



2022年浙江永和制冷股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
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

- 本次评级结果是考虑到：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”）具备较为完整的氟化工产业链布局，整体产能处于扩张态势，随着 2024 年第三代制冷剂配额政策落地，所在行业供需格局向好，且公司三代制冷剂产品所获配额位于行业前列；同时中证鹏元也关注到，公司三代制冷剂产品进入配额生产阶段，需关注部分产品产能利用率以及新增产能消化情况，且在建项目面临较大的资金支出压力，近年来公司盈利能力弱化、债务融资力度加大、流动性压力上升，以及面临一定的安全生产和环保风险、原材料价格波动风险以及外贸风险等风险因素。

评级日期

2024 年 6 月 24 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

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2024.3	2023	2022	2021
总资产	70.66	67.44	53.54	35.06
归母所有者权益	27.15	26.41	25.09	20.37
总债务	30.46	26.74	15.52	5.21
营业收入	10.12	43.69	38.04	28.99
净利润	0.38	1.84	3.00	2.78
经营活动现金流净额	0.13	5.24	4.42	1.80
净债务/EBITDA	--	4.57	2.67	0.76
EBITDA 利息保障倍数	--	7.05	13.36	37.96
总债务/总资本	52.86%	50.30%	38.20%	20.35%
FFO/净债务	--	16.29%	28.76%	113.36%
EBITDA 利润率	--	12.74%	13.37%	18.30%
总资产回报率	--	4.68%	8.11%	12.62%
速动比率	0.36	0.38	0.63	0.68
现金短期债务比	--	0.18	0.58	0.42
销售毛利率	17.26%	14.63%	18.45%	23.62%
资产负债率	61.55%	60.83%	53.11%	41.86%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **2024年第三代制冷剂配额政策落地，行业供需格局向好。**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，2023年以前国内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。生态环境部于2023年11月和2024年1月发布《2024年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》、《关于核发2024年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额的通知》，制冷剂配额政策正式落地，2024年第三代制冷剂生产配额为74.56万吨，其中内用生产配额34万吨。配额政策限定了国内三代制冷剂的生产上限，行业供需格局由前期产能富余的状态转为供给硬约束，同时需求仍较为刚性，2023年四季度以来三代制冷剂价格实现回升。
- **公司氟化工产业链布局较为完整，整体产能处于扩张态势，三代制冷剂产品所获配额位于行业前列。**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；近年来公司积极布局含氟高分子材料和第四代制冷剂领域，2023年邵武永和氟化工生产基地项目1万吨/年HFP、0.75万吨/年FEP和1万吨/年PTFE等项目陆续于2023年开车试生产；内蒙永和新建项目0.7万吨/年VDF于2023年5月顺利开车试生产，公司氟化工产业链整体规模继续扩张。根据生态环境部公示的2024年度HFCs生产配额分配情况，公司第三代制冷剂整体配额5.52万吨，约占配额的比重为7%，位于行业前列。

关注

- **公司第三代制冷剂产品进入配额生产阶段，关注部分产品产能利用率受限以及新增产能消化情况。**根据生态环境部公示的2024年度HFCs生产配额分配情况，公司第三代制冷剂整体配额5.52万吨，其中HFC-32生产配额5,770吨、HFC-134a生产配额10,860吨、HFC-143a生产配额14,374吨；结合公司制冷剂产品产能现状来看，相关三代制冷剂产品生产配额规模低于其产能，其中以HFC-32产品受影响相对较大，已建产能合计5万吨；虽然公司目前已采取相应措施，例如通过技改使得4万吨/年HFC-32装置具备柔性生产4.4万吨/年HCFC-22的生产能力，但由于配额影响部分产品产能利用率仍将受到限制；根据《基加利修正案》，2024年起冻结HFCs的生产和消费后，2029年将开始削减，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，公司其他领域新增产能规模较大，未来若在客户开发、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，则可能导致公司存在一定的产能消化风险。
- **氟化工业务面临一定的安全生产、环保风险以及原材料价格波动风险，同时需关注外销业务所处的出口环境变化。**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；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，近年来萤石价格行情走高；此外，公司其他主要原材料价格近年来亦存在较大波动；未来若主要原材料价格同步上涨或单一类别涨幅过大，将对公司成本控制造成压力。2023年公司外销金额占比接近40%，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。
- **公司在建项目面临较大的资金支出压力，近年来盈利能力弱化、债务融资力度加大，流动性压力上升。**截至2023年末，公司主要在建项目总投资96.37亿元，已投资37.86亿元，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，且2023年公司投资活动产生的现金仍保持较大净流出，受产品价格大幅下降的影响，盈利能力表现继续弱化，同时考虑到公司货币资金规模较小且部分使用受限，近年来公司债务融资力度加大，2024年3月末总债务快速上升至30.46亿元，杠杆及流动性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 (600160.SH)	三美股份 (603379.SH)	永和股份 (605020.SH)
总资产	233.84	67.29	67.44
营业收入	206.55	33.34	43.69
净利润	9.69	2.80	1.84
销售毛利率	13.22%	13.40%	14.63%
资产负债率	29.97%	12.43%	60.83%

注：以上各指标均为 2023 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_2023V1.0
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	3/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		6/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA-

注：各指标得分越高，表示表现越好。

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。

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	7.8569	2023-5-16	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2023年12月31日，永和转债募集资金专项账户余额为3,463.93万元。

三、发行主体概况

2023年，因公司施行公积金转股、股权激励以及部分可转债转股，2023年末公司股本增加至379,408,958股。童建国仍为公司控股股东和实际控制人，截至2024年3月末直接持有公司46.92%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；公司实际控制人及其一致行动人股权均未有质押、冻结情况。此外，2024年第一季度，公司可转债转股582,908股，股票期权自主行权316,335股，扣除限制性股票回购注销的部分，2024年3月末公司总股本变更为380,268,034股。

永和转债自2023年4月17日起进入转股期，初始转股价格为33.60元/股，目前转股价格为23.83元/股。自2023年4月起至2023年末，共有401,000元“永和转债”已转换为公司股票，因转股形成的股份数量为15,781股。

表1 截至2024年3月末公司实际控制人及其一致行动人持股情况（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	178,405,463	46.92%	无
2	宁波梅山保税港区冰龙投资合伙企业（有限合伙）	27,742,400	7.30%	无
8	童利民	3,708,600	0.98%	无

资料来源：公司2024年一季度报告，中证鹏元整理

2023年新设全资子公司新加坡永和氟化工有限公司（以下简称“新加坡永和”），拟投资900.00万美元（尚未实缴注册资金）；同时根据公司整体经营规划和战略布局调整，注销了自贡永和氟化工有限公司（以下简称“自贡永和”）。截至2023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

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

行业环境

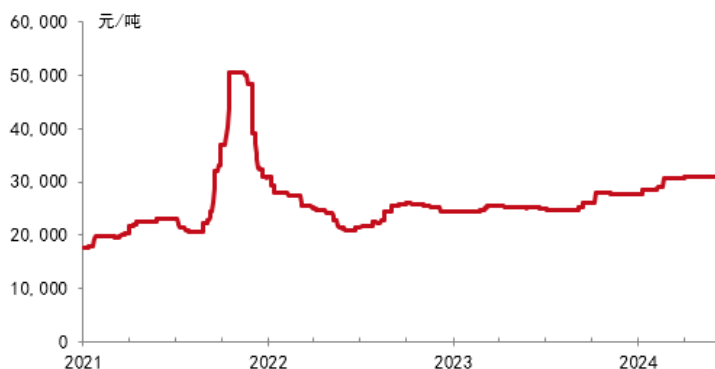
含氟制冷剂是氟化工产业链最重要的应用领域，下游主要为家用空调、冰箱冰柜、汽车空调等行业，需求较为刚性；2023年四季度三代制冷剂配额政策正式落地，供需格局改善带动价格底部回升

含氟制冷剂是氟化工产业链最重要的应用领域，目前三代制冷剂仍为市场主流。第二代制冷剂对臭氧层仍会产生破坏，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，自2024年起将生产和使用冻结在基线水平。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，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。

三代制冷剂配额政策正式落地，供需格局改善带动价格持续回升。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。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。2023年制冷剂开始进入过渡期，2023年前三季度，由于前期产能扩张导致生产库存较高，叠加下游需求疲弱，三代制冷剂价格修复不及预期，价格仍处于底部。2023年四季度以来，配额政策的落地限定了三代制冷剂的生产，供需格局的改善推动三代制冷剂价格底部回升。

图 1 R134a 制冷剂价格走势

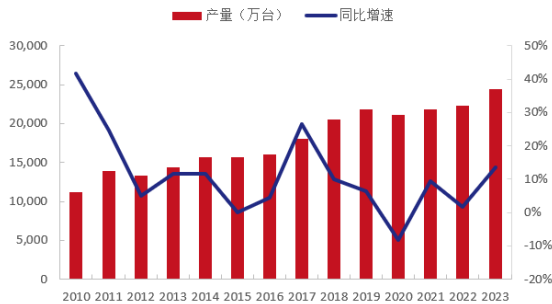


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

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，整体需求较为刚性。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。随着扩大内需及各项刺激消费政策的推出，近年来全国空调产量保持增长势头。根据国家统计局数据，2023年城镇居民平均每百户年末空调拥有量171.7台，数量保持增长。此外，城镇居民平均每百户年末电冰箱（柜）拥有量101.9台。整体来看，庞大的存量制冷设备维修需求也将成为未来需求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，2023年汽车总产量同比增长11.60%，新能源汽车产量944.30万辆，同比增长30.3%。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

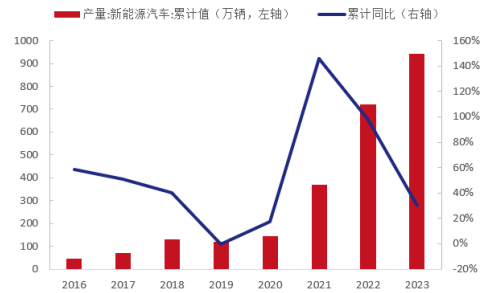
年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%（2020年约为5%），将进一步提升含氟制冷剂的需求。

图 2 2021 年以来空调产量恢复增长



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图 3 新能源汽车产量快速增长



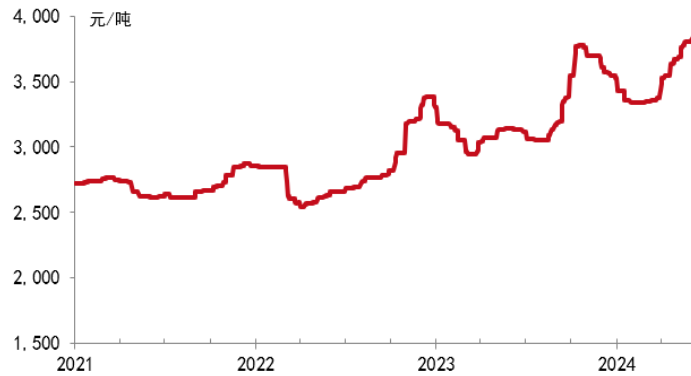
资料来源：iFinD，中证鹏元整理

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，2023年萤石行业供给端扰动增多，货源供应紧张支撑萤石价格大幅上扬

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，2023年末世界萤石矿总储量（100%CaF₂计算）约为2.8亿吨。其中，墨西哥、中国、南非和蒙古萤石储量位居世界前列。中国萤石资源储量占全球总储量的比例约为23.68%。根据《2023中国萤石行业报告》，2023全球萤石产量达到890万吨，我国萤石产量总量630万吨，占全球的70%左右，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。

2023年萤石价格继续大幅上行。上游矿山开采方面，2023年落后萤石矿山持续淘汰，导致现有产能缩减；新增矿山矿产勘察工作难度较大，萤石矿山开工率难以提升。原料紧张叠加矿山企业安全、环保要求日益严厉，导致国内萤石企业开工率较低。货源供应紧张推动二季度以后萤石市场价格持续上扬。整体而言，2023年萤石供应紧张成为涨价的主要因素。

图 4 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

公司具有较完整的氟化工产业链布局，2023年整体产能处于扩张态势，产销量的提升抵消了产品价格的下滑，拉动营业收入维持增长，但受产品价格下降影响，销售毛利率有所下降

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。2023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53.96%；毛利率较高的含氟高分子材料产品近年来收入增长明显，占比为30.83%。从利润上来看，2023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。2023年公司销售毛利率同比下降3.82个百分点，主要受产品价格下滑影响。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	2023 年			2022 年		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
氟碳化学品	23.58	7.75%	53.96%	24.49	9.38%	64.38%
含氟高分子材料	13.47	23.90%	30.83%	8.49	37.52%	22.32%
氟化工原料	5.46	6.79%	12.49%	4.10	20.75%	10.78%
主营业务收入合计	42.50	12.74%	97.28%	37.08	17.08%	97.48%
其他业务收入	1.19	82.01%	2.72%	0.95	71.86%	2.50%
合计	43.69	14.63%	100.00%	38.04	18.45%	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 产能布局与产出情况

2023年邵武等基地在建项目逐步投入生产，公司整体产能处于扩张态势，2024年起第三代制冷剂将实行配额生产，公司所获配额虽位于行业前列，但部分氟碳化学品产能将受到限制；公司在建产能规模较大，未来新增产能能否顺利消化有待观察，且项目建设存在较大的资金支出压力；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。公司于2022年底完成收购会昌永和科技发展有限公司（原石磊氟化工，以下简称“会昌永和”），甲烷氯化物产能增加至10万吨/年。此外，包头永和新材料有限公司新能源材料产业园项目也已处于建设中。

近年来公司积极布局含氟高分子材料和第四代制冷剂等领域，2023年产能进一步增长：邵武永和氟化工生产基地项目1万吨/年HFP于2023年1月顺利开车试生产、0.75万吨/年FEP和1万吨/年PTFE于2023年4月顺利开车试生产、0.5万吨/年PVDF和0.05万吨/年PPVE于2023年9月顺利开车试生产、3万吨/年一氯甲烷于2023年11月顺利开车试生产、0.3万吨/年HFPO于2023年12月顺利开车试生产；内蒙永和新建项目0.7万吨/年VDF于2023年5月顺利开车试生产。

截至2023年末，公司拥有自主萤石资源（3个采矿权、2个探矿权），无水氢氟酸年产能13.50万吨，甲烷氯化物和一氯甲烷年产能共计19.7万吨，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6.78万吨，主要产品产能规模国内领先；公司本部及内蒙永和拥有年混配、分装9.72万吨单质制冷剂、混合制冷剂的生产能力。

表3 截至2023年末公司生产基地情况

生产基地	地理位置	产能
金华基地 (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 (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 10,000 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 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、TFE 产能 2.8 万吨/年、PTFE（乳液 0.4 万吨/年、分散树脂 0.6 万吨/年）、HFP 产能 1 万吨/年、柔性生产 0.75 万吨/年 FEP 和 PFA 树脂、乳液、一氯甲烷 3 万吨/年、PPVE 产能 0.05 万吨/年、PVDF 产能 0.5 万吨/年、HFPO 产能 0.3 万吨/年 在建产能主要有：HF 产能 5 万吨/年、电子级氢氟酸 3 万吨/年、HCFC-22 产能 3 万吨/年、HFP 产能 0.5 万吨/年、PVDF 产能 0.5 万吨/年、TFE 产能 2 万吨/年
邵武基地 (邵武永和)	福建省邵武市	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
衢州 (本部工厂)	浙江省衢州市	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
江西基地 (会昌永和)	江西省赣州市	在建产能主要有：废盐综合利用 40 万吨/年、甲烷氯化物 24 万吨/年、二氟一氯甲烷（R22）12 万吨/年、四氟乙烯 TFE 6 万吨/年、六氟丙烯 HFP 4.8 万吨/
包头基地 (包头永和)	内蒙古包头市	

年、1,1,1,3,3-五氯丙烷 HCC-240fa5 万吨/年、HFO-1234yf2 万吨/年、1,3,3,3-四氟丙烯(HFO-1234ze)联产 1-氯-3,3,3-三氟丙烯(HCFO-1233zd)2.3 万吨/年、一氯甲烷 18 万吨/年、氯化钙 25 万吨/年、全氟己酮 1 万吨/年、四氯乙烯 4 万吨/年、氯乙烯 6 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2023年末，公司主要在建项目总投资96.37 亿元，已投资 37.86 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。

表4 截至2023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	14.01	0.51
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	15.67	3.36
邵武永和 10kt 聚偏氟乙烯和 3kt 六氟环氧丙烷扩建项目	2.26	1.83	0.43
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	3.73	1.89
包头永和新材料有限公司新能源材料产业园项目	54.94	2.62	52.32
合计	96.37	37.86	58.51

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。

注3：包头永和新材料有限公司新能源材料产业园项目拟通过向特定对象发行股票投入募集资金12.36亿元。

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。2023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。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10%，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，2024年起将按配额生产和使用。根据生态环境部公示的2024年度HFCs生产配额分配情况，公司第三代制冷剂获得配额5.52万吨，位于行业前列。中证鹏元关注到，2024年第三代制冷剂（HFCs）进入配额生产期，公司将严格按核发配额生产与使用，由于公司氟碳化学品大类以第三代制冷剂产品为主，预计2024年氟碳化学品产销水平将面临一定削减。

表5 截至2023年末公司主要产品生产情况

类别	产品	项目	2023 年	2022 年
化工原料		产能（吨/年）	135,000.00	110,000.00

氟碳化学品	无水氢氟酸 (AHF)	产能利用率	101.32%	88.58%
	HCFC-22	产能 (吨/年)	25,000.00	25,000.00
		产能利用率	90.17%	99.08%
	HFC-152a	产能 (吨/年)	45,000.00	40,000.00
		产能利用率	105.07%	75.07%
	HFC-143a	产能 (吨/年)	20,000.00	20,000.00
		产能利用率	80.90%	74.03%
	主要混合制冷剂	产量 (吨)	27,312.69	26,502.67
含氟高分子材料	FEP、PTFE、HFP	产能 (吨/年)	51,008.33	17,800.00
		产能利用率	75.90%	101.67%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。

➤ 市场分布和销售情况

2023年公司产品价格下降，但产销量的提升拉动公司收入仍维持增长，同时外销比重仍高，存在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，2023年公司销售规模稳定增长。从产品销售区域来看，2023年因海外需求不佳，公司外销收入规模同比下降至39%，但比重仍较高，国内销售收入规模上升至61%。

表6 公司产品销售按区域分布情况（单位：万元）

销售区域	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
内销	259,141.55	60.97%	180,685.72	48.73%
外销	165,868.65	39.03%	190,133.27	51.27%
合计	425,010.20	100.00%	370,818.99	100.00%

资料来源：公司提供，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。受行业供需错配、下游景气度下行等原因影响，2023年公司氟碳化学品、含氟高分子材料和化工原料销售均价均不同程度

下降。但是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，拉动2023年公司收入仍能维持增长。其中含氟高分子材料随着产能和业务规模的大幅增长，收入占比明显提升。销售集中度方面，2023年公司销售前五大客户占比为10.47%，整体水平不高。

表7 公司主要产品销售情况

产品类别	项目	2023年	2022年	同比
氟碳化学品	产量（吨）	203,377.25	184,009.85	10.53%
	对外销量（吨）	113,509.45	95,621.88	18.71%
	销售均价（元/吨）	20,769.58	25,615.10	-18.92%
含氟高分子材料	产量（吨）	38,713.21	18,098.02	113.91%
	对外销量（吨）	27,480.87	10,440.93	163.2%
	销售均价（元/吨）	49,014.57	81,309.78	-39.72%
化工原料	产量（吨）	440,821.02	212,726.91	107.22%
	对外销量（吨）	211,444.97	98,495.58	114.67%
	销售均价（元/吨）	2,580.32	4,161.36	-37.99%

注：公司仅用作下游产品原料不对外销售的产品（萤石精粉、HCFC-142b、HCFC-22（内蒙永和、邵武永和生产部分）、TFE）未列入全年主要产品产销量统计；因2023年已将会昌永和科技发展有限公司纳入合并范围，2023年数据均包括其化工原料产品（二氯甲烷、三氯甲烷、四氯乙烯）

资料来源：公司2022-2023年年度经营数据公告，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和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。未来如果氟化学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，2021-2022年公司汇兑损益分别为-0.22亿元和-0.12亿元。

➤ 成本结构及控制

公司产品成本主要以直接材料为主，2023年公司主要原材料价格涨跌互现，对成本综合影响有限，但近年来萤石粉价格涨幅较大，需持续关注价格波动对成本控制的影响

2023年公司主营业务成本中直接材料占比为68.33%。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材料也面临市场价格波动风险。2023年，公司采购萤石粉数量为253,668.11吨，价格同比增长21.27%，涨幅较大，但同时三氯甲烷、三氯乙烯、电石等其他主要原料价格出现了较大幅度的下跌。综合来看，公司直接材料主营业务成本的比重未出现较大变动，但未来若主要原材料价格同步上涨或单一类别涨幅过大，亦将对公司成本控制造成压力。

表8 公司主营业务成本构成情况（万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占总成本比例	金额	占总成本比例
直接材料	253,381.99	68.33%	220,843.46	71.82%
直接人工	13,104.67	3.53%	9,967.98	3.24%
制造费用	49,929.30	13.46%	39,366.40	12.80%
能源成本	54,428.27	14.68%	37,310.54	12.14%
合计	370,844.23	100.00%	307,488.38	100.00%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。2023年，公司对前五大供应商采购金额的比重为20.63%，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）	113,401.60	-41.27%
萤石粉（吨）	253,668.11	21.27%
电石（吨）	63,926.70	-24.04%
三氯乙烯（吨）	21,651.01	-36.72%
无水氢氟酸（吨）	2,435.28	-11.88%
空钢瓶（万只）	376.36	4.15%
HFC-125（吨）	7,477.38	-34.43%
HCFC-22（吨）	8,060.43	0.04%
HFC-32（吨）	1,110.34	21.03%
98%酸	234,597.09	-59.21%

资料来源：公司2023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2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年合并报表范围变化情况：公

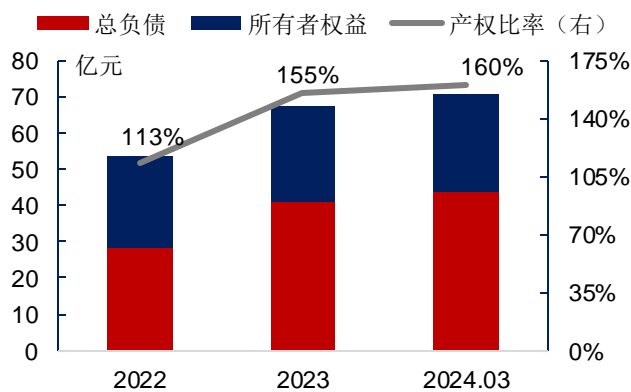
司合并报表范围内新设全资子公司新加坡永和，因注销减少一家子公司自贡永和。截至2023年末，公司纳入合并报表范围内的子公司共计13家。

资本实力与资产质量

2023年公司资产规模提升，但其中债务融资的贡献比较大，导致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

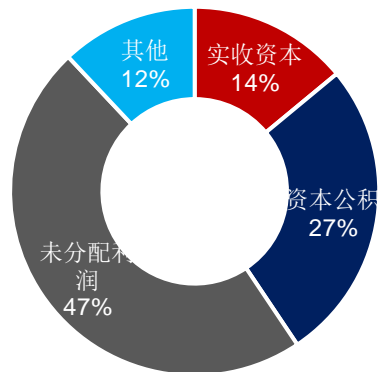
从资本结构来看，得益于公司持续经营的积累，近年来公司所有者权益保持小幅增长，主要由未分配利润和资本公积、实收资本组成。同期随着公司债务融资规模扩大，2023年末公司负债大幅增长。受上述因素影响，截至2024年3月末，公司产权比率上升至160.09%，财务杠杆水平上升。此外，2023年5月公司董事会审议通过了向特定对象发行 A 股股票相关事项的议案，募集资金总额不超过19.00亿元（2024年5月调整为：不超过17.36亿元），若本次向特定对象发行成功后，公司资本实力将大幅提升。

图 5 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 6 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2024年3月末，公司资产规模大幅上升，非流动资产占比提升。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，近年来随着在建项目建成投产增幅明显，2023年末受限规模为4.40亿元，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4.59亿元，主要系内蒙永和以及邵武永和在建项目的房屋建筑物，产权证陆续办理中。公司在建工程主要包括内蒙永和新增产能项目和邵武永和生产基地项目项目，近年来账面新增投入规模9.38亿元，同时完工转入固定资产规模为12.44亿元，截至2023年末存在1.83亿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2023年末存在0.74亿元使用受限。公司存货主要为库存商品和原材料，近年来规模增长，主要原因是公司生产经营扩张后原材料储备及产成品库存都相应增长。

截至2023年末，公司累计计提存货跌价准备0.09亿元，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2023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，2023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5.57%。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2023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7.71亿元，占净资产的比重为29.16%。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	2.60	3.67%	2.19	3.25%	2.25	4.20%
应收账款	3.09	4.38%	3.67	5.44%	3.46	6.46%
应收款项融资	3.05	4.32%	3.48	5.16%	3.79	7.07%
存货	8.47	11.99%	6.78	10.05%	5.13	9.59%
流动资产合计	18.44	26.10%	17.36	25.74%	16.09	30.05%
固定资产	29.12	41.21%	30.31	44.95%	18.04	33.69%
在建工程	15.38	21.77%	13.18	19.54%	14.90	27.83%
无形资产	4.83	6.84%	3.65	5.41%	1.42	2.65%
非流动资产合计	52.22	73.90%	50.08	74.26%	37.45	69.95%
资产总计	70.66	100.00%	67.44	100.00%	53.54	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司收入增长主要来源于产销量的提升，但受产品价格大幅下降的影响，盈利能力表现继续弱化

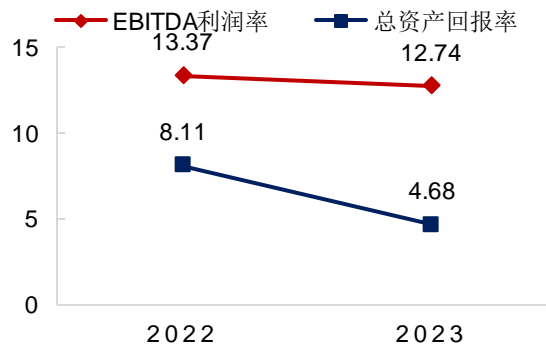
公司主营业务突出，收入主要来源于氟化工产品，2023年收入占比稳定保持在95%以上，其中氟碳化学品和含氟高分子材料两大类产品销售占比最高。近年来随着公司产销量不断扩大，公司营业收入保持增长。毛利率方面，2023年公司销售毛利率同比下降，主要系公司氟化工产品价格下降影响，其中含氟高分子材料毛利率下降了13.62个百分点。

此外，2023年公司期间费用率为10.81%，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。受上述因素影响，2023年公司归属于上市公司股东的净利润1.84亿元，同比下滑明显。其中2023年公司确认政府补贴规模较大，主要系收到产业扶持发展基金0.77亿元，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润下降57.82%。

综合作用下，公司盈利能力指标表现下滑，2023年公司EBITDA利润率同比小幅下降，叠加公司资

产规模快速扩张，公司总资产回报率亦下降。2024年一季度，公司实现营业收入10.12亿元，同比增长7.84%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3.67亿元，同比增长57.11%；2024年一季度销售毛利率为17.26%，较上年度有所提升，主要系配额生产下氟碳化学品销售均价回升。

图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

2023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，同时流动性指标明显下降，存在较大的短期偿债压力

公司债务融资渠道主要为银行借款和发行债券。截至2023年末，公司短期借款9.44亿元，主要为保证借款、抵押借款和票据贴现借款为主；长期借款主要为保证借款、抵押借款和质押借款，截至2023年末为6.33亿元，年利率区间为2.8%-4.8%。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%。公司应付票据系公司开立的银行承兑汇票；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和利息；截至2024年3月末，公司总债务为30.46亿元，近年随着债务融资力度加大增长较快，从债务结构来看，近年来公司短期借款规模增长较多，2023年末短期债务占比为50.69%，同比明显上升。

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	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	9.10	20.91%	9.44	23.03%	1.91	6.73%
应付票据	4.54	10.43%	2.74	6.69%	1.88	6.60%
应付账款	6.13	14.10%	6.99	17.04%	5.76	20.26%
一年内到期的非流动负债	0.96	2.21%	0.93	2.27%	1.27	4.47%
其他流动负债	3.76	8.65%	4.04	9.84%	3.14	11.04%

流动负债合计	27.90	64.14%	27.65	67.40%	17.41	61.22%
长期借款	8.60	19.78%	6.33	15.44%	4.37	15.37%
应付债券	6.41	14.73%	6.43	15.67%	6.07	21.33%
非流动负债合计	15.59	35.86%	13.37	32.60%	11.03	38.78%
负债合计	43.49	100.00%	41.02	100.00%	28.44	100.00%
总债务	30.46	70.03%	26.74	65.18%	15.52	54.57%
其中：短期债务	15.44	35.51%	13.97	34.05%	5.06	17.80%
长期债务	15.02	34.52%	12.77	31.13%	10.45	36.76%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

随着公司收入规模扩大，2023年公司经营性现金流量（FFO）仍然较为可观，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、非付现折旧与摊销费用增加以及收到的政府补助增加。2023年公司投资活动产生的现金仍保持较大净流出，主要系邵武永和、内蒙永和项目建设投入增加，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，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。

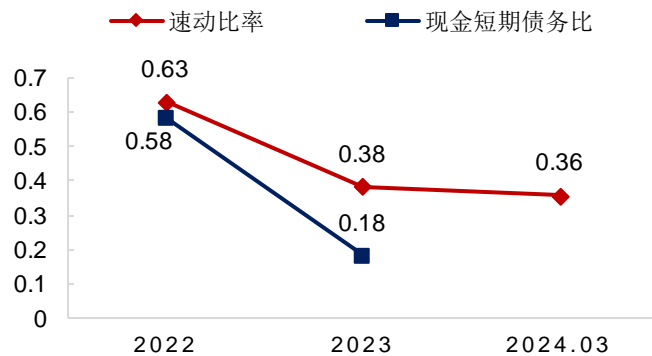
从杠杆比率指标来看，截至2024年3月末，公司资产负债率为61.55%，负债水平升高。同时随着公司总债务上升，总债务/总资本水平亦有所上升，净债务/EBITDA和FFO/净债务指标表现弱化。此外，公司EBITDA利息保障倍数表现亦有所弱化。考虑到公司在建项目尚需投资规模较大，公司整体偿债压力加大。

表12 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流净额（亿元）	0.13	5.24	4.42
FFO（亿元）	--	4.14	3.91
资产负债率	61.55%	60.83%	53.11%
净债务/EBITDA	--	4.57	2.67
EBITDA 利息保障倍数	--	7.05	13.36
总债务/总资本	52.86%	50.30%	38.20%
FFO/净债务	--	16.29%	28.76%
经营活动现金流净额/净债务	0.46%	20.61%	32.53%
自由现金流/净债务	-10.58%	-35.75%	-61.17%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

流动性比率方面，随着流动负债规模大幅上升，2023年来公司速动比率明显下降，由于新增债务以短期为主，2023年现金短期债务亦明显下降，整体流动性压力。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，此外，2023末公司银行剩余可用授信额度尚有约17亿元，可为公司提供一定的流动性补充。目前公司正在推进向特定对象发行 A 股股票，募集资金总额不超过17.36亿元，若本次向特定对象发行成功，亦将对公司流动性形成一定补充。

图 8 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》及公开资料查询，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。

2023 年 9 月，内蒙永和收到乌兰察布市生态环境局下发的行政处罚决定书（乌环罚 07[2023]4 号），四子王旗生态环境综合行政执法大队执法人员对内蒙进行现场检查时发现，内蒙永和临时固废堆场内有多达 500 多吨氟石膏未进行苫盖，依据《中华人民共和国大气污染防治法》第一百零八条对内蒙永和处以罚款人民币 8.00 万元的处罚。内蒙永和立即组织相关人员对临时固废堆场未苫盖区域进行苫盖，经乌兰察布市生态环境局四子王旗分局证明已整改完毕。

公司治理

2023 年，因董事会换届公司一名董事由应振洲变更为陈文亮，公司独立董事由张增英、陆惠明变更为王建中、李清伟，此外公司董事会聘任赵景平为副总经理。整体来看，2023 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。

2023 年 4 月公司第一次临时股东大会审议通过的《关于公司未来三年（2023 年-2025 年）股东回报规划的议案》，规划“在公司现金流满足公司正常经营和发展规划的前提下，未来三年（2023 年—2025 年）公司在当年盈利且累计未分配利润为正的情况下，优先采取现金方式分配股利，每年以现金方式分

配的利润不得少于当年实现的可供分配利润的 20%，具体每个年度的分红比例由公司董事会根据公司年度盈利状况和未来资金使用计划提出预案”。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年4月18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2021年1月1日至报告查询日（2024年6月17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2023年12月31日，公司主要尚未了结的诉讼如下：

2022年11月22日，南通万达能源动力科技有限公司向江苏省南通市崇川区人民法院提起诉讼，请求人民法院判令内蒙永和向其支付合同价款4,543,000.00元，并按照逾期付款之日起，以应付未付款项为基数，按同期 LPR的 1.3 倍标准支付利息损失至实际给付之日。根据一审判决公司应承担货款和质保金 4,543,000.00 元，诉讼费和鉴定费 385,900.00 元，按照判决计算应支付利息 550,859.16 元，共计 5,479,759.16 元。2024年4月3日经江苏省南通市中级人民法院民事判决书（2024）苏06民终718号，驳回公司上诉，维持原判。

八、结论

2024年第三代制冷剂配额政策落地，行业供给端由前期产能富余的状态转为供给硬约束，同时需求较为刚性，随着供需格局向好，2023年四季度以来三代制冷剂价格实现回升。公司形成了较为完整的氟化工产业链布局，2023年整体产能处于扩张态势，产销量整体均有所上升，三代制冷剂产品所获配额位于行业前列。同时中证鹏元也关注到，公司第三代制冷剂产品进入配额生产阶段，需关注部分产品产能利用率以及新增产能消化情况，且在建项目面临较大的资金支出压力，近年来公司债务融资力度加大、流动性压力上升，同时氟化工业务面临一定的安全生产和环保风险、原材料价格波动风险以及外贸风险。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-。

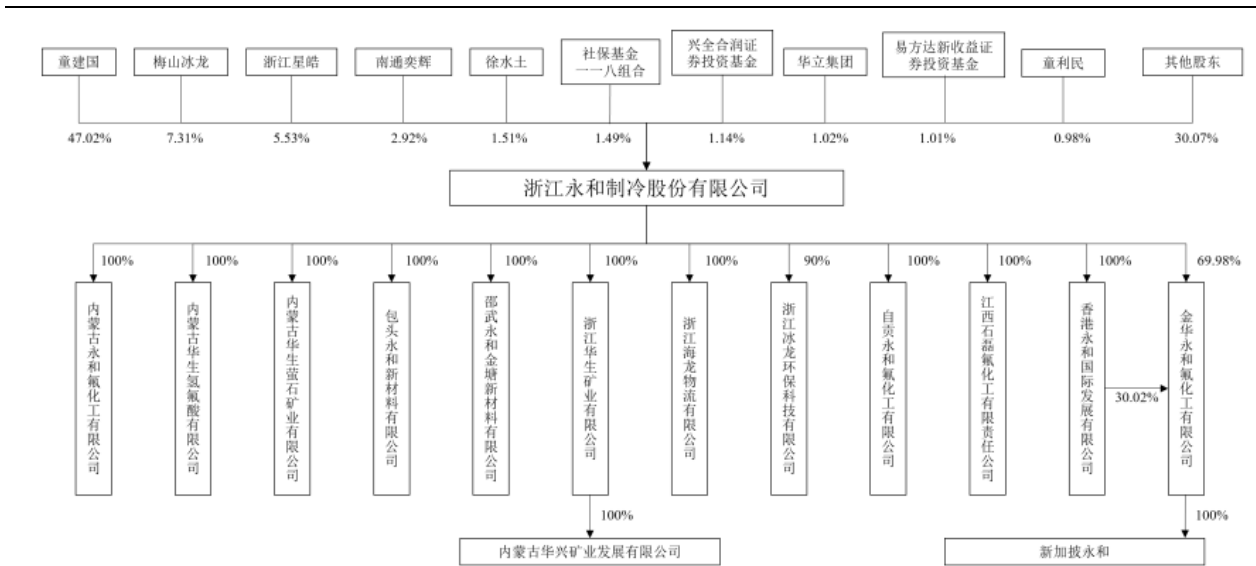
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	2.60	2.19	2.25	1.67
应收账款	3.09	3.67	3.46	3.09
应收款项融资	3.05	3.48	3.79	2.83
存货	8.47	6.78	5.13	4.46
其他流动资产	0.64	0.63	0.38	0.77
流动资产合计	18.44	17.36	16.09	13.64
固定资产	29.12	30.31	18.04	11.76
在建工程	15.38	13.18	14.90	6.21
无形资产	4.83	3.65	1.42	1.39
非流动资产合计	52.22	50.08	37.45	21.42
资产总计	70.66	67.44	53.54	35.06
短期借款	9.10	9.44	1.91	1.62
应付票据	4.54	2.74	1.88	2.43
应付账款	6.13	6.99	5.76	3.98
其他应付款	1.62	1.88	1.85	1.14
一年内到期的非流动负债	0.96	0.93	1.27	0.55
其他流动负债	3.76	4.04	3.14	2.46
流动负债合计	27.90	27.65	17.41	13.58
长期借款	8.60	6.33	4.37	0.60
应付债券	6.41	6.43	6.07	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	15.59	13.37	11.03	1.10
负债合计	43.49	41.02	28.44	14.67
总债务	30.46	26.74	15.52	5.21
其中：短期债务	15.44	13.97	5.06	4.59
所有者权益	27.17	26.42	25.10	20.38
营业收入	10.12	43.69	38.04	28.99
营业利润	0.52	2.20	3.35	3.71
净利润	0.38	1.84	3.00	2.78
经营活动产生的现金流量净额	0.13	5.24	4.42	1.80
投资活动产生的现金流量净额	-3.10	-14.43	-15.57	-5.39
筹资活动产生的现金流量净额	2.77	8.80	11.82	4.15
财务指标	2024年3月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	5.57	5.08	5.30
FFO（亿元）	--	4.14	3.91	4.57
净债务（亿元）	28.14	25.42	13.58	4.04

销售毛利率	17.26%	14.63%	18.45%	23.62%
EBITDA 利润率	--	12.74%	13.37%	18.30%
总资产回报率	--	4.68%	8.11%	12.62%
资产负债率	61.55%	60.83%	53.11%	41.86%
净债务/EBITDA	--	4.57	2.67	0.76
EBITDA 利息保障倍数	--	7.05	13.36	37.96
总债务/总资本	52.86%	50.30%	38.20%	20.35%
FFO/净债务	--	16.29%	28.76%	113.36%
经营活动现金流净额/净债务	0.46%	20.61%	32.53%	44.56%
自由现金流/净债务	-10.58%	-35.75%	-61.17%	-123.79%
速动比率	0.36	0.38	0.63	0.68
现金短期债务比	--	0.18	0.58	0.42

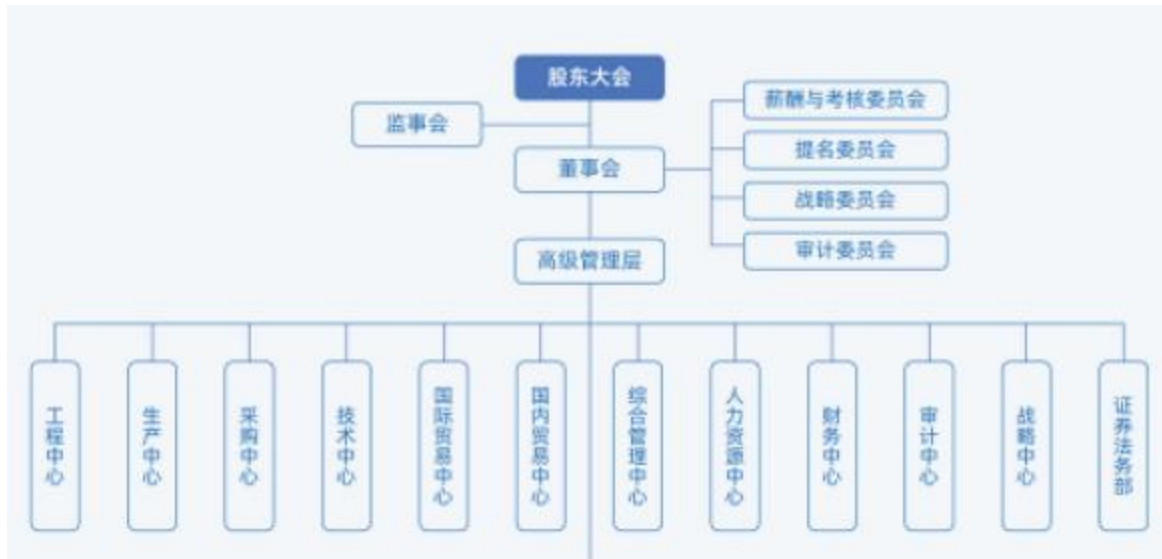
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023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	100,000	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
香港永和国际发展有限公司	8.32（万美元）	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	115,832.06	100.00%	制造业
包头永和新材料有限公司	10,000	100.00%	制造业
会昌永和科技发展有限公司	9,500	100.00%	制造业
新加坡永和氟化工有限公司	900（万美元）	100.00%	贸易行业

资料来源：公司 2023 年年度报告

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%
期间费用率	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用) / 营业收入
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。