

# 制冷剂行情走高、含氟新材料热度迭起， 业绩底部修复增长动力十足

——三美股份（603379）首次覆盖

买入（首次）

2021年10月21日

## 投资要点：

**专注氟化工产业二十年，产品销往全球百余国家：**三美股份自2001年成立至今始终专注于氟化工业务，现已成为国内氟化工领军企业之一，公司主营业务包括含氟制冷剂、氟化氢以及氟发泡剂三大板块，其中含氟制冷剂是公司主要收入来源，2021H1 板块收入占比高达75.85%。现公司产品已通过多项权威体系认证，品质广受下游客户认可，并销往全球六大洲涵盖超100个国家和地区，是国内外知名汽车、空调生产企业的冷媒供应商，业务订单量有所保障。

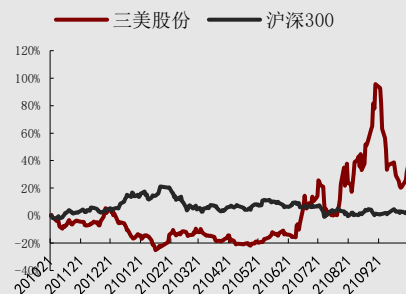
**制冷剂行业拐点已至，公司业绩即将迎来转折点：**公司目前拥有三代制冷剂合计产能16.7万吨，各细分产品产能在全国均位居前三，同时能够在此基础上生产混合制冷剂R404a、R407a、R507等，充分满足客户多样化需求。基于目前我国制冷剂由二代向三代过渡、四代短期难以大规模应用的背景，后续三代制冷剂的占有率有望稳步提升。而事实上三代制冷剂已于2020年进入基线年，制冷剂生产企业2020年以来不惜牺牲业绩、压低价格抢占三代制冷剂配额市场，公司业绩于2020年降至“冰点”。如今三代制冷剂价格及价差在成本端、需求端以及供应端多重因素刺激下显著回暖。行业“寒冬”已过，公司业绩已迎来转折，预计下半年起公司营收及盈利水平将逐步进入上行通道。且未来随着三代制冷剂配额管理、行业集中度提升，公司行业领先的产销规模所带来的成本优势将进一步凸显。

**转型高附加值氟化工品延伸，业务结构升级进行时：**储能、电动车等新能源行业发展热潮带动了对中上游PVDF、六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂等高附加值氟化物的需求爆发，预计2021-2025年六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂需求复合增速在35%以上，PVDF需求复合增速在20%左右。新能源材料需求短期快速增长，但上游原料端开工受限、原材料成本制约等因素，导致其自身价格暴涨的同时带动了如R142b等原材料价格的水涨船高。公司基于多年优化制冷剂生产工艺的技改经验，以及在无水氟化氢、R142b等原材料端的优势，正积极布局VDF、PVDF、六氟磷酸锂以及双氟磺酰亚胺锂，现已成为业内布局下游新材料领域最全的氟

## 基础数据

总股本(百万股)	610.48
流通A股(百万股)	193.06
收盘价(元)	26.89
总市值(亿元)	164.16
流通A股市值(亿元)	51.91

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

**分析师：** 黄侃  
执业证书编号： S0270520070001  
电话： 02036653064  
邮箱： huangkan@wlzq.com.cn

**研究助理：** 郝占一  
电话： 01056508507  
邮箱： haozy@wlzq.com.cn

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2720.73	5024.04	6070.80	6846.54
增长比率(%)	-31	85	21	13
净利润(百万元)	221.85	557.02	865.34	1434.18
增长比率(%)	-66	151	55	66
每股收益(元)	0.36	0.91	1.42	2.35
市盈率(倍)	74.69	29.47	18.97	11.45
市净率(倍)	3.29	2.96	2.56	2.09

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

化工企业之一。待 2022 年末至 2023 年各类新材料陆续投产，公司在迎来新的业绩增长点的同时也有望迎来一轮估值提升的过程。

**盈利预测与投资建议：**结合我们对于未来制冷剂价格走势的判断，我们预计 2021-2023 年公司现有主营业务的营业收入将分别为 50.24/60.71/68.47 亿元，EPS 分别为 0.91/1.42/2.35，对应的 P/E 分别为 29.5/19.0/11.5（对应 10 月 20 日收盘价 26.89 元）。首次联合覆盖，给予“买入”评级。

**风险因素：**制冷剂生产水平不及预期风险，产品下游需求及出口需求不及预期风险，制冷剂价格不及预期风险，氟化工产品出口需求不及预期风险，高附加值氟化盐项目生产研发进展不及预期风险。

正文目录

1 公司简介 .....	5
1.1 公司背景及股权结构 .....	5
1.2 公司主营业务概述 .....	6
1.3 公司财务情况分析 .....	8
2 国内氟碳化学品领军企业，品类丰富产能领先 .....	11
2.1 氟碳化学品管控趋严，三代制冷剂进入基线年中期 .....	11
2.2 制冷剂价格进入上行通道，行业拐点将至 .....	15
2.3 公司制冷剂产品品类丰富产能领先，业绩即将迎来底部上行拐点 .....	17
3 新能源新材料需求爆发，公司积极寻求转型升级 .....	19
3.1 海内外需求共振，电动车迎来爆发期 .....	19
3.2 电化学储能迎来春天，储能电池成为新增长点 .....	20
3.3 氟化工领域新能源材料需求测算 .....	21
3.4 三美股份积极布局高附加值新材料寻求产业升级 .....	23
4 公司市场估值分析 .....	24
5 盈利预测及假设 .....	25
6 风险提示 .....	26
图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 公司股权结构 .....	5
图表 3: 公司主营化工产品 .....	6
图表 4: 主营业务分板块营收（亿元） .....	7
图表 5: 2020 主营业务毛利贡献率 .....	7
图表 6: 主营业务分板块毛利（亿元） .....	7
图表 7: 主营业务分板块毛利率（%） .....	7
图表 8: 分地区营收（亿元） .....	8
图表 9: 营业收入及同比增长率 .....	9
图表 10: 归母净利润及同比增长率 .....	9
图表 11: 销售毛利率及净利率（%） .....	9
图表 12: 三美股份三费（万元） .....	10
图表 13: 三费率（%） .....	10
图表 14: 公司在建工程（万元） .....	10
图表 15: 公司现金流量（亿元） .....	10
图表 16: 资产负债率走势（%） .....	11
图表 17: 氟碳化学品单质产业链 .....	12
图表 18: 主要氟碳化学品单质用途 .....	12
图表 19: 历代制冷剂介绍 .....	13
图表 20: 二、三制冷剂削减时间表 .....	13
图表 21: 制冷剂下游需求结构 .....	14
图表 22: 我国空调、汽车、冰箱产量（万台/万辆） .....	14
图表 23: R134a 近一年价格走势及价差（元/吨） .....	15
图表 24: R125 近一年价格走势及价差（元/吨） .....	15
图表 25: R32 近一年价格走势及价差（元/吨） .....	16
图表 26: R22 近一年价格走势及价差（元/吨） .....	16
图表 27: 制冷剂上游原材料价格走势（元/吨） .....	16

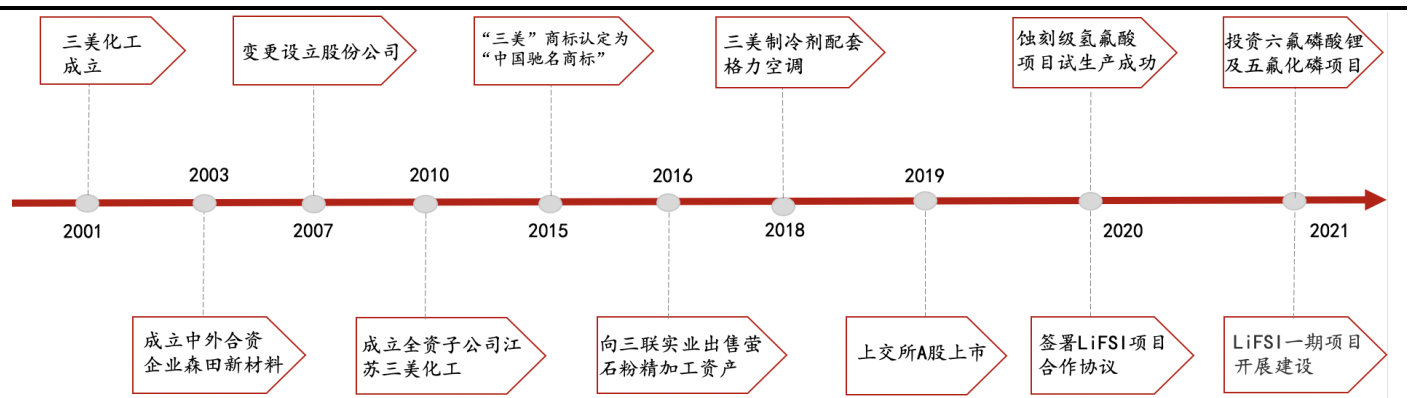
图表 28: 公司氟制冷剂、氟发泡剂、无水氟化氢产能/配额 (万吨) 及占有率情况 (%) .....	17
图表 29: 公司氟制冷剂产销量 (吨) 及产销率 (%) .....	18
图表 30: 公司氟发泡剂产销量 (吨) 及产销率 (%) .....	18
图表 31: 公司氟化氢产销量 (吨) 及产销率 (%) .....	18
图表 32: 公司及同行制冷剂板块毛利率对比 (%) .....	19
图表 33: 2015-2030E 全球新能源汽车销量及预测 (百万辆) .....	19
图表 34: 2016-2025E 动力电池出货量及预测 (GWh) .....	20
图表 35: 2021-2026 年全球储能电池市场规模预测 (亿元) .....	21
图表 36: 全球六氟磷酸锂需求预测 (万吨) .....	21
图表 37: 我国六氟磷酸锂需求预测 (万吨) .....	21
图表 38: 我国及全球电池级 PVDF 需求预测 (万吨) .....	22
图表 39: R142b 近一年价格走势及价差 (元/吨) .....	23
图表 40: 三美股份下游布局 .....	24
图表 41: 可比公司估值情况 (截至 2021-10-15) .....	24
图表 42: 公司未来 3 年营收预测 .....	25

## 1 公司简介

### 1.1 公司背景及股权结构

浙江三美化工有限公司设立于2001年，主营萤石粉精加工、无水氟化氢、工业氢氟酸、氟制冷剂等氟化工产业链业务。2002年，公司与日本森田化学工业株式会社合资成立浙江森田新材料有限公司，继承日本母公司的先进氟化工制造技术，专注超纯半导体用化学材料的开发与研究。2007年，三美化工完成股份制改革并更名为浙江三美化工股份有限公司。三美股份一直致力于成为国内外一流制冷剂、发泡剂及基础氟化学品制造商，把“三美”品牌打造成氟化工领域的全球化品牌，并在2015年成功获得“中国驰名商标”认定。2016年，三美股份出售萤石粉精加工资产，至此公司关于上游萤石浮选、精加工等资产均转让给三联实业，现三联实业为三美股份重要萤石原材料供应商之一。2018年，三美制冷剂凭借优良的产品品质和完善的产业链正式成为珠海格力电器股份有限公司的制冷剂配套供应商。2019年，三美股份成功在上交所挂牌上市（股票代码：603379）。公司上市后，瞄准半导体、锂电池新材料领域布局发力，2020年与江苏华盛锂电签署含氟新材料双氟磺酰亚胺锂(LiFSI)项目合作协议，并成功试生产蚀刻级氢氟酸。今年八月，三美股份再度宣布以全资子公司为主体投资建设六氟磷酸锂及五氟化磷项目，且目前双氟磺酰亚胺锂(LiFSI)一期项目已开展建设。

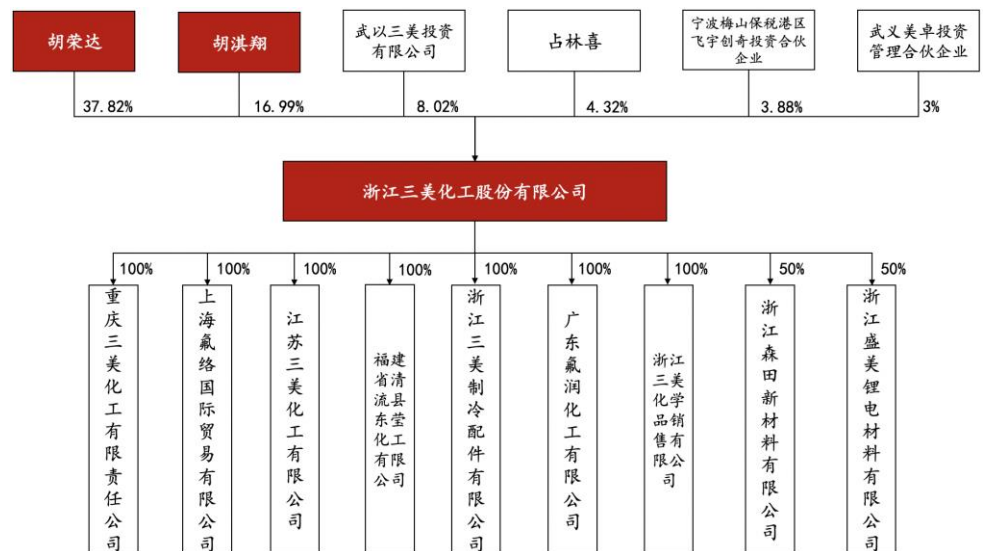
图表1: 公司发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、万联证券研究所

三美股份实际控制人为公司创始人胡荣达及其子董事长胡淇翔，二人直接持股比例分别为37.82%和16.99%，另外两位实控人直接控制的武义三美投资有限公司持有公司股份8.02%。公司已在海内外设立多家子公司以便开展氟化工各项产销业务、提升影响力。在半导体、锂电池等新材料领域，三美以合资成立公司等形式陆续切入新赛道，以森田新材料与盛美锂电材料为主导同时布局发力。

图表2: 公司股权结构



资料来源: WIND、万联证券研究所

## 1.2 公司主营业务概述

三美股份专注于氟碳化学品与无机氟产品的研发、生产及销售，并不断往氟化工产业链上下游延伸，具体业务包括含氟制冷剂、氟化氢、氟发泡剂等氟化工板块。

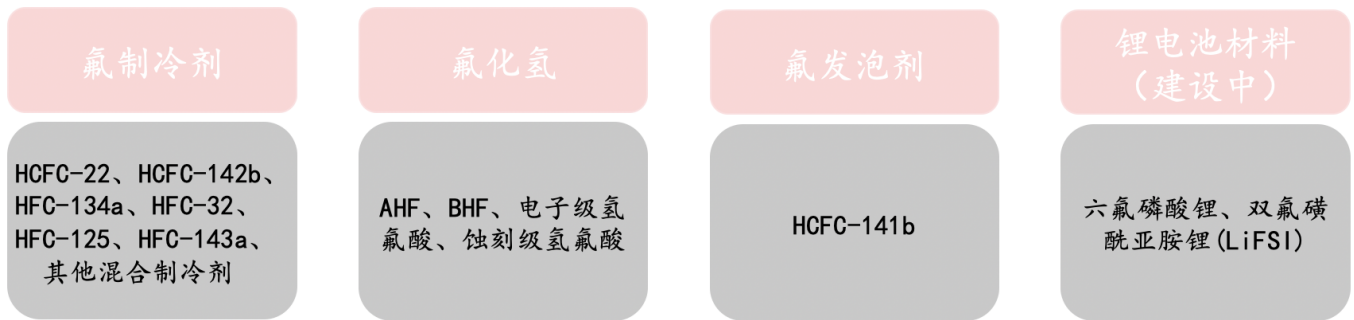
**氟制冷剂:** 三美股份成立以来始终致力于成为氟制冷剂的专业制造商，氟制冷剂产品涵盖第二代HCFCs类制冷剂 (R22、R142b)、第三代HFCs类制冷剂 (R134a、R125、R143a、R32) 以及其他混配制冷剂等。在蒙特利尔议定书以及基加利修正案背景下，公司氟制冷剂的生产配额与产能规模极具竞争力。目前公司二代制冷剂R142b、R22生产配额位于行业前列。另外公司现有6.5万吨/年的R134a、5.2万吨/年的R125、4万吨/年的R32三代制冷剂产能。

**氟发泡剂:** 公司氟发泡剂板块主要产品为R141b，即二氯一氟乙烷，用于替代CFC-11作为聚氨酯硬泡生产的发泡剂。由于R141b属于含氢氟氯烃类ODS，因此也在2013年开始实施配额生产并逐年削减，公司具备3.56万吨/年R141b产能，2020年生产配额2.8万吨，占比全国配额50%以上，是绝对意义上的氟发泡剂龙头。氟发泡剂与氟制冷剂一直是公司的高毛利板块，虽然近年随着配额争夺战的打响，制冷剂产品高毛利不再，但氟发泡剂板块依然保持着40%以上的高毛利率。

**氟化氢:** 无水氢氟酸是大部分氟碳化学品的上游原材料，公司具有无水氢氟酸产能13.1万吨/年，分布在福建东莹、浙江武义等地，在满足自用于生产氟制冷剂和氟发泡剂的需求后对外销售，为公司带来稳定的上游原料与业绩收入。除此之外，公司氟化氢板块还包括电子级氢氟酸、蚀刻级氢氟酸等产品。与产能过剩的普通氢氟酸相比，高纯度的电子级氢氟酸逆势发展，公司旗下联营企业森田新材料已完成蚀刻级氢氟酸的试生产，并开始投放市场。

图表3: 公司主营化工产品

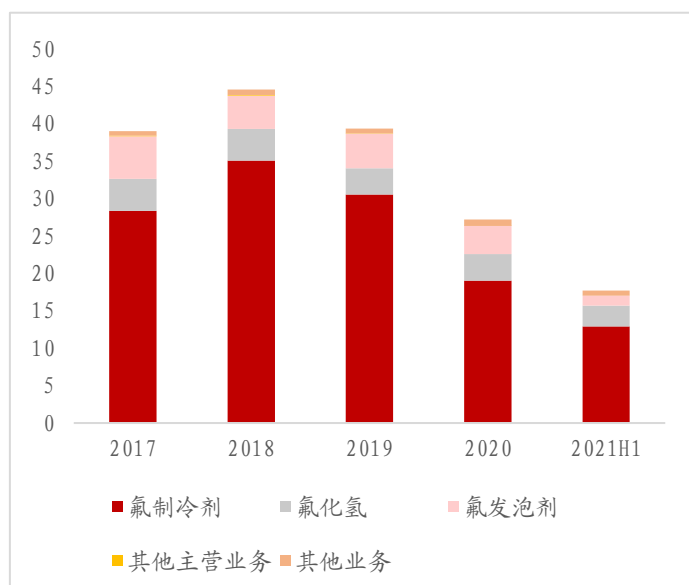
氟化工



资料来源：公司官网、万联证券研究所

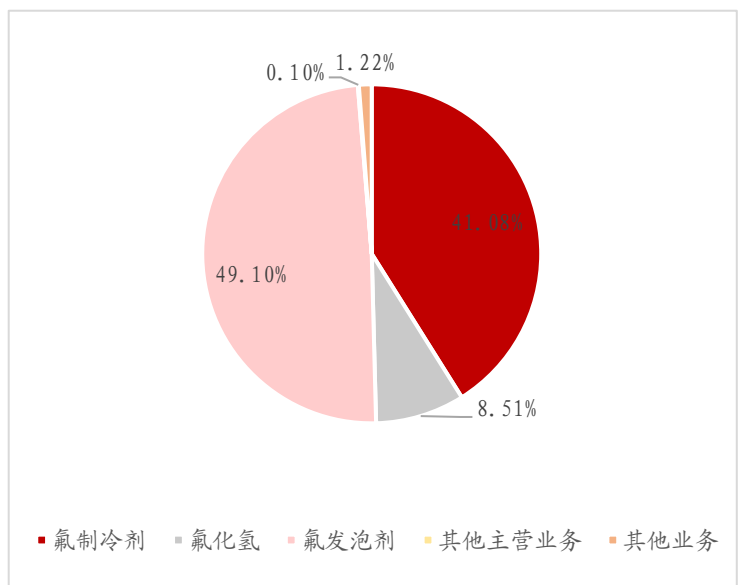
制冷剂为主要板块，氟发泡剂撑起利润规模。2020年以来，第三代制冷剂开启了抢夺配额的争夺价格战，供过于求矛盾持续加剧，整体盈利大幅下降，板块毛利率下降到个位数。2021年上半年仍为生产配额基准年，制冷剂价格仍位于底部，但需求有所回暖，2021H1公司化工新材料板块实现营业收入12.91亿元，同比增长24.02%，板块收入占比达75.85%，盈利能力仍处于较低水平。而氟发泡剂板块则依旧维持高毛利水平，2020年板块毛利率突破50%，并贡献了公司全年49%的毛利。

图表4：主营业务分板块营收（亿元）



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

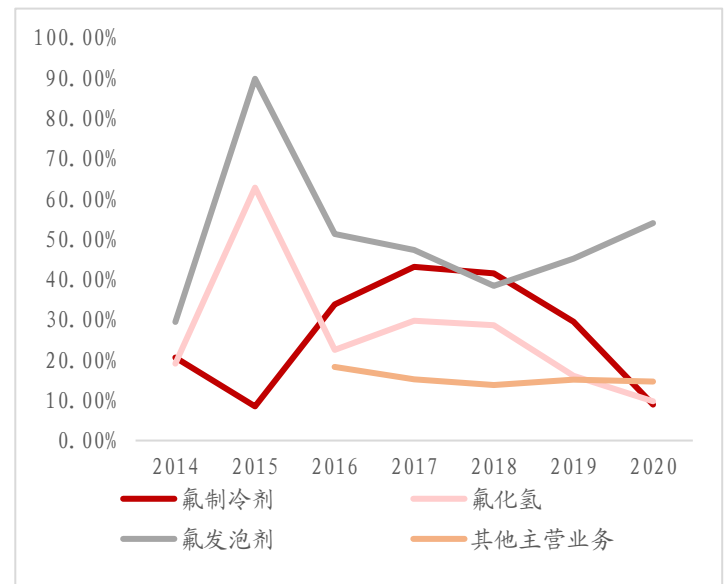
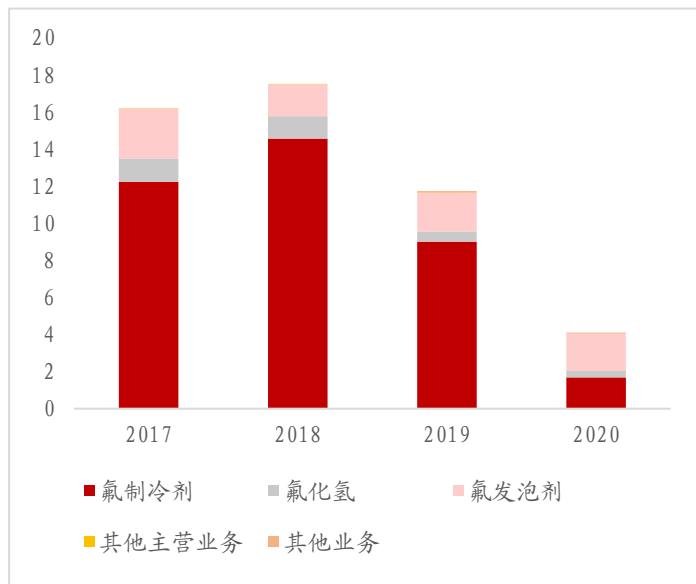
图表5：2020主营业务毛利贡献率



资料来源：WIND、公司公告、万联证券研究所

图表6：主营业务分板块毛利（亿元）

图表7：主营业务分板块毛利率（%）

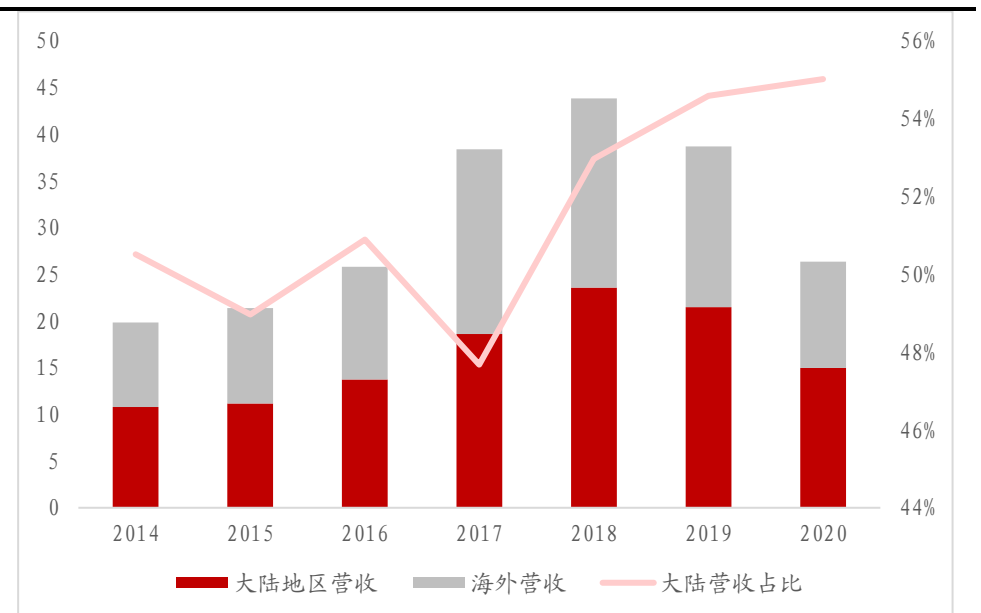


资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

海内外均是公司创收的重要地区,近年来大陆营收占比有所上升。欧美国家淘汰制冷剂的进程比发展中国家快10年左右,本土供给端的大幅削减以及氟化工产业向我国的转移,激发了海外从中国进口制冷剂的需求。公司除了向欧美地区出口第二代制冷剂产品,也向亚非拉国家及地区销售二、三代制冷剂,境外销售成为公司营收的重要组成部分。2020年由于新冠疫情、贸易摩擦、加强国内市场拓展等原因,三美股份实现大陆地区营收14.97亿元、海外营收11.39亿元,大陆地区营收占比达55.02%,同比上升0.43pct。

图表8: 分地区营收 (亿元)



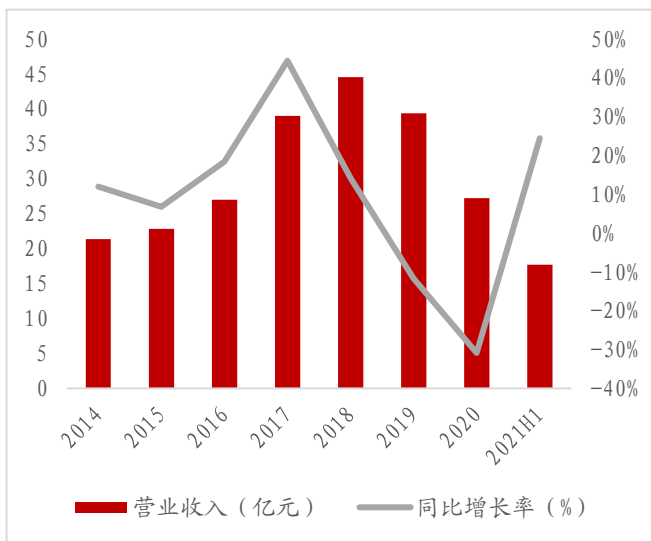
资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

### 1.3 公司财务情况分析

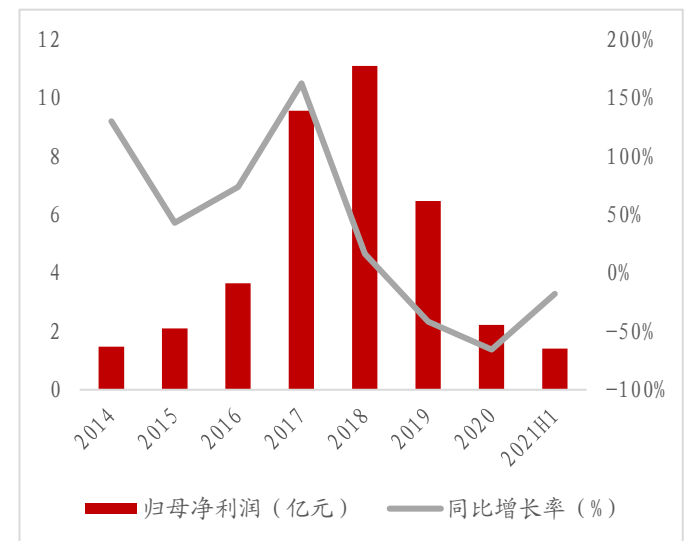


业绩探底回升，行业拐点有望提前到来。2017至2018年，受益于供给侧结构性改革推进、化工安全环保监管趋严以及下游需求回升、三代制冷剂加速推广等因素，氟制冷剂整体经历了一轮价格大幅上涨的行情，公司收入与毛利率水平大幅提升。但自此之后，随着各大制冷剂厂商产能大规模投产，行业供需结构逐渐被恶化，愈发严重的供过于求导致制冷剂产品价格回落，加上抢夺配额引发的价格战，公司业绩受到严重影响。2021年以来，制冷剂市场供需结构改善明显，叠加上游原材料价格上涨，三代制冷剂价格开始从底部回升，二代制冷剂在配额已大量消耗、后续可生产/外销的配额余量吃紧支撑下，价格持续坚挺上行。主产品景气上行支撑公司整体业绩有所好转，2021H1公司实现营业收入17.68亿元，同比增长24.46%；实现归母净利润1.41亿元，毛利率17.79%，同比上升2.68pct。

图表9: 营业收入及同比增长率



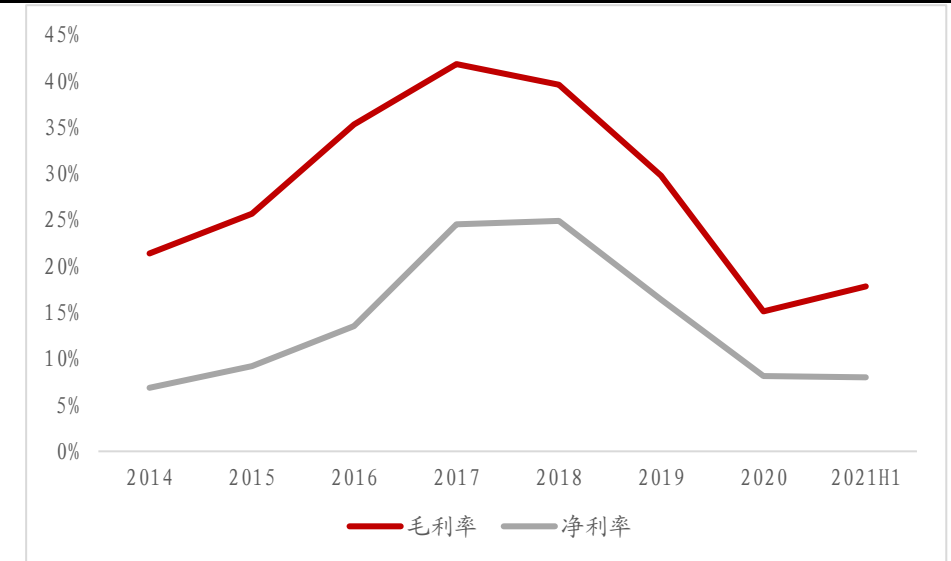
图表10: 归母净利润及同比增长率



资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

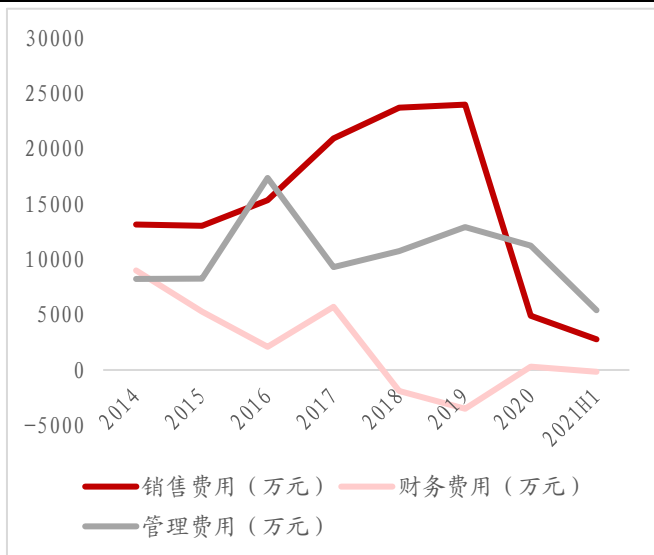
图表11: 销售毛利率及净利率 (%)



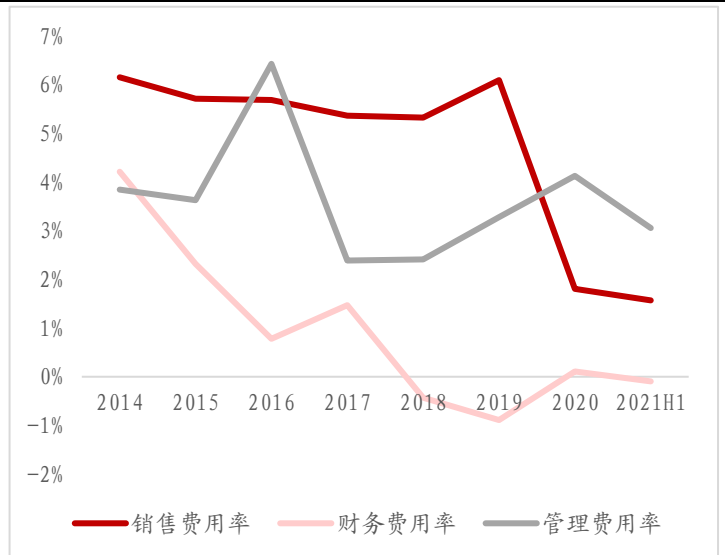
资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

费用率方面，自2020年起公司按新收入准则将运费等相关费用转入营业成本，导致销售费用与销售费用率出现大幅下滑，公司全年销售费用率为1.81%，较2019年下降4.29pct。管理费用方面，2020年管理费用率为4.13%，较上年上升0.85pct，主要系公司管理费用下降幅度不及营业收入下降幅度。而由于公司出口业务规模较大，汇兑损益会很大程度上影响财务费用，2020年财务费用率为0.11%，较上年小幅上升1.00pct。

图表12: 三美股份三费 (万元)



图表13: 三费率 (%)



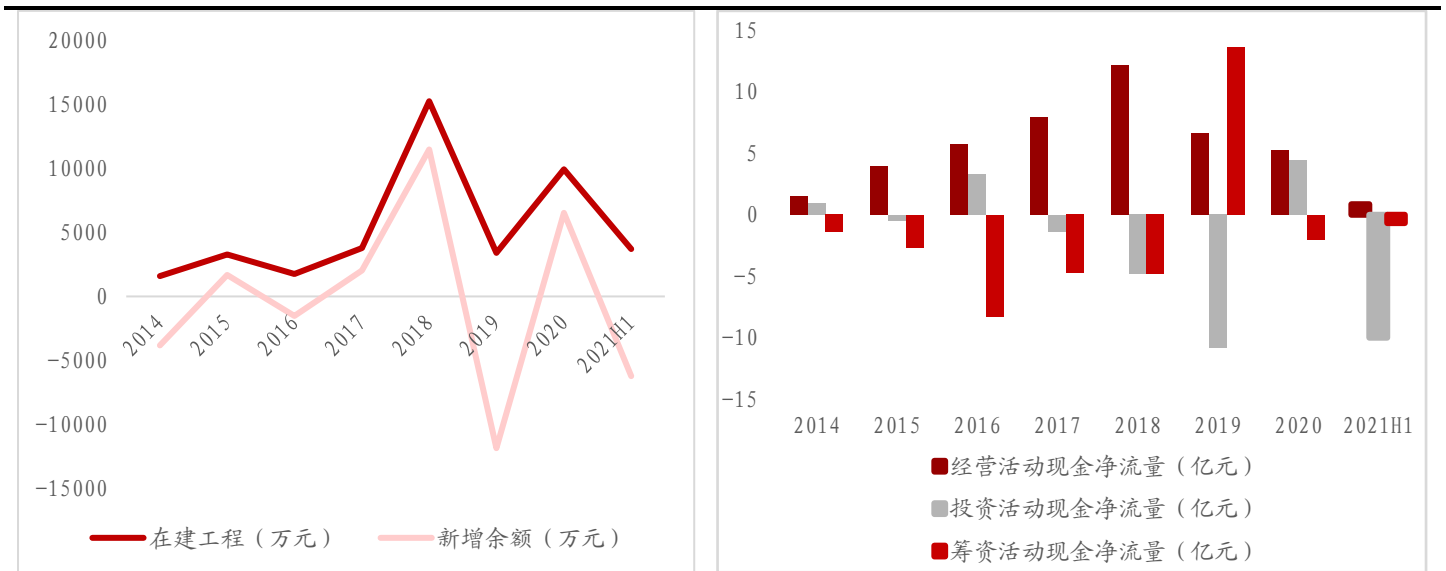
资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

**项目投建稳中求进，现金管理张弛有度。**公司项目投建时机恰当，在业绩最好的2018年扩建三代制冷剂产能、在完成IPO的后一年进行供热系统改造项目。2021年半年报公司在建工程余额3707.4万元，较2020年年报减少6210.05万元，2021年8月，公司瞄准锂电池材料领域，公告全资子公司拟投资2.3亿元建设6000t/a六氟磷酸锂及100t/a高纯五氟化磷项目，整体投建节奏稳中求进。现金流量方面，三美一直注重现金管理，灵活根据经营活动的现金情况调整理财产品、分红等现金支出，2021H1公司经营活动现金净流量0.85亿元、投资活动现金净流量-10亿元、筹资活动现金净流量-0.67亿元，分别同比增长-80.14%、-301.66%与60.89%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加、购买理财产品增加、现金分红减少所致。

图表14: 公司在建工程 (万元)

图表15: 公司现金流量 (亿元)

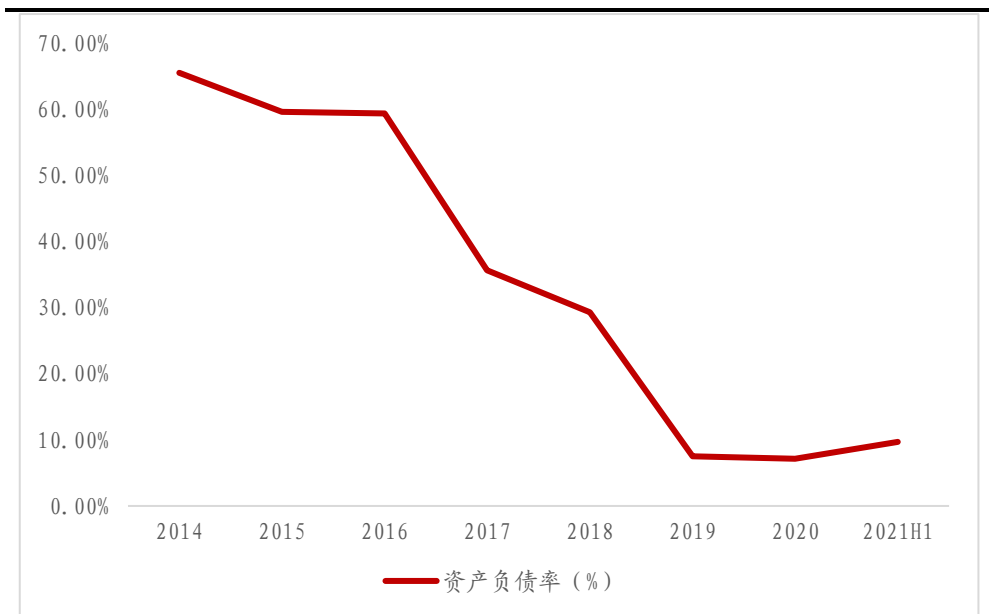


资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

三美股份同样注重债务管理, 近几年不断减少债务负担, 2019年IPO完成后, 公司资产规模大增, 资产负债率显著下滑。2021H1公司资产负债率为9.67%, 同比2020年上升2.53pct, 主要系报告期内应付票据与应付账款增加所致。

图表16: 资产负债率走势 (%)



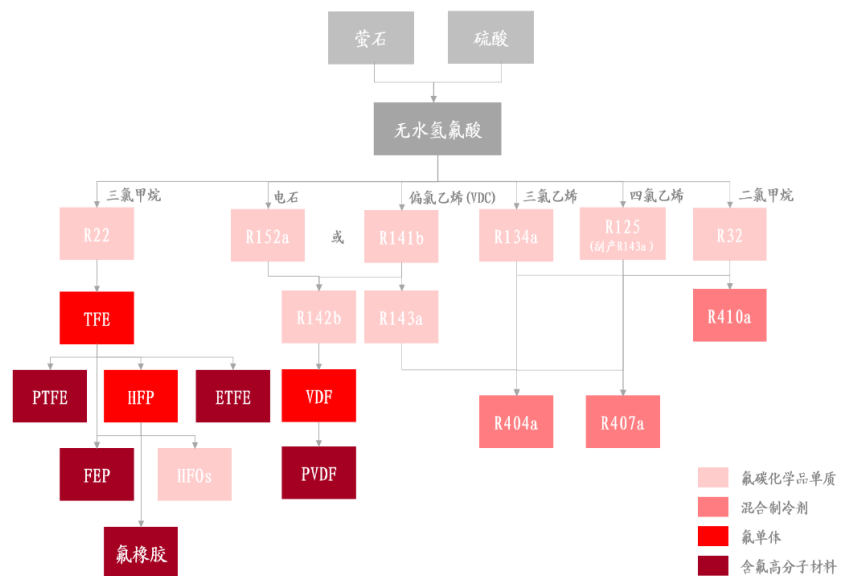
资料来源: WIND、公司公告、万联证券研究所

## 2 国内氟碳化学品领军企业, 品类丰富产能领先

### 2.1 氟碳化学品管控趋严, 三代制冷剂进入基线年中期

萤石 (主要成分氟化钙) 是氟化工产业链上游主要原材料, 我国基于萤石储量全球第二的资源优势大力发展氟化工, 现已成为氟化工大国, 是氟化工产品及其原材料的主要出口国。氟碳化学品是氟化工中占比最大的产品品类, 可用作制冷剂、发泡剂、灭火剂、精密部件清洗剂等, 其中制冷剂是氟碳化学品的主要应用, 另外部分氟碳化学品单质也是含氟高分子材料的主要原材料。

图表17: 氟碳化学品单质产业链



资料来源: 公司公告、公开资料整理、万联证券研究所

图表18: 主要氟碳化学品单质用途

所属品类	简称	用途
HCFCs	R22	二氟一氯甲烷, 使用最广泛的二代制冷剂, 用于工业、商业、家庭空调系统制冷剂, 以及含氟高分子材料原材料。
	R142b	二氟一氯乙烷, 于高温环境下的制冷空调系统、热泵、多种混配冷媒的组分, 以及聚合物(塑料)发泡、恒温控制开关及航空推进剂的中间体, 同时用作PVDF等含氟高分子原材料。
	R141b	二氟一氯乙烷, 用作聚氨酯硬泡发泡剂或电子、仪表行业的高纯清洗剂, 也可用作氟化工原材料。
HFCs	R134a	1,1,1,2-四氟乙烷, 主要用作汽车空调系统制冷, 也可用于冰箱、中央空调、工商业制冷; 用于医药、农药、化妆品及清洁行业中作为催化剂、阻燃剂及发泡剂。
	R125	五氟乙烷, 主要用于混配R404a、R507、R410a等混配制冷剂的重要组分, 用于空调、工商制冷、冷水机组等行业; 也可用作灭火剂。
	R32	二氟甲烷, 主要用于生产R410a等混配制冷剂的重要组分。
	R143a	1,1,1,-三氟乙烷, 主要用作混配R404a、R507等混配制冷剂的重要组分。

资料来源: 公司公告、公开资料整理、万联证券研究所

迄今为止, 制冷剂已发展至第四代: 一代制冷剂CFCs由于会破坏臭氧层、造成温室效应、化学性能不稳定, 现已停止使用。二代制冷剂HCFCs对臭氧层破坏程度较小, 但会造成温室效应。三代制冷剂HFCs已不会破坏臭氧层, 但依旧会造成温室效应。四代制冷剂HFOs不仅不会破坏臭氧层, 且全球变暖潜能值很小, 是近年的新起之秀, 但目前主要专利权和应用权还掌握在海外, 我国仍处于研发测试阶段, 尚未开始大规模应用。因此近几年三代制冷剂仍将占据我国制冷剂市场的主导地位。

图表19: 历代制冷剂介绍

	优/缺点	主流品类	细分产品	生产/使用情况
一代制冷剂	ODP 高; GWP 高; 化学性能不稳定	CFCs (氯氟烃)	R11、R12、R13、 R113、R114、R115 等	现已全面停止使用
二代制冷剂	ODP 低; GWP 略高	HCFCs (氢氯氟烃)	R22、R123、R124、 R141b、R142b 等	发达国家已基本淘汰, 2030 年削减 100%; 我国正处于二、三代制冷剂过渡期, 到 2025 年将削减 67.5%, 2030-2040 年除保留少量维修用途外将全面淘汰。
三代制冷剂	ODP 为 0; 大气停留时间长, GWP 高	HFCs (氢氟烃)	R134a、R125、R32、 R152a、R227ea R410a、R404a 等	发达国家 2018-2019 年开始削减三代制冷剂消费和生产, 2036 年后使用量将削减至其基准值 15% 以内; 我国 2020-2022 年为配额基线年, 2024 年将冻结三代制冷剂的消费和生产于基准值, 2028-2029 年开始削减。
四代制冷剂	ODP=0; 大气停留时间短, GWP 低; 化学性能稳定	HFOs (碳氢氟类)	R1234ze、R1234yf 等	目前主要专利权掌握在国外, 主要应用于欧美发达国家; 对我国及其他发展中国家而言研发、生产及下游转换成本仍较高, 尚未开始规模化应用。

资料来源: 公开资料整理、万联证券研究所整理

注: ODP 值为消耗臭氧潜能值, GWP 值为全球变暖潜能值, 两数值越小说明对环境的影响越小

根据《蒙特利尔议定书》及其基加利修正案, 目前发达国家已基本停止使用二代制冷剂, 三代制冷剂也已进入配额管理、产销量逐步削减的阶段。我国在 2013 年以前二代制冷剂都是主流制冷剂品类, 2015 年开始削减二代制冷剂的产销量, 截至 2020 年已较 2009-2010 年基线水平削减 35%, 现正处于二、三代制冷剂的应用过渡期。而同时我国三代制冷剂也于 2020 年进入了基线年, 到 2024 年, 我国也将进入三代制冷剂的配额管理时代, 以 (100% HFCs 2020-2022 年三年基线年均值 +65% HCFCs 基线年值) 对二、三代制冷剂同时进行配额管理。换句话说, **2020 年-2022 年期间, 企业三代制冷剂销量越高, 2024 年及以后所获得的外销配额也就越高**。因此基于此前二代制冷剂配额管理的经验, 在 2020-2022 年期间国内制冷剂生产企业即使蒙受亏损也要大量地将三代制冷剂销往市场, 以达到抢占未来配额管理阶段三代制冷剂市场话语权的**目的**。未来随着配额落地, 制冷剂行业集中度也将随之提高, 现有制冷剂头部企业有望占据更高比重的市场份额。

图表20: 二、三制冷剂削减时间表

年份	二代制冷剂		三代制冷剂	
	发达国家	发展中国家	大部分发达国家	我国等大部分发展中国家
2010	削减75%	2009-2010		

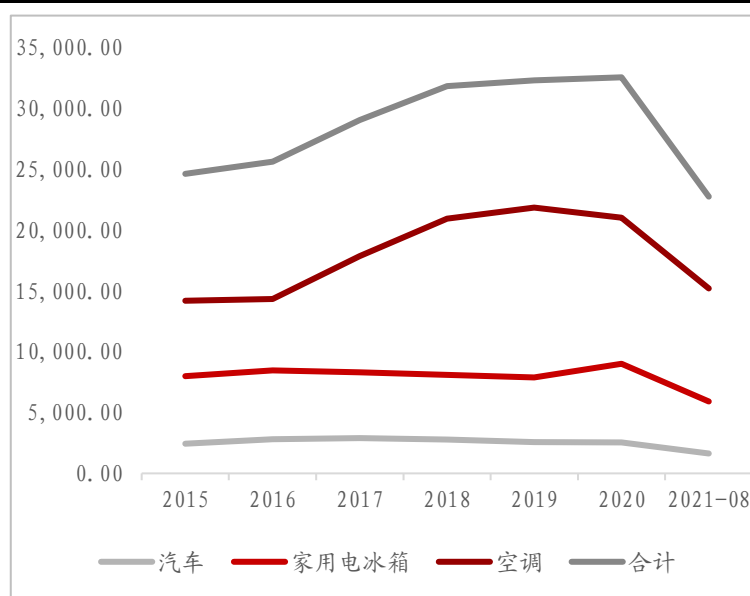
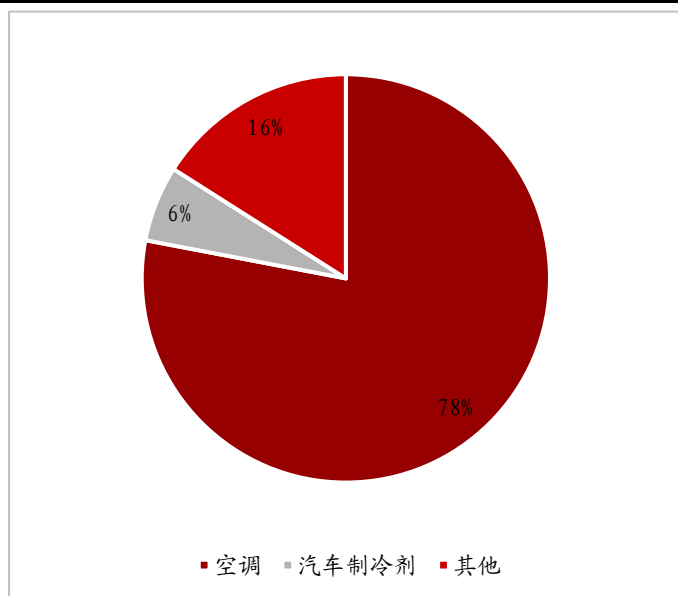
		基线年		
2013		配额冻结在 2009-2010 基准水平	2011-2013 基线年	
2015		削减10%		
2019			削减10%	
2020	削减99.5%， 0.5%供维修	削减35%		
2022				2020-2022 基线年
2024			削减40%	开始配额管理 消费与生产
2025		削减67.5%		
2029			削减70%	削减10%
2030	削减100%	削减97.5%， 2.5%供维修		
2034			削减80%	
2035				削减30%
2036			削减85%	
2040		削减100%		削减50%
2045				削减80%

资料来源：《蒙特利尔议定书》、基加利修正案、万联证券研究所整理

制冷剂主要用于空调，另有少部分用于汽车制冷、冰箱制冷及其他领域。近年我国空调产量稳中有增，截至2021年8月，我国空调累计产量为1.52亿台，同比增长15.6%；汽车、家用电冰箱近年来的产量则相对较为稳定，截至2021年8月，我国汽车和家用电冰箱累计产量分别为1634.3万台和5913.5万台，分别同比增长13.5%、6.7%。在每年空调、汽车、冰箱总体产量整体稳中有增的基础上，已有存量产品每年也会存在一定的维修需求，我们预计未来下游对于制冷剂的需求仍将保持在稳健可观的水平。另外考虑到我国是全球制冷剂等氟化工产品的出口大国，且全球氟化工行业正逐步向我国转移，未来出口需求也将仍然是我国制冷剂行业的重要依托点。

图表21：制冷剂下游需求结构

图表22：我国空调、汽车、冰箱产量（万台/万辆）



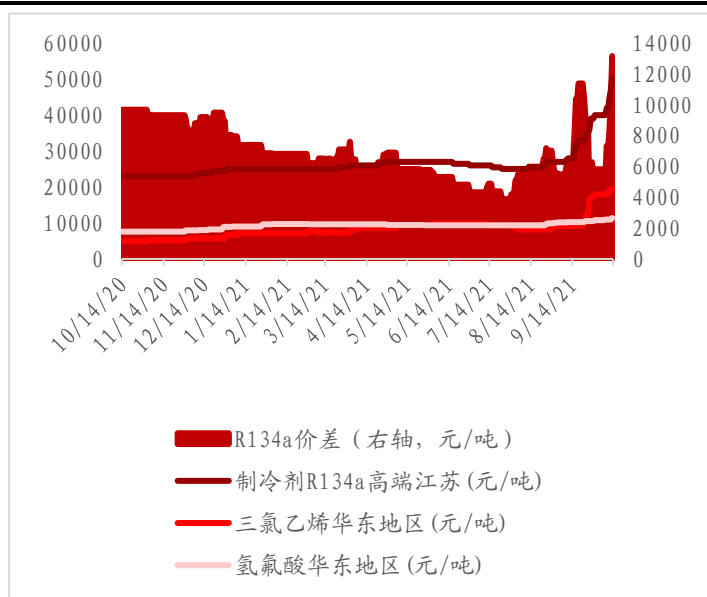
资料来源：华经产业研究院、万联证券研究所

资料来源：WIND、万联证券研究所

## 2.2 制冷剂价格进入上行通道，行业拐点将至

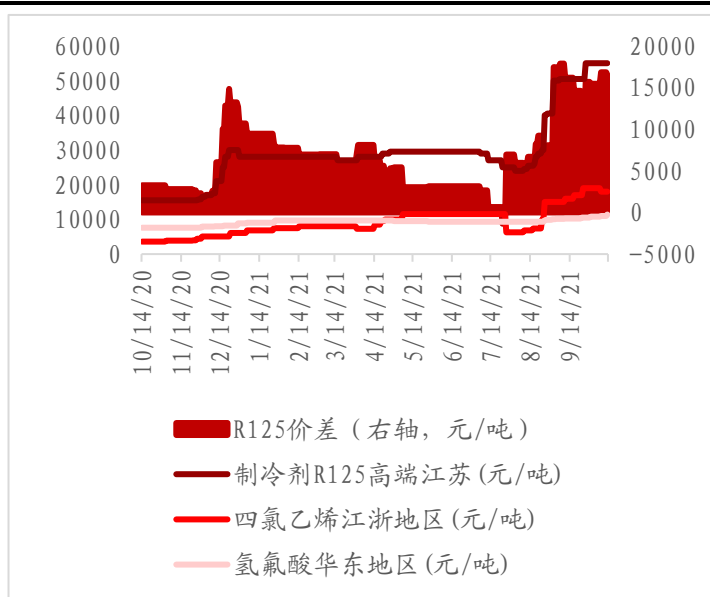
经历了2020年疫情叠加基线首年价格战的“至暗时刻”，制冷剂行业已逐渐迎来了发展拐点。2021年下半年起，在能耗双控趋严开工受限、原材料货源紧张价格大幅上涨等成本面支撑作用下，二、三代主流制冷剂价格开始进入上行区间，据百川盈孚数据显示，截至2021年10月13日R134a价格为5万元/吨、R125价格为5.5万元/吨、R32价格为1.95万元/吨、R22价格为2.6万元/吨。值得注意的是，期间制冷剂价格上行幅度不仅足以覆盖主要原材料氢氟酸、氯化物的价格涨幅，且使得制冷剂价格与原材料成本之间的价差明显转好，其中R134a、R125、R22价差增长可观、R32尽管价差仍为负值，但可见亏损程度已出现明显改善。这就意味着，2021年下半年制冷剂生产企业的盈利水平有望显著修复。

图表23: R134a近一年价格走势及价差 (元/吨)



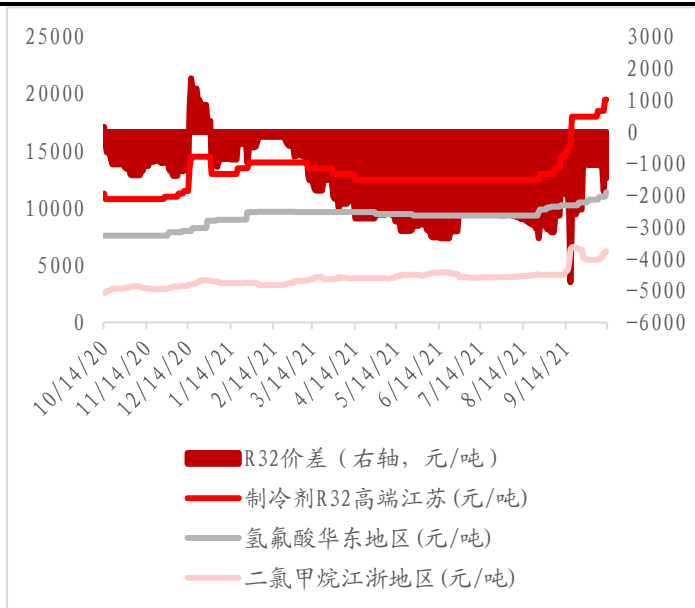
资料来源：百川盈孚、万联证券研究所

图表24: R125近一年价格走势及价差 (元/吨)



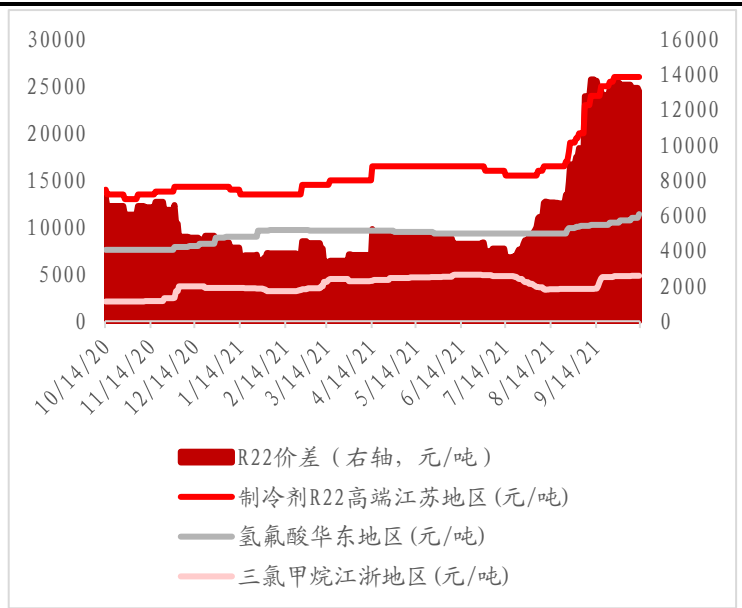
资料来源：百川盈孚、万联证券研究所

图表25: R32近一年价格走势及价差(元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 万联证券研究所

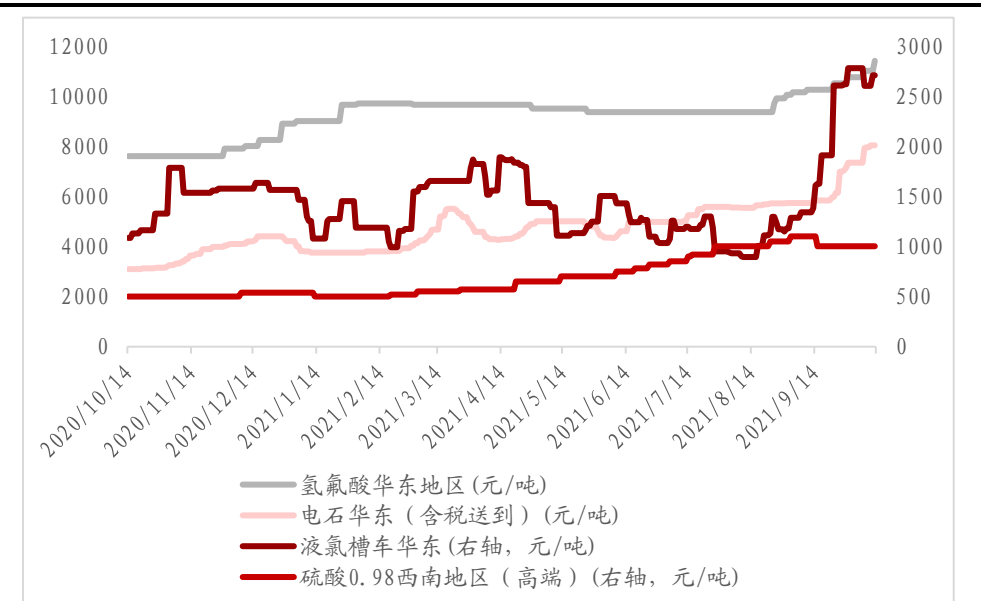
图表26: R22近一年价格走势及价差(元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 万联证券研究所

从供应端来看, 到2022年, 三代制冷剂基线年将进入尾声, 随之而来的将是配额管理, 也就意味着**2022年以后三代制冷剂供应将逐级收紧**。从需求端来看, 短期内在二代制冷剂退出应用舞台的同时四代制冷剂市场难以铺开, **三代制冷剂在整个制冷剂市场中的需求占比将逐级提升**。最后, 再结合成本端能耗管控趋严背景下, 制冷剂及其原材料生产能耗成本提高、原材料供应紧张等因素, **我们认为, 三代制冷剂价格或将就此摆脱低点进入上行通道, 再回落至本轮价格战初期价格水平的可能性不大**。生产企业本轮的盈利水平修复也将并非**是短期趋势, 而是可以随着制冷剂的价格上行逐级改善并企稳的**。

图表27: 制冷剂上游原材料价格走势(元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 万联证券研究所



### 2.3 公司制冷剂产品品类丰富产能领先，业绩即将迎来底部上行拐点

公司主流制冷剂品类产能及配额全国领先。三美股份自2001年成立至今，始终专注于氟化工产品的生产、研发和销售，公司也是工业无水氟化氢、工业氢氟酸、汽车空调用1,1,1,2-四氟乙烷（气雾罐型）等7个国家标准主要起草人。目前公司主营业务为有机氟、无机氟两大系列产品。有机氟产品主要为氟制冷剂以及氟发泡剂，二代制冷剂主要是R22和可用作锂电热门材料PVDF原材料的R142b，两产品除ODS用途之外，用于原材料部分产能均可外销不受配额限制；三代制冷剂单体主要为R125、R32、R134a、R143a，现有合计产能16.7万吨，且各三代制冷剂细分品类产能在全国排名均位居前三，另外公司还在制冷剂单体产能的基础上生产混合制冷剂R404a、R407a、R507等；氟发泡剂主要是R141b，由于其属于HCFC类产品，因此也受到配额限制，2021年公司R141b生产配额为2.8万吨，位居全国第一，另外R141b也是生产R142b的重要上游原料之一，也就意味着公司能够实现R142b原料端的自给自足。无机氟产品则主要是无水氟化氢（AHF）和氢氟酸（BHF）。其中无水氟化氢现有产能为13.1万吨，能够在满足公司自身生产制冷剂过程的原料需求之余，另有4-5成用于对外出售。现公司产品已通过多项权威体系认证，品质广受下游客户认可，现销往全球六大洲涵盖超100个国家和地区，是国内知名汽车、空调生产企业的冷媒供应商。

图表28: 公司氟制冷剂、氟发泡剂、无水氟化氢产能/配额（万吨）及占有率情况（%）

产品名称	产能/2021年ODS用生产配额（万吨）	2021年全国合计有效产能/生产配额（万吨）	产能/配额占有率（%）	产能/生产配额全国排名
R141b	3.56/2.8	5.1（ODS配额）	55.05%	1
R142b	0.42/0.25 原材料用途外销不受限制，全部产能均可外销	1.4（ODS配额）	18.23%（ODS配额）	2（ODS配额）
R22	1.44 /1.18	22.5（ODS配额）	5.25%	5
R134a	6.5	30	21.67%	1
R32	4	50.7	7.89%	3
R125	5.2	28.5	18.25%	3
R143a	1	5.9	16.95%	1
无水氟化氢	13.1	245.4	5.34%	1

资料来源：公司公告、百川盈孚、万联证券研究所

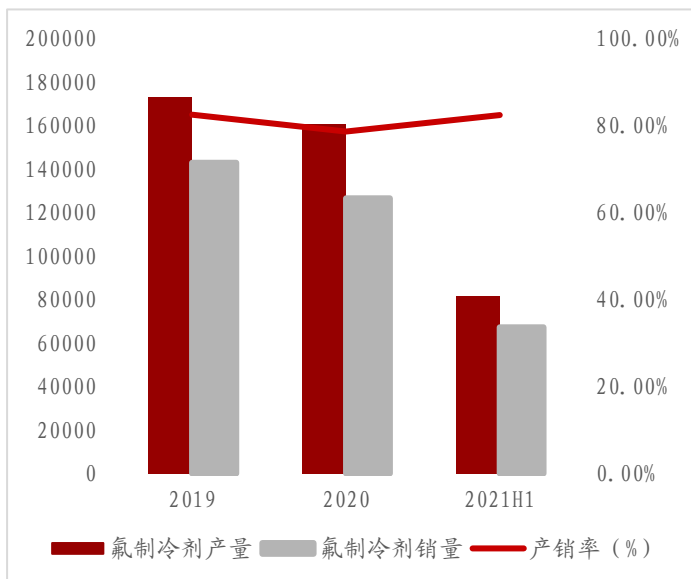
疫情、价格战双重冲击，2020年公司业绩陷入“冰点”。2020年，在全球爆发疫情、下游需求降低的情况下，公司氟制冷剂产销量出现小幅下滑，产销率则依旧维持在80%左右的水平，全年销量和产销率分别为12.65万吨和78.66%，但同时由于制冷剂价格被明显压低，公司整体盈利性大幅走低，2020年全年公司销售毛利率、销售净利率分别下滑至了15.11%、8.14%，同比下滑14.67pct、8.26pct。

下游需求修复，产品销量趋于改善。2021年上半年，随着全球疫情缓解、宏观经济修复，下游空调等行业需求修复，公司主营产品销量情况开始改善，制冷剂销量6.72万吨，同比增长7.49%；氟发泡剂销量0.81万吨，同比下滑21.36%；氟化氢

销量3.75万吨，同比增长49.88%。其中氟发泡剂销量下滑主要原因是HCFC类产品的产销受到管控已进入逐步退出应用的阶段。

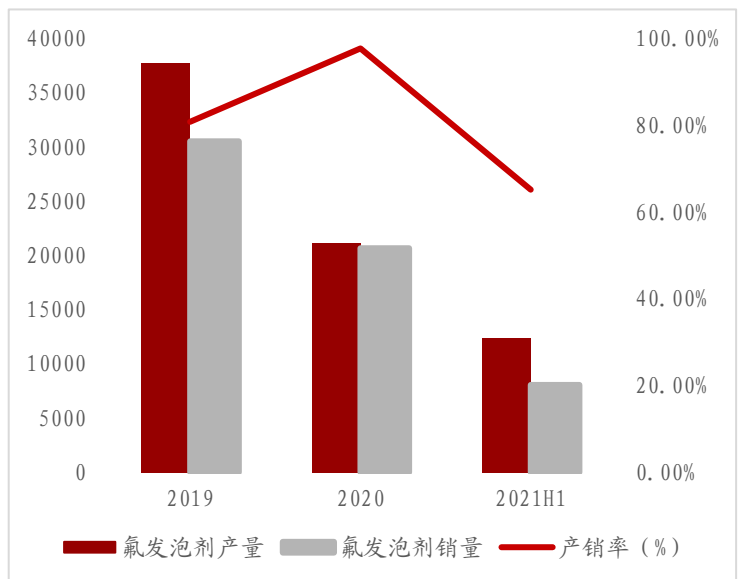
制冷剂价格进入上行通道，业绩水平即将迎来底部翻转。由于三季度中后期开始，制冷剂及氟化氢价格快速拉涨、主流品类价差修复明显。从企业自身角度出发考虑，经历过一年多的“至暗时刻”后重回盈利，后市企业保价维护经营业绩及经营可持续性的可能性较大。再结合我们对于制冷剂价格后续走势的预判，我们认为从2021年三季度起，公司业绩修复的趋势将逐步体现并放大。

图表29: 公司氟制冷剂产销量(吨)及产销率(%)



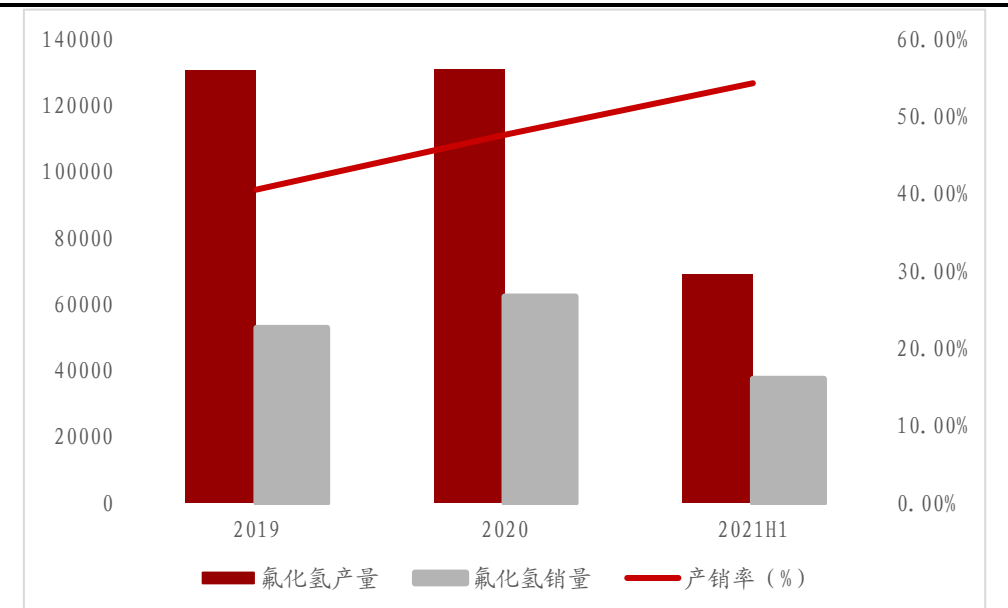
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表30: 公司氟发泡剂产销量(吨)及产销率(%)



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表31: 公司氟化氢产销量(吨)及产销率(%)

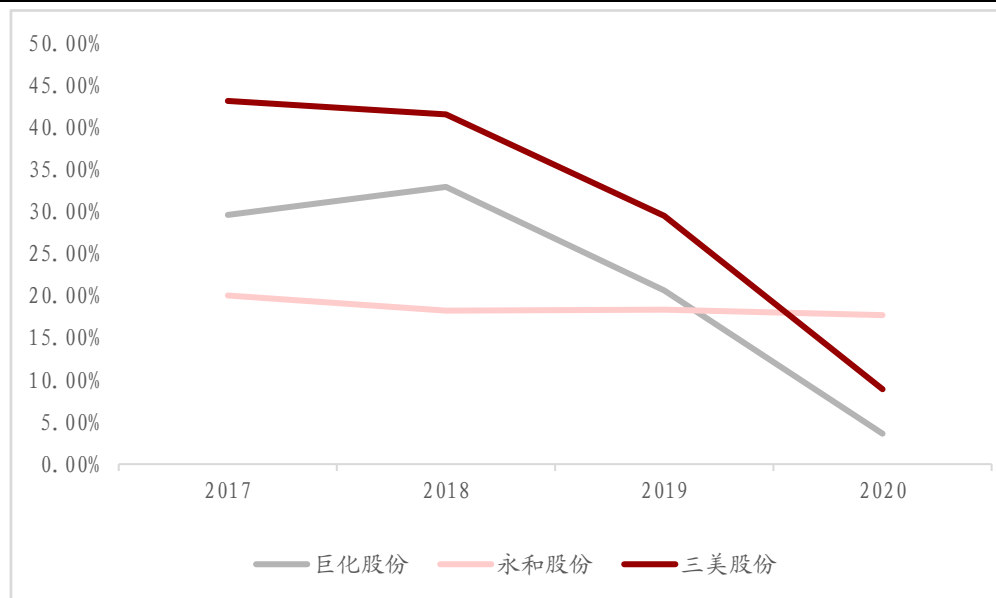


资料来源: 公司公告、万联证券研究所

基于公司在制冷剂行业内领先的产销及产能地位，后续待三代制冷剂正式进入配额管理阶段，与配额较小的企业相比，公司规模优势形成的成本优势将再度凸显。

同时由于20年来坚持不懈的革新生产技术，改进优化生产工艺，公司现已提高产品投入产出率，并通过能量回收利用技术降低了能耗水平，成功实现降本增效，加之公司在制冷剂原料AHF端能够自给自足，在价格战以前即便是与业内产能规模相近的企业相比，公司制冷剂业务的盈利水平依旧能够名列前茅。我们认为，后续在配额管理阶段随着产品价格上涨、价差拓宽，公司毛利率有望逐步回归30%-40%的业内领军水平。

图表32: 公司及同行制冷剂板块毛利率对比 (%)



资料来源: WIND、万联证券研究所

### 3 新能源新材料需求爆发，公司积极寻求转型升级

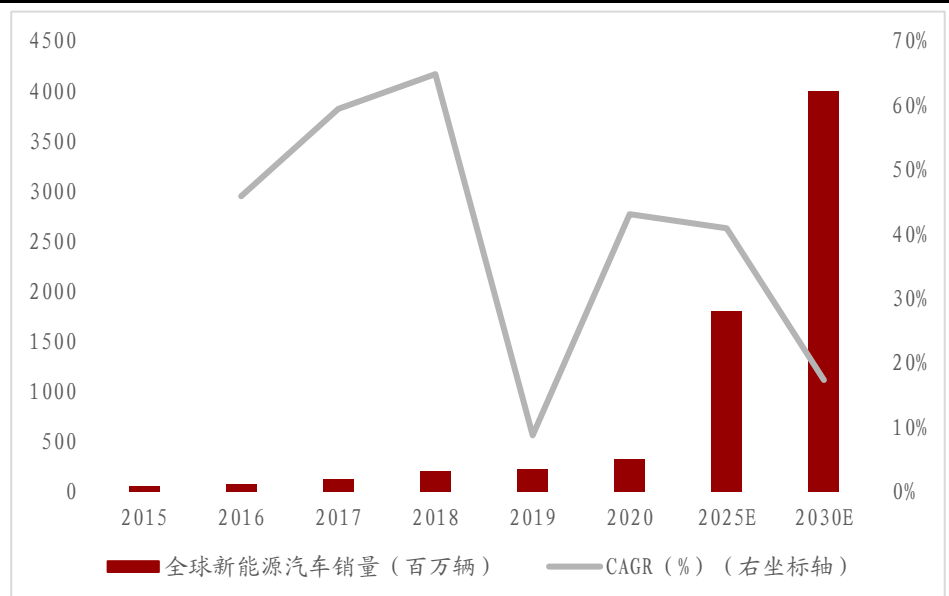
**锂电池为PVDF、LiPF<sub>6</sub>、LiFSI的主要应用场景，新能源拉动下氟化工需求高增。**

近年来，随着锂电池成本快速下降，其应用场景由传统3C领域扩展至新能源的动力以及储能电池领域。随着双碳目标的确立，新能源的中长期成长确定性大幅提高，锂电池需求将迎来爆发，进而大幅提振对PVDF、LiPF<sub>6</sub>、LiFSI等高附加值氟化物的需求。

#### 3.1 海内外需求共振，电动车迎来爆发期

**国内2035年渗透率锚定、海外政策集中释放，电动车销量超预期增长。**去年11月，工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，提出新能源汽车渗透率要在2035年达到20%左右，未来15年新能源汽车产业规模将持续高增。政策刺激下，今年新能源汽车销量屡超预期，全年销量预测从年初的180万辆一路上修至超过300万辆。海外方面，美国补贴政策频出、欧盟维持产业扶持态度，全球电动车需求将持续增长。根据EV Tank预测，到2025年全球新能源汽车销量有望达到1800万辆，未来五年复合增长率超过40%。

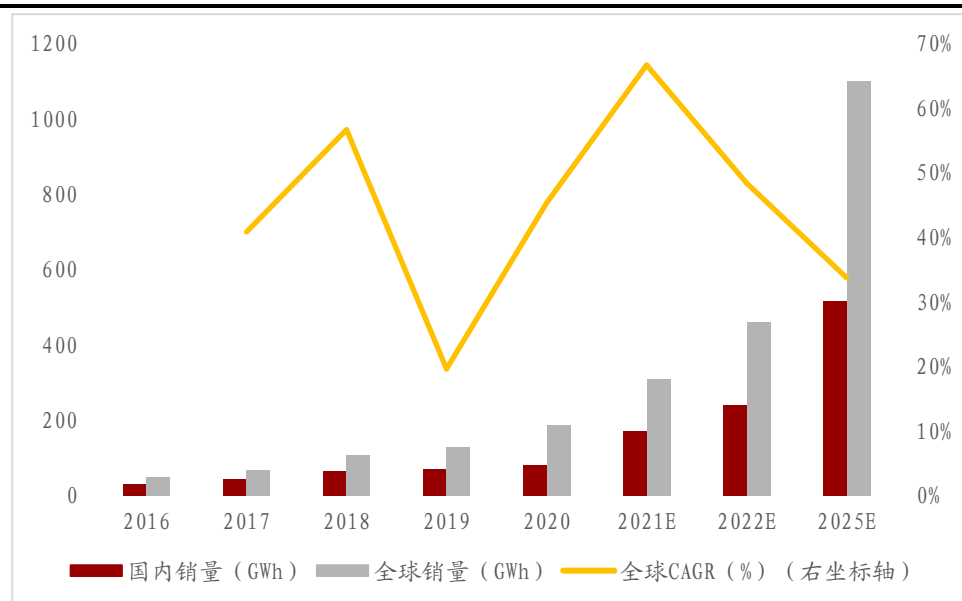
图表33: 2015-2030E全球新能源汽车销量及预测 (百万辆)



资料来源: EV Volumes, EV Tank, 万联证券研究所

**动力电池增速高于电动车，未来前景可观。**作为新能源汽车的主要发展方向，电动车需求基本代表新能源汽车整体景气度，因此电动车的成长确定性较高。而从上游动力电池来看，其行业增速将高于电动车。主要原因有：1、随着未来消费者对续航里程的要求增加，单车带电量将进一步提升；2、存量电动车动力电池退役后带来的替换需求；3、换电模式提升电池需求。根据GGII的预测，到2025年全球动力电池销量将提升1100GWh，未来五年复合增长率达到42.7%。

图表 34: 2016-2025E 动力电池出货量及预测 (GWh)



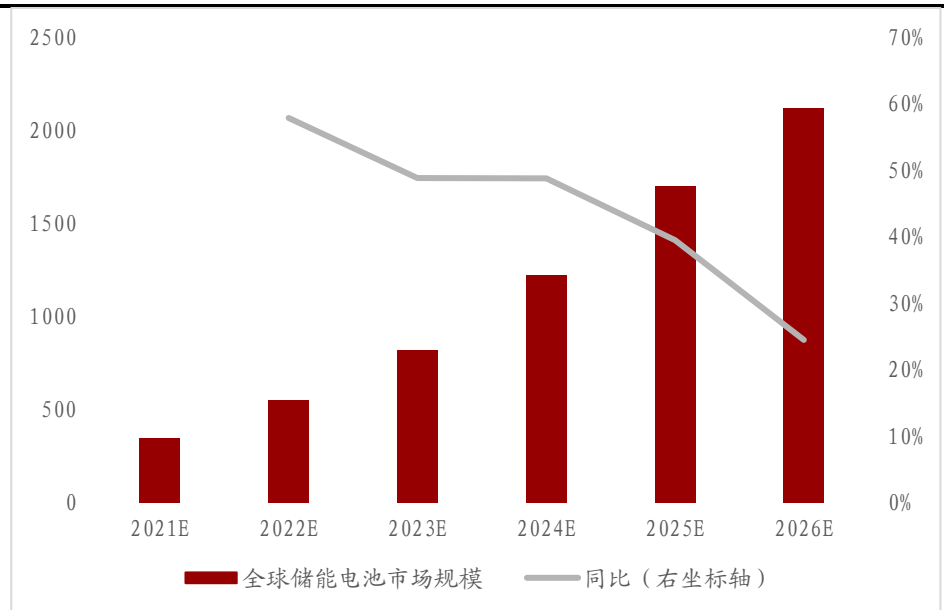
资料来源: GGII, 万联证券研究所

### 3.2 电化学储能迎来春天，储能电池成为新增长点

**新能源发电提振储能需求，储能电池方兴未艾。**除动力电池以外，随着新能源发电占比的提升，近年来储能市场的需求持续提升。而作为重要的新型储能技术，锂电池在储能中的渗透率逐年提升。从国内来看，2021年7月，国家发改委、国家能源局发布了《关于加快推动新型储能发展的指导意见》，提出到2025年新型储

能装机规模将达到30GW以上，较2020年的3.28GW提升逾10倍，年复合增长率超过50%。从全球来看，根据前瞻产业研究院预测，到2026年全球储能电池市场规模将达到2119亿元，21-26年复合增长率达到43.4%。

图表 35: 2021-2026 年全球储能电池市场规模预测 (亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院, 万联证券研究所

### 3.3 氟化工领域新能源材料需求测算

锂电池电解液在电池中起到在正负极之间传导离子的作用，六氟磷酸锂(LiPF<sub>6</sub>)拥有适中的离子迁移数和解离常数、良好的抗氧化性能和铝箔钝化能力，是优质的电解质，也是如今锂电池电解液的重要组成成分之一，约占电解液总成本的43%。新能源大热的当下，六氟磷酸锂需求正随着锂电池出货量高速增长而增长。以平均每GWh锂电池需要1100吨电解液、平均每万吨电解液需要127吨六氟磷酸锂计算，预计到2025年全球六氟磷酸锂需求将超20万吨，2021-2025年复合增速超40%。我国六氟磷酸锂需求量到2025年有望突破10万吨，2021-2025年复合增速约37%。

图表36: 全球六氟磷酸锂需求预测 (万吨)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池总产量 (GWh)	310	460	615	823	1100
储能锂电池产量 (GWh)	50	85	144	245	416
消费锂电池 (GWh)	42	50.4	60.5	72.6	87.1
锂电池总产量 (GWh)	402.0	595.4	819.5	1140.6	1603.1
六氟磷酸锂需求 (万吨)	5.63	8.34	11.47	15.97	22.44

资料来源: GGII、万联证券研究所

图表37: 我国六氟磷酸锂需求预测 (万吨)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池总产量 (GWh)	170	240	310	399	515
储能锂电池产量 (GWh)	26	42	68	111	180
消费锂电池 (GWh)	12	20	24.0	29.0	35.0

锂电池总产量 (GWh)	208.0	302.0	402.0	539.0	730.0
六氟磷酸锂需求 (万吨)	2.91	4.23	5.63	7.55	10.22

资料来源: GGII、万联证券研究所

聚偏氟乙烯树脂(PVDF)具备良好的耐化学腐蚀性、耐高温性、抗氧化性、耐射线辐射性能之余,还具有压电性、介电性、热电性等特殊性能。主要应用于涂料、注塑、锂电、水处理膜以及太阳能背板膜等领域。近来随着锂电池及光伏等新能源产业的快速发展, PVDF需求快速增长,下游需求结构中锂电和光伏所占的比重迅速提升。预计到2025年,全球电池级PVDF需求在中性和乐观情况下分别可以达到16.0和24.0万吨,2021-2025年复合增速在37%左右。其中我国2025年电池级PVDF需求在中性和乐观情况下分别可以达到7.3和11.0万吨,中性估计下2025年我国PVDF总需求量有望达到12.47万吨,2021-2025年复合增速在18%以上。

图表38: 我国及全球电池级PVDF需求预测(万吨)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球锂电池总产量 (GWh)	402	595	819	1141	1603
我国锂电池总产量 (GWh)	208	302	402	539	730
全球电池级 PVDF 需求量 (乐观估计, 万吨)	6.0	8.9	12.3	17.1	24.0
全球电池级 PVDF 需求量 (中性估计, 万吨)	4.0	6.0	8.2	11.4	16.0
我国电池级 PVDF 需求量 (乐观估计, 万吨)	3.1	4.5	6.0	8.1	11.0
我国电池级 PVDF 需求量 (中性估计, 万吨)	2.1	3.0	4.0	5.4	7.3
我国光伏级 PVDF 需求量 (中性估计, 万吨)	0.45	0.52	0.59	0.68	0.78
我国工业级 PVDF 需求量 (中性估计, 万吨)	3.61	3.79	3.98	4.18	4.39
我国 PVDF 合计需求量 (中性估计, 万吨)	6.41	7.33	8.60	10.25	12.47

资料来源: GGII、万联证券研究所

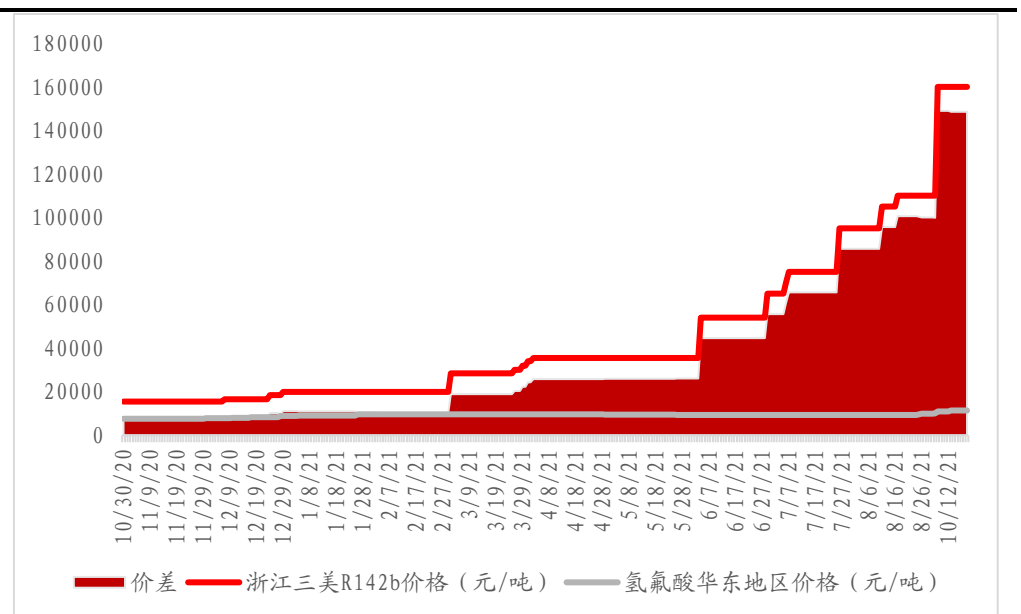
双氟磺酰亚胺锂(LiFSI)拥有更高的导电率、热稳定性更好且不易水解与六氟磷酸锂配比添加至电解液中可以有效提高电池的使用寿命以及安全性能,因此被认为是一种优质的电解质材料。但由于LiFSI研发及应用起步较晚,且其合成工艺复杂、良品率低,目前应用成本还很高,单价高至50万元/吨,因此规模商业化应用比例仍然较低,仅在少部分国外车企高端车型中有所应用。近来,一方面新能源汽车发展提速,提高电池能量密度是必然趋势,采用高镍三元正极材料同时添加LiFSI进行电解液改性是提高电池能量密度的主要途径;另一方面,由于六氟磷酸锂价格宽幅上涨,同时LiFSI随着技术成熟化发展价格有所下滑,两者之间价差缩小, LiFSI的热度快速升温。

### 3.4 三美股份积极布局高附加值新材料寻求产业升级

积极开拓下游，多方向布局新材料领域。公司致力于开发氟化工相关的高附加值产品、拓宽利润空间多年。在半导体领域，公司专注于超纯半导体用化学材料的开发与研究，电子级氢氟酸纯度不断提高，目前2W吨/年蚀刻级氢氟酸已进入市场推广。如今面对持续高景气的新能源赛道，公司背靠自身多年来的生产技术工艺、以及氟化工产业链中上游的原材料优势，现已积极在各热门锂电池材料领域已着手布局。

**PVDF:**目前主流的PVDF制备工艺是由二氟一氯乙烷(R142b)脱氯化氢生成偏氟乙烯(VDF)，再由VDF进行聚合得到聚偏氟乙烯(PVDF)。但R142b作为二代制冷剂受到《蒙特利尔议定书》配额管理，产销水平严格受限。三美股份有R142b产能0.4万吨，除ODS用途外，其余产能用作PVDF原料外销并不受限，现公司R142b可外销产能仅次于华安新材位居全国第二。供给端受到配额限制、下游PVDF旺盛的需求共同造成了R142b在市场上极度供不应求的局面，单吨价格也从年初的2万元飙升至如今的16万元。若以全年R142b均价6.5万元/吨、成本1.9万元/吨粗略计算，0.4万吨R142b能为公司带来近2亿元的毛利。除了享受锂电原材料价格上涨的红利之外，公司现已计划向下游拓展，与武汉经济开发区签约了年产18000吨偏氟乙烯(VDF)建设项目，并计划进一步向下游PVDF延伸布局。

图表39: R142b近一年价格走势及价差(元/吨)



资料来源: 百川盈孚、万联证券研究所

**六氟磷酸锂:** 电池电解质方面，公司在2021年8月份公告以全资子公司福建东莹化工为主体投资2.3亿元建设年产6000吨的六氟磷酸锂项目，预计于2023年投产。从六氟磷酸锂的成本结构来看，原材料成本约占65%，其中碳酸锂、五氟化磷/三氯化磷、氟化氢为成本占比最高的三种原材料。公司作为国内无水氟化氢产能第一的企业，在氟化氢环节拥有一定的一体化成本优势之余，多年来在制冷剂生产环节探索出能量及副产物回收利用技术也将在日后生产六氟磷酸锂时沿用，优化六氟磷酸锂生产体系的同时降低能耗。

**双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI)**：在技术难度较高的LiFSI领域，公司选择通过与江苏华盛成立合资公司的方式开展项目建设。以合资公司盛美锂电为主体，拟投资建设年产3000吨双氟磺酰亚胺锂(一期500t/a)项目，项目一期拟投资1.2亿元，后续将根据市场需求逐步开展二三期投资，共约6.2亿元，目前已处于一期项目建设中，预计于2022年下半年至2023年上半年投产。

综合以上三项在建项目，三美股份几乎已经覆盖所有氟化工所能涉及的新能源材料领域，成为了下游新材料领域布局最全的氟化工企业之一，2022-2023年这些新材料将成为公司的全新利润增长点。

图表40: 三美股份下游布局

细分材料领域	具体投产项目	项目投产方式	投资金额	目前进度
PVDF	年产 18000 吨偏氟乙烯 (VDF) 建设项目	全资子公司投资建设		前期准备中
六氟磷酸锂	福建东莹 6000t/a 六氟磷酸锂及 100t/a 高纯五氟化磷新建项目	全资子公司投资建设	2.3 亿元人民币	前期准备中
双氟磺酰亚胺锂 (LiFSI)	浙江盛美锂电材料有限公司年产 3000 吨双氟磺酰亚胺锂(一期 500t/a)项目	合资企业投资建设	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	一期项目建设中

资料来源：公司公告、万联证券研究所

#### 4 公司市场估值分析

我们从A股中共选取了巨化股份、永和股份、多氟多、永太科技以及联创股份，共5支标的与三美股份进行可比公司估值分析。巨化股份、永和股份以及联创股份主营氟碳化学品及其原材料等氟化工产业链产品，其中联创股份还有热门高附加值材料PVDF及其原材料产能及扩产计划。多氟多、永太科技业务主要涵盖中下游六氟磷酸锂等无机氟化物、高附加值产品。另外考虑到制冷剂产品价格2020年以来被大幅压低，行业整体盈利水平出现明显下滑，进而导致企业市盈率水平偏高、参考价值偏低。我们本次以PS(TTM)进行对比计算。经计算，5家可比公司PS(TTM)的加权平均值为8.09，三美股份PS(TTM)为4.84，三美股份PS(TTM)明显低于业务涵盖高附加值氟化工产品的同行企业以及可比公司的平均PS(TTM)水平。结合未来氟化工产业链长线发展逻辑以及三美股份在高附加值氟化工产品的产能规划考虑，我们认为三美股份的估值水平未来还存有一定提升空间。

图表41: 可比公司估值情况(截至2021-10-15)

股票代码	股票名称	总市值(亿元)	2021H1 EPS	PS(TTM)
600160.SH	巨化股份	384.98	0.04	3.12
605020.SH	永和股份	86.72	0.54	3.85
002407.SZ	多氟多	412.92	0.43	6.21
002326.SZ	永太科技	503.15	0.11	11.84
300343.SZ	联创股份	208.53	0.04	13.69



加权平均值

8.09

603379.SH

三美股份

148.65

0.23

4.84

资料来源：WIND、万联证券研究所

## 5 盈利预测及假设

结合2021年以来主要产品及原材料价格走势、政策背景以及我们对行业未来发展的趋势判断，我们对公司2021-2023年主营业务收入假设如下：

**氟制冷剂：**基于《蒙特利尔议定书》及基加利修正案，预计2021-2023年二、三代制冷剂不会再有扩产计划。二代制冷剂方面，预计R142b的价格高点会在2022年达到，2023年有所回落，期间公司作为少数可外售R142b的企业将保持满产满销状态；R22则由于受到配额限制以及三代制冷剂的替代，产能利用率预计会在2021-2023年期间出现下滑，产品单价基于原材料价格上涨、能耗管控等因素，预计会在2021-2022年有所上涨，2023年趋于稳定。三代制冷剂单体方面，基于公司2020年以来产销表现，假设2021-2023年期间主流产品产能利用率维持在80%的水平，产品均价则随着生产成本上涨、基线年尾声临近、能耗管控以及出口需求等多项因素，在2021-2023年期间仍有上涨空间。综合对二、三代制冷剂的假设预期，我们预计2021-2023年公司氟制冷剂业务收增速为109.32%/26.00%/17.20%。

**氟发泡剂：**考虑到发泡剂R141b已处于配额管理，后续难以再有扩产计划，且新一代发泡剂将逐步提高占有率，预计2021-2023年R141b产能利用率及销量将有所下滑。预计公司2021-2023年氟发泡剂业务增速将分别为-3.77%/-15.63%/-12.89%。

**氟化氢：**假设在未来2-3年内公司现有13.1万吨无水氟化氢产能不变的基础上，公司无水氟化氢产能利用率100%，产销率维持在40%以上的水平。另外考虑到截至10月无水氟化氢及其原材料仍有供应紧缺、价格上涨的趋势，我们预计2022年无水氟化氢产品价格及原材料价格在2021年基础上仍有上行空间，2023年趋于稳定。预计2021-2023年公司氟化氢业务营收增速分别为65.58%/10.0%/-11.11%。

**其他：**假设公司其他附加业务未来维持稳健向好趋势发展，预计2021-2023年公司其他业务部分增速分别为5.0%/10.0%/25.0%。

图表42：公司未来3年营收预测

(单位：百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
货币类型	CNY			
<b>氟制冷剂</b>				
营业收入	1900.87	3978.94	5013.39	5875.48
营收增速	-37.76%	109.32%	26.00%	17.20%
毛利率(%)	8.90%	15.72%	21.93%	32.08%
毛利	169.18	625.56	1099.28	1884.85
<b>氟发泡剂</b>				
营业收入	373.93	359.82	303.60	264.47

营收增速	-18.98%	-3.77%	-15.63%	-12.89%
毛利率(%)	54.01%	55.78%	46.54%	46.54%
毛利	201.96	200.69	141.28	123.09
<b>氟化氢</b>				
营业收入	358.32	593.30	652.62	580.11
营收增速	72.32%	65.58%	10.00%	-11.11%
毛利率	9.75%	16.79%	16.79%	16.79%
毛利	34.94	99.63	109.59	97.41
<b>其他</b>				
营业收入	87.61	91.99	101.19	126.49
营收增速	-46.24%	5.00%	10.00%	25.00%
毛利率	14.69%	15.00%	15.00%	30.00%
毛利	4.99	13.80	15.18	37.95
<b>总计</b>				
营业收入	2720.73	5024.04	6070.80	6846.54
同比增长	-30.85%	84.66%	20.83%	12.78%
毛利	411.06	939.68	1365.33	2143.30
同比增长	-64.92%	128.60%	45.30%	56.98%

资料来源: WIND、万联证券研究所

结合我们对于未来制冷剂价格走势的判断,我们预计2021-2023年公司现有主营业务的营业收入将分别为50.24/60.71/68.47亿元, EPS分别为0.91/1.42/2.35,对应的P/E分别为29.5/19.0/11.5(对应10月20日收盘价26.89元)。首次联合覆盖,给予“买入”评级。

## 6 风险提示

- 1. 制冷剂生产水平不及预期风险:** 生产氟化工产品及其原材料耗能较高,是能耗双控下生产受影响较显著的行业之一,若能耗双控力度持续趋严,公司制冷剂等产品生产供应以及生产成本或将持续受压,进而导致产品产销水平不及预期、产品利润空间被压缩风险。
- 2. 产品下游需求及出口需求不及预期风险:** 考虑到制冷剂下游需求主要在汽车、空调、冰箱等领域,后续一旦出现疫情反弹、宏观经济景气度下滑等负面影响,汽车、空调、冰箱的生产、出货量将随之下滑,导致制冷剂下游需求不及预期。另外,基于国外三代制冷剂较我国提早10年左右的配额削减进度,我们对后续三代制冷剂出口需求做出了增长预期,若海外四代制冷剂发展及应用提速、三代制冷剂应用加速淘汰,三代制冷剂的出口需求或将不及预期。
- 3. 制冷剂价格不及预期:** 我们在对公司进行盈利预测时,基于近期制冷剂及原材料价格涨幅以及对制冷剂行业未来的发展预判,做出了2021-2023年主流三代制冷剂价格在现阶段基础上高位运行并仍有一定增长空间的预测。若期间制冷剂价格出现明显回落、高价不能维持,公司营收及盈利水平也将存在不及预期风险。

**4. 氟化工产品出口需求不及预期:** 我国是氟化工产品出口大国, 公司作为行业内领军企业之一, 海外业务占据总营收比重较大。一旦出现重要出口国家加大对我国的反倾销制裁力度、国际贸易形势恶化或汇率出现明显波动等负面因素, 公司海外订单业绩很可能受到影响, 进而导致公司整体业绩不及预期。

**5. 高附加值氟化盐项目生产研发进展不及预期风险:** 六氟磷酸锂、双氟磺酰亚胺锂等高附加值新能源材料研发进展不及预期风险、产品品质不及预期风险、产品下游客户验证周期较长风险。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2721</b>	<b>5024</b>	<b>6071</b>	<b>6847</b>
%同比增速	-31%	85%	21%	13%
营业成本	2310	4084	4705	4703
毛利	411	940	1365	2143
%营业收入	15%	19%	22%	31%
税金及附加	12	10	21	21
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	49	70	85	96
%营业收入	2%	1%	1%	1%
管理费用	112	151	208	233
%营业收入	4%	3%	3%	3%
研发费用	25	35	46	52
%营业收入	1%	1%	1%	1%
财务费用	3	0	0	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-6	0	0	0
信用减值损失	1	0	0	0
其他收益	24	25	41	45
投资收益	28	45	57	64
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	27	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>285</b>	<b>743</b>	<b>1104</b>	<b>1850</b>
%营业收入	10%	15%	18%	27%
营业外收支	10	-44	11	-8
<b>利润总额</b>	<b>295</b>	<b>700</b>	<b>1114</b>	<b>1843</b>
%营业收入	11%	14%	18%	27%
所得税费用	73	140	245	401
净利润	222	560	870	1441
%营业收入	8%	11%	14%	21%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>222</b>	<b>557</b>	<b>865</b>	<b>1434</b>
%同比增速	-66%	151%	55%	66%
少数股东损益	0	3	4	7
EPS (元/股)	0.36	0.91	1.42	2.35

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.36	0.91	1.42	2.35
BVPS	8.16	9.07	10.49	12.84
PE	74.69	29.47	18.97	11.45
PEG	—	0.20	0.34	0.17
PB	3.29	2.96	2.56	2.09
EV/EBITDA	27.28	16.02	10.06	5.75
ROE	4%	10%	14%	18%
ROIC	3%	10%	14%	18%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2485	2703	3479	4753
交易性金融资产	972	972	972	972
应收票据及应收账款	225	428	515	579
存货	283	467	534	542
预付款项	10	19	21	21
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	218	420	493	559
流动资产合计	4192	5009	6015	7426
长期股权投资	134	184	208	236
固定资产	662	817	831	820
在建工程	99	40	19	22
无形资产	124	145	166	187
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	78	78	78	78
其他非流动资产	76	73	79	85
<b>资产总计</b>	<b>5366</b>	<b>6346</b>	<b>7395</b>	<b>8854</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	89	333	379	380
预收账款	0	5	61	68
合同负债	47	82	94	94
应付职工薪酬	26	47	53	53
应交税费	32	52	66	74
其他流动负债	160	257	303	304
流动负债合计	355	776	956	973
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	3	3	3	3
其他非流动负债	25	25	25	25
<b>负债合计</b>	<b>383</b>	<b>804</b>	<b>984</b>	<b>1001</b>
归属于母公司的所有者权益	4982	5539	6405	7839
少数股东权益	0	3	7	14
<b>股东权益</b>	<b>4982</b>	<b>5542</b>	<b>6412</b>	<b>7853</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>5366</b>	<b>6346</b>	<b>7395</b>	<b>8854</b>

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>520</b>	<b>539</b>	<b>929</b>	<b>1456</b>
投资	531	-60	-44	-48
资本性支出	-96	-306	-165	-199
其他	12	45	57	64
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>446</b>	<b>-322</b>	<b>-152</b>	<b>-183</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	-196	0	0	0
其他	-4	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-201</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>735</b>	<b>218</b>	<b>776</b>	<b>1273</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

### 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

### 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场