| aaa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| aa  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。  |
| a   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。   |
| bbb | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。    |
| bb  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。    |
| b   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。    |
| ccc | 在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。     |
| cc  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。      |
| c   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。                         |

注：除 aaa 级，ccc 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 四、展望符号及定义

| 类型 | 定义                 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。   |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |