

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学原料

三美股份(603379)

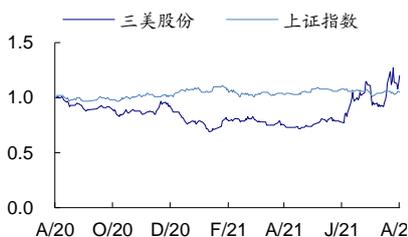
买入

2021 年中报点评

(首次评级)

2021 年 08 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	610/193
总市值/流通(百万元)	15,860/5,016
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	27.51/14.92

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379
E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041
E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩符合预期, 拟建六氟磷酸锂项目

● 周期底部业绩符合预期, 2021Q2 单季度业绩同比、环比均改善

8月26日晚, 公司公布《2021年半年度报告》: 2021H1, 公司实现营业收入 17.68 亿元, 同比增长 24.46%; 归母净利润 1.41 亿元, 同比下降 18.06%。即 2021Q2, 公司单季度实现营业收入 9.27 亿元, 同比增长 29.34%; 归母净利润 0.78 亿元, 同比增长 7.12%。周期底部, 公司业绩符合我们预期。此外, 据公司公告, 公司拟由全资子公司福建东莹投资约 2.3 亿元, 建设“福建东莹 6000 吨/年六氟磷酸锂及 100 吨/年高纯五氟化磷新建项目”。公司主营氟化工产业布局完善、成本控制能力优秀、财务结构健康、现金流充裕。未来, 公司将积极布局新材料、新能源等业务领域, 并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。

● 保持较高产销水平运行, 静待制冷剂周期景气反转

进入 2021 年, 二代制冷剂、发泡剂价格保持坚挺, 第三代制冷剂产品的价格及价差均已进入底部区间。近期, 制冷剂价格受上游成本推动及下游产业链共振, 价格出现了回暖与反弹。四季度即将进入传统制冷剂备货旺季, R22、R142b、R125、R134a、R143a 等产品价格有进一步上涨动力。随着行业竞争格局趋向集中, 我们看好三代制冷剂将迎来景气反转拐点。

● 布局半导体及新能源产业链氟化学品, 向高附加值领域延伸

公司积极向高附加值领域延伸: 半导体氟化学品方面, 公司与日本森田的合资子公司三美森田新材料 2 万吨/年蚀刻级氢氟酸项目一期 1 万吨已建设完成并于 2019 年底试生产, 2021 年逐步放量, 未来还有 2 万吨扩产计划。新能源氟化学品方面, 公司与江苏华盛锂电材料公司合资的浙江盛美锂电公司目前正建设年产 3000 吨双氟磺酰亚胺锂(一期 500t/a)项目。此外, 公司拟由全资子公司福建东莹投资约 2.3 亿元, 建设“福建东莹 6000 吨/年六氟磷酸锂及 100 吨/年高纯五氟化磷新建项目”。

● 风险提示:

氟化工需求疲弱; 新项目投产进度不及预期; 产品价格大幅下滑等。

● 投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级。

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 4.49/6.86/9.77 亿元, 同比 102.6%/52.5%/42.5%, 摊薄 EPS 为 0.74/1.12/1.60 元, 对应 PE 为 35.3/23.1/16.2 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,935	2,721	3,544	3,978	4,578
(+/-%)	-11.7%	-30.9%	30.3%	12.2%	15.1%
净利润(百万元)	646	222	449	686	977
(+/-%)	-41.7%	-65.7%	102.6%	52.5%	42.5%
摊薄每股收益(元)	1.48	0.36	0.74	1.12	1.60
EBIT Margin	19.8%	8.7%	14.4%	20.4%	25.6%
净资产收益率(ROE)	13.0%	4.5%	8.6%	12.2%	15.9%
市盈率(PE)	17.5	71.5	35.3	23.1	16.2
EV/EBITDA	13.5	48.7	28.8	18.3	12.9
市净率(PB)	2.29	3.18	3.03	2.83	2.58

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

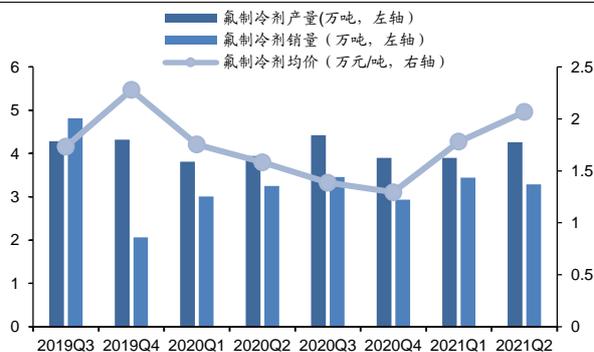
周期底部业绩符合预期，公司将引领氟化工景气度反转

8月26日晚，公司公布《2021年半年度报告》：2021年上半年，公司实现营业收入17.68亿元，同比增长24.46%；归母净利润1.41亿元，同比下降18.06%；基本每股收益0.23元。即2021Q2，公司单季度实现营业收入9.27亿元，同比增长29.34%；归母净利润0.78亿元，同比增长7.12%。其中，一季度业绩同比下滑，二季度业绩环比、同比均改善。现阶段，《蒙特利尔议定书》基加利修正案HFCs配额基准期已进入中期，随着我国疫情防控形势好转，国内经济恢复和产业链上下游需求回升，同时处于市场需求旺季，HFCs、HCFCs及AHF行业整体回升趋稳。2021Q2单季度，公司产品价格制冷剂 and 氟化氢同比上涨30%左右，氟发泡剂下跌15.37%，公司积极扩大制冷剂产能，降低成本，维持较高的开工率和产销率，实现了高效运营。此外，据公司公告，公司拟由全资子公司福建东莹投资约2.3亿元，建设“福建东莹6000吨/年六氟磷酸锂及100吨/年高纯五氟化磷新建项目”。在当前时点上，我们看好氟化工行业即将迎来配置时机，我们预计公司2021-2023年归母净利润分别4.49/6.86/9.77亿元，同比102.6%/52.5%/42.5%，摊薄EPS为0.74/1.12/1.60元，对应PE为35.3/23.1/16.2倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

从经营数据上看，2021H1，公司氟制冷剂产销量分别为8.16万吨和6.73万吨，分别同比增加7.96%和0.96%；氟化氢产销量分别为3.53万吨和1.99万吨，分别同比增加4.44%和29.99%；氟发泡剂产销量分别为0.64万吨和0.39万吨，产量同比增加90.68%，销量同比下降22.13%。受益于经济恢复和产业链上下游需求回升，同时处于制冷剂需求旺季，制冷剂及其他氟化工细分领域对AHF（氟制冷剂、氟发泡剂的主要原料）的需求有所复苏及增长。

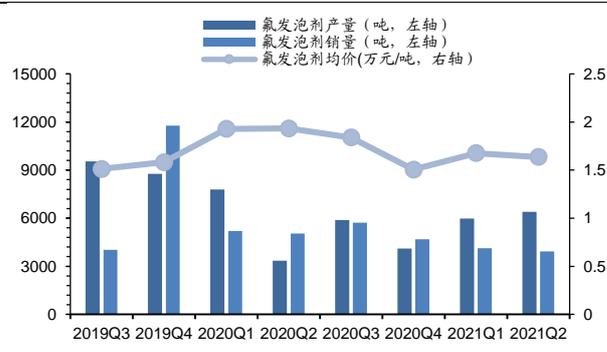
公司产品销售均价小幅上涨，毛利率同比下降。2021H1，公司氟制冷剂和氟化氢的销售均价分别为19197.4元/吨和7390.03元/吨，较2020H1出现上涨，制冷剂行情小幅回暖，同时下游PVDF需求增长带动R142b价格上涨。氟发泡剂销售均价为16,567元/吨，较2020H1下跌14.2%；氟制冷剂和氟化氢的价格同比增长，考虑是原材料价格同比大幅上涨的原因。毛利率和净利率方面，公司21H1毛利率17.79%（YoY-23.29%），净利率8%（YoY-34.21%）。公司目前已有R134a产能6.5万吨、R125产能5.2万吨、R32产能4万吨、R143a产能1万吨、R141b生产配额2.78万吨、R142b产能4000吨（生产配额约2532吨），无水氟化氢产能13.1万吨。未来随着公司逐步抢占配额并向精细氟化工、含氟聚合物领域延伸，公司龙头地位将进一步巩固。

图1：氟制冷剂产量、二季度价格上涨



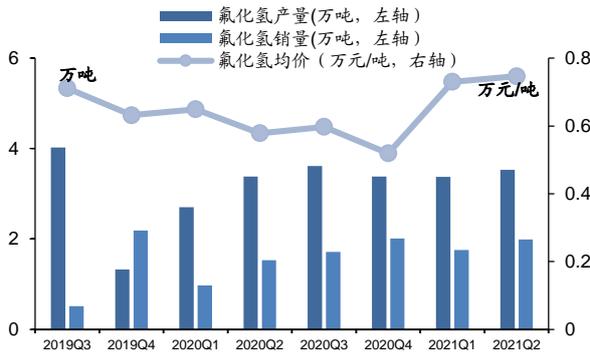
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：氟发泡剂销量、价格小幅回落



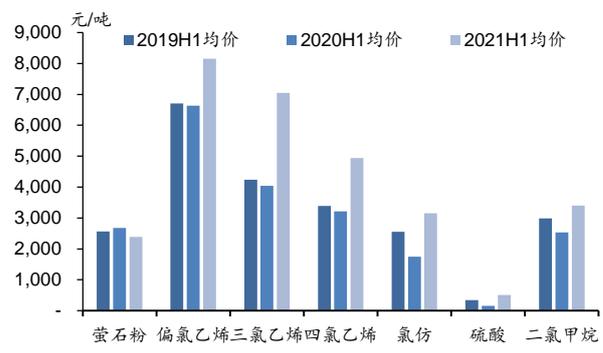
数据来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3: 2021H1, 氟化氢产销量、均价小幅上涨



数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 2021H1, 原材料价格上涨



数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2021H1 制冷剂、氢氟酸价格平稳, 制冷剂有望景气上行

复盘制冷剂价格走势: 2020 年, 受新冠肺炎冲击、基加利修正案引起的配额争抢等因素影响, 三代制冷剂市场延续 2019 年末的疲软态势, 各产品价格均有下滑。原料氢氟酸自疫情爆发后连连走低, 于 2020 年 5 月份到达全年最低点后反弹回稳。R32 产能过剩的状况仍在延续, 价格上行受限; R134a 价格达到了近年来历史新低点。下游空调、汽车行业 2020 年产销量双双下滑。**空调方面:** 据产业在线数据, 2020 年家用空调全年生产 14,490 万台, 同比下降 5.2%, 总销量 14,146 万台, 同比下降 6.1%。**汽车方面:** 据中国汽车工业协会数据, 2020 年, 我国汽车生产与销售分别完成 2,522.5 万辆和 2,531.1 万辆, 较 2019 年同比下降 2% 和 1.9%。需求拖累之下制冷剂行业整体低迷弱势运行, 公司业绩下行至底。

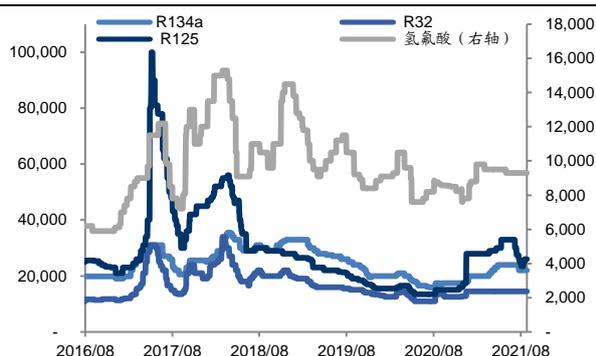
2021 年上半年, 除 R32 仍在成本线下徘徊外, 其余制冷剂价格均有所回暖, 其中 R22 较年初涨幅约为 14.3%, R134a 较年初涨幅约为 13.9%, R125 较年初涨幅约为 11.5%, R32 较年初跌幅约为 4.0%, R410a 较年初涨幅约为 17.6%; 从制冷剂两大下游来看: (1) **空调方面,** 2021 年 H1, 空调市场在原材料价格上涨、新能效标准实施的影响下呈现量降额涨局面。据奥维云网 (AVC) 推总数据显示, 2021H1 空调市场全渠道零售量 2721.6 万台, 同比下降 5.7%, 零售额 857.9 亿元, 同比增长 3.3%。(2) **汽车方面,** 据中国汽车工业协会数据, 2021 年 1-7 月, 国内汽车累计产量 1444.0 万辆, 同比增长 17.2%; 汽车市场累计销量 1475.6 万辆, 同比增长 19.3%。整体来看, 受全球经济在去年低基数下强劲回升, 我国经济持续稳定恢复的影响, 2021H1 制冷剂行业终端需求逐步复苏。

近期制冷剂产品价格反弹, 有望迎来景气周期。截至 8 月 26 日, 一方面, 成本端推动价格上涨, 原料硫酸推涨氢氟酸价格上涨至 9800 元/吨, 部分制冷剂产品 (如 R125 等) 的有机氯化物原材料高度紧缺; 另一方面, PVDF 近期的大幅涨价已经共振到其上游部分制冷剂 (如 R142b 等) 市场。此外, 随着时间推移, 制冷剂企业不计成本抢占配额的情况会由于趋于理性而逐步消失, 含氟制冷剂需求、价格预期逐步好转。据百川盈孚数据, **二代制冷剂方面,** R22 目前报 1.7 万元 /吨, 日度调涨 500, 厂家开工基本稳定, 目前配额消耗已过七成, 余量有限, 价格高位运行, 下游买涨心态, 整体出货情况好。价格较昨日、较上周、较上月、较上季度、较年初、较去年涨幅分别达到 3.03%、3.03%、6.25%、6.25%、13.33%、6.25%; R142b 目前公司报价 11 万元/吨, 价格

较年初涨幅达 5 倍以上。受下游 PVDF 在锂电产业迅猛发展影响，142b 单吨毛利润目前已经超过 8 万元，价格有进一步上涨动力。三代制冷剂方面，R32 目前报 1.2 万元/吨，价格短期小幅下跌后迅速反弹，价格波动不大，部分企业仍处于亏损阶段；R125 目前报 3.5 万元/吨，日度调涨 5000。受四氯乙烯原料高度紧缺、产能相对不太过剩等影响，R125 价格 V 型反弹，价格较昨日、上周、上月、同比涨幅分别达到 16.67%、17.25%、42.86%、141.38%。反倾销初裁结果已定，外贸订单情况良好，目前盈利水平较好；R134a 目前报价 2.15 万元/吨，日度调涨 500，原料端三氯乙烯价格高位，长期低迷后需求预期逐步好转。下游主要为汽车制冷用途；R143a 目前报 5.5 万元/吨，分别较上周、上月、年初增长了 5.77%、80.33%、139.13%。此外，2021 年 H1 无水氟化氢市场企业平稳过度，在下游制冷剂需求缓慢恢复、光伏及精细化学品领域需求高速增长的情况下，我们预计 2021 年 H2 无水氢氟酸价格有望稳步上涨。

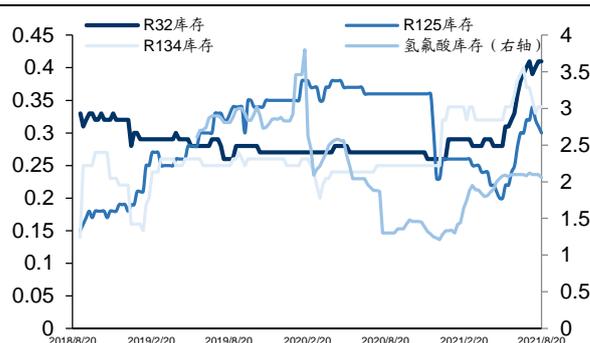
夏季制冷旺季已过，目前进入短期阶段性淡季，四季度即将进入传统制冷剂备货旺季，R22、R142b、R125、R134a、R143a 等产品价格有进一步上涨动力。随着供给侧结构性改革不断深化、配额管理将在立法层面落地、行业竞争格局趋向集中，而下游需求恢复平稳增长，我们看好三代制冷剂有望迎来景气反转的拐点，三代制冷剂龙头厂商将迎来经营业绩的大幅修复及复苏。

图 5：长期来看，制冷剂价格逐步回升



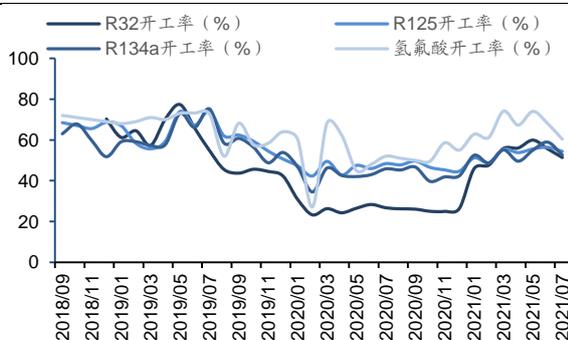
数据来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 6：制冷剂、氢氟酸库存减少



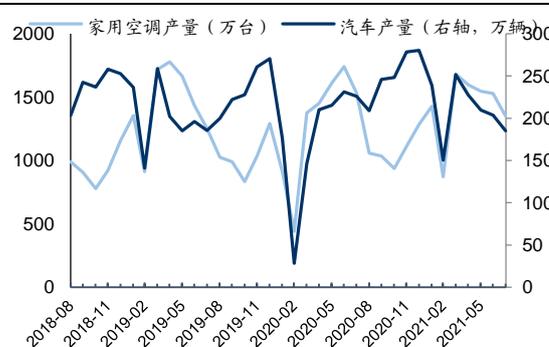
数据来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 7：制冷剂、氢氟酸开工率较 2020 年上升



数据来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 8：空调汽车产量较 2020 年回暖



数据来源：wind，中国汽车工业协会，国信证券经济研究所整理

与日本森田展开合作，推进 2 万吨蚀刻级氢氟酸项目

在半导体方向上，公司与日本森田化学工业株式会社合资成立了子公司浙江森田新材料有限公司。森田新材料主要生产工业级无水氢氟酸、超纯微电子蚀刻及清洗级产品，产品用于半导体微电子制造领域。目前主要产品是高纯电子级氢氟酸，未来将产出高纯氟化学品，在半导体领域更加深入。森田新材料 2 万吨/年蚀刻级氢氟酸项目已建设完成并于 2019 年底试生产。该项目位于胡处工业区，总用地约 10.37 万平方米，总投资 1.9 亿美元，折合人民币约 13.1 亿元。项目引进日本先进的精馏设备和提纯合成设备，采用最先进的日本森田化学工业株式会社提纯技术，制作半导体所需的超高纯清洗与蚀刻用电子材料，是集成电路芯片制造的关键材料之一。

与江苏华盛展开合作，拟投资六氟磷酸锂等项目，布局新能源领域

据公司公告，公司与江苏华盛锂电材料股份有限公司合资的浙江盛美锂电材料有限公司目前正在建设年产 3000 吨双氟磺酰亚胺锂(一期 500t/a)项目。该项目一期拟投资 1.2 亿元，后续根据市场需求逐步开展二三期投资，共约 6.2 亿元。

项目引进国内先进的反应釜和精馏塔设备，采用国内一流的生产技术，生产锂电池电解质新材料双氟磺酰亚胺锂，项目建成后形成一期年产 500 吨双氟磺酰亚胺锂项目，副产有水酸 41 吨/年，副产盐酸 4380 吨/年，副产液化二氧化硫 928 吨/年，副产 98%硫酸 65.7 吨/年及其配套公用工程等设施，用地面积约 4.00 万平方米。江苏华盛的专利技术优势将和浙江三美的氟化工产业链优势相结合，实现双方在锂电池电解液新型材料领域的战略布局和合作共赢。

此外，据公司公告，公司拟由全资子公司福建东莹投资约 2.3 亿元，建设“福建东莹 6000 吨/年六氟磷酸锂及 100 吨/年高纯五氟化磷新建项目”。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。公司主营氟化工产业布局完善、成本控制能力优秀，且财务结构健康、现金流充裕。目前三代制冷剂产品的价格及价差均已进入底部区间，而配额管理即将在立法层面落地，随着供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，我们看好三代制冷剂有望迎来景气反转的拐点，公司将作为行业龙头引领周期反转。未来，公司将积极布局新材料、新能源等业务领域，并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 4.49/6.86/9.77 亿元，同比 102.6%/52.5%/42.5%，摊薄 EPS 为 0.74/1.12/1.60 元，对应 PE 为 35.3/23.1/16.2 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

风险提示：氟化工需求疲弱；新项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2485	2600	2700	2903	营业收入	2721	3544	3978	4578
应收款项	310	439	459	539	营业成本	2310	2743	2869	3074
存货净额	283	318	317	358	营业税金及附加	12	11	12	14
其他流动资产	142	698	435	547	销售费用	49	96	119	115
流动资产合计	4192	5027	4883	5319	管理费用	112	183	166	204
固定资产	762	860	918	977	财务费用	3	(24)	(12)	(25)
无形资产及其他	124	121	119	116	投资收益	28	28	28	28
投资性房地产	154	154	154	154	资产减值及公允价值变动	32	15	15	15
长期股权投资	134	134	134	134	其他收入	(11)	0	0	0
资产总计	5366	6296	6208	6700	营业利润	285	578	867	1240
短期借款及交易性金融负债	0	570	83	0	营业外净收支	10	13	13	13
应付款项	89	117	122	131	利润总额	295	591	879	1253
其他流动负债	266	350	364	392	所得税费用	73	142	195	277
流动负债合计	355	1037	570	523	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	222	449	686	977
其他长期负债	28	29	29	30					
长期负债合计	28	29	29	30	现金流量表 (百万元)				
负债合计	383	1066	600	553	净利润	222	449	686	977
少数股东权益	0	(0)	(1)	(1)	资产减值准备	(5)	1	1	0
股东权益	4982	5230	5609	6149	折旧摊销	95	77	89	98
负债和股东权益总计	5366	6296	6208	6700	公允价值变动损失	(32)	(15)	(15)	(15)
					财务费用	3	(24)	(12)	(25)
关键财务与估值指标					营运资本变动	248	(606)	264	(196)
每股收益	0.36	0.74	1.12	1.60	其它	5	(2)	(1)	(1)
每股红利	0.32	0.33	0.50	0.72	经营活动现金流	533	(94)	1024	864
每股净资产	8.16	8.57	9.19	10.07	资本开支	(118)	(160)	(130)	(140)
ROIC	5%	9%	14%	19%	其它投资现金流	470	0	0	0
ROE	4%	9%	12%	16%	投资活动现金流	355	(160)	(130)	(140)
毛利率	15%	23%	28%	33%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	14%	20%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	12%	17%	23%	28%	支付股利、利息	(196)	(201)	(307)	(437)
收入增长	-31%	30%	12%	15%	其它融资现金流	239	570	(487)	(83)
净利润增长率	-66%	103%	53%	42%	融资活动现金流	(153)	369	(794)	(521)
资产负债率	7%	17%	10%	8%	现金净变动	734	115	100	203
息率	1.2%	1.3%	1.9%	2.8%	货币资金的期初余额	1751	2485	2600	2700
P/E	71.5	35.3	23.1	16.2	货币资金的期末余额	2485	2600	2700	2903
P/B	3.2	3.0	2.8	2.6	企业自由现金流	404	(300)	855	675
EV/EBITDA	48.7	28.8	18.3	12.9	权益自由现金流	644	288	378	611

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 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 楼
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