

# Q4 业绩如期大涨，长期看好公司主营业务 业绩表现

买入 (维持)

——三美股份 (603379) 点评报告

2022 年 01 月 24 日

## 报告关键要素:

1 月 21 日晚，三美股份发布了 2021 年年度业绩预告，2021 年度公司预计实现归属于上市公司股东的净利润 4.7-5.8 亿元，同比增长 111.86%-161.44%，实现归属于上市公司股东的扣非净利润 4.2-5.3 亿元，同比增长 176.25%-248.60%。

## 投资要点:

制冷剂盈利状况显著改善、R142b 价格高位坚挺，Q4 业绩表现符合预期：分季度来看，公司四季度预计实现归母净利润 2.27-3.37 亿元，同比增长 2422.2%-3644.4%，环比增长 124.75%-233.66%。公司 Q4 业绩表现与我们此前预测的走势相符，业绩显著增长的主要原因可以归结为如下 2 方面。

➢ **HFCs 制冷剂价格 2021 年下半年起底部反转，主营业务盈利改善：**根据百川盈孚数据测算显示，2021 年 R134a 均价约 3.05 万元/吨，同比增长约 27.00%，R134a-三氯乙烯价差均价为 1.54 万元/吨，同比下滑 10.38%，但分季度来看，2021 年 Q2-Q4 R134a-三氯乙烯价差逐季改善，其中 Q4 价差均价约 1.86 万元/吨，环比增长 31.58%，同比增长 16.67%；2021 年 R32 均价约 1.46 万元/吨，同比增长约 17.87%，R32-二氯甲烷价差均价为 6528 元/吨，同比下滑 15.81%，分季度来看，2021 年 Q2-Q4 R32-二氯甲烷价差逐季改善，其中 Q4 价差均价约 7936 元/吨，环比增长 39.86%，同比增长 29.61%；2021 年 R125 均价约 3.53 万元/吨，同比增长约 117.32%，R125-四氯乙烯价差均价约 1.86 万元/吨。同比增长约 80.43%，其中 Q4 价差均价约 2.88 万元/吨，环比增长 64.44%，同比增长 153.78%。可见公司现有主流制冷剂产品价格及盈利性均在四季度得到了显著改善，进而对公司综合业绩形成了一定正向影响。

➢ **PVDF 原料 R142b 供不应求，价格高位坚挺：**受益于下游锂电产业快速发展，可作为正极材料粘结剂的 PVDF 及其原材料 R142b 需求爆发，在产品结构供需失衡的背景下 R142b 价格显著调涨，且暂未出现高位松动迹象，截至 2021 年 12 月 31 日，R142b 市场主流价格达到 18.5 万元/吨，较年初增长了 560.71%，而其生产成本不足三万元。公司拥有

## 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)	20.00
总市值 (亿元)	122.10
流通 A 股市值 (亿元)	38.61

## 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

Q3 业绩如期触底反弹，制冷剂涨价持续 Q4 业绩有望再上一层楼  
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

**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：** 孙思源  
电话： 18813297482  
邮箱： sunsy@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)	55.56	21.92	14.11	8.51
市净率 (倍)				

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

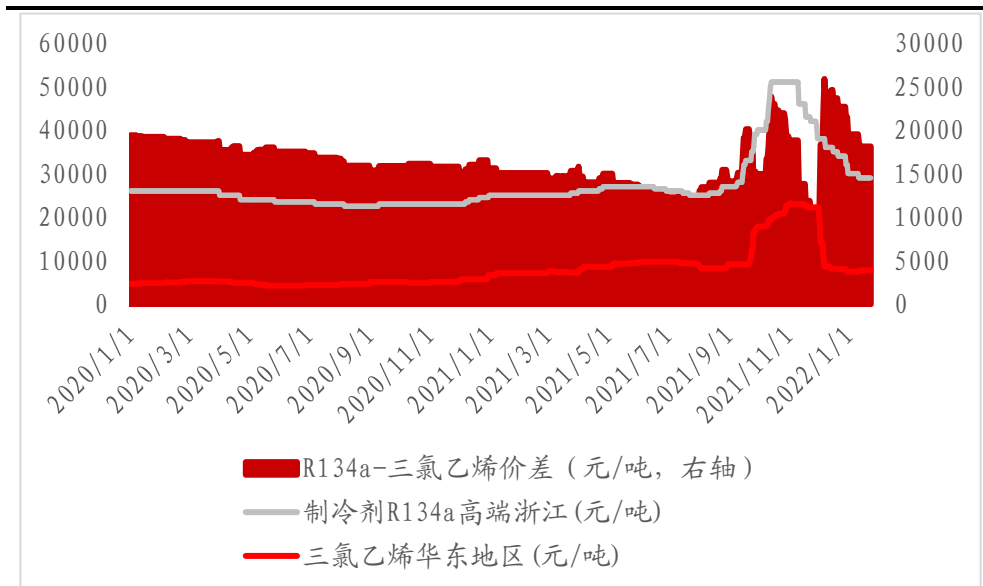
R142b 产能 4000 余吨，均可用作 PVDF 原材料外售，由此在本轮 R142b 价格调涨过程中充分受益，进而对公司业绩起到了显著提振作用。考虑到 R142b 类属 HCFCs，在《蒙特利尔议定书》的约束下其生产、销售以及扩建受到了严格限制，即便有部分企业有建设下游产品配套原料用途 R142b 产线规划，但其配套生产的 R142b 不可用于外售，且新建产能落地仍需时间，因此我们认为 R142b 的供不应求状态短期内难以改善，其价格将继续高位运行，进而利好公司 2022 年业绩表现。据百川盈孚数据显示，近期 R142b 市场价格再度上调，截至 1 月 21 日报价为 19 万元/吨，较年初调涨了 0.5 万元/吨。

**制冷剂价格短暂回撤，依旧看好公司未来业绩表现：**随着限电限产影响取消，以及临近春节内外贸需求短暂疲软，近期制冷剂及其原材料甲烷氯化物价格出现整体性回落，截至 1 月 23 日，浙江地区高端 R134a 价格为 2.9 万元/吨，较上年高点 5.1 万元/吨回撤了 43.14%，R134a-三氯乙烯价差为 1.81 万元/吨；R32 价格为 1.6 万元/吨，较上年高点 2.2 万元/吨回撤了 27.27%，R32-二氯甲烷价差为 6701 元/吨；R125 价格为 3.7 万元/吨，较上年高点 5.7 万元/吨回撤了 35.09%，R125-四氯乙烯价差为 2.34 万元/吨。可见尽管制冷剂价格出现回落，但各类制冷剂与其甲烷氯化物原材料的价差依旧维持在 2021 年均价之上。短期来看，年后将陆续进入制冷剂下游补货旺季，随需求的提升制冷剂价格将再度走高。长期来看，2022 年为三代制冷剂（HFCs）基线年末年，近期生态环境部、工信部等几部门联合发布的《关于严格控制第一批氢氟碳化物化工生产建设项目的通知》中主流 HFCs 均在列，《通知》的下发充分体现了政府部门对于严格履行《基加利修正案》的决心，后续随着二代制冷剂需求持续向三代制冷剂转移，在三代制冷剂的生产、销售受到严格管控的背景下，主流 HFCs 价格再度回落到 2020 年至 2021 年上半年的底部区间的概率不大，其价格应随着产品供应逐级削减而逐级上行，因此我们长期看好公司主营业务后续业绩表现。

**盈利预测与投资建议：**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 21.92/14.11/8.51（对应 1 月 21 日收盘价 20.00 元）。维持“买入”评级。

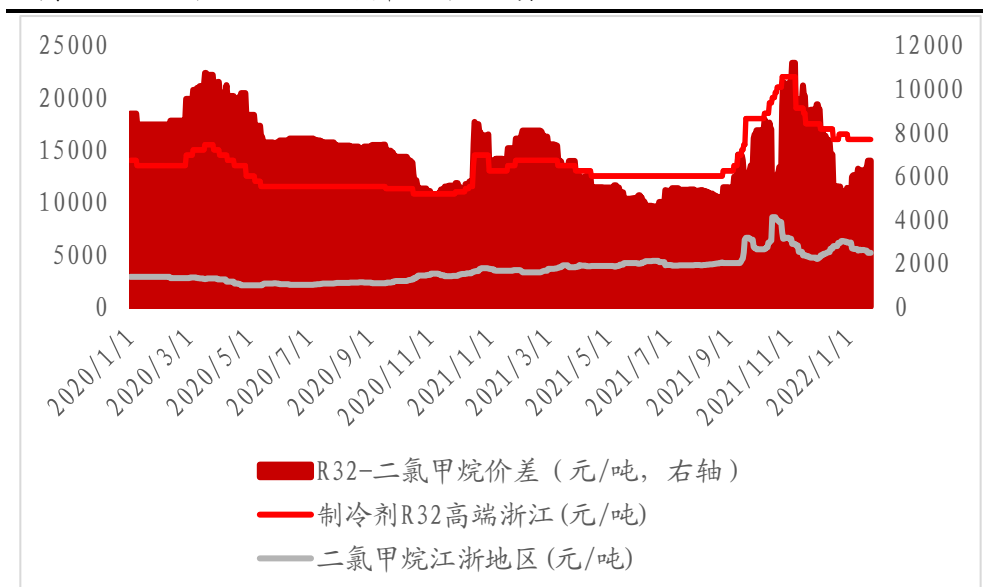
**风险因素：**制冷剂受能耗管控影响开工率不及预期风险，产品下游需求及出口需求不及预期风险，制冷剂价格走势不及预期风险，原材料价格大幅波动风险。

图表1: R134a价格及R134a-三氯乙烯价差走势 (元/吨)



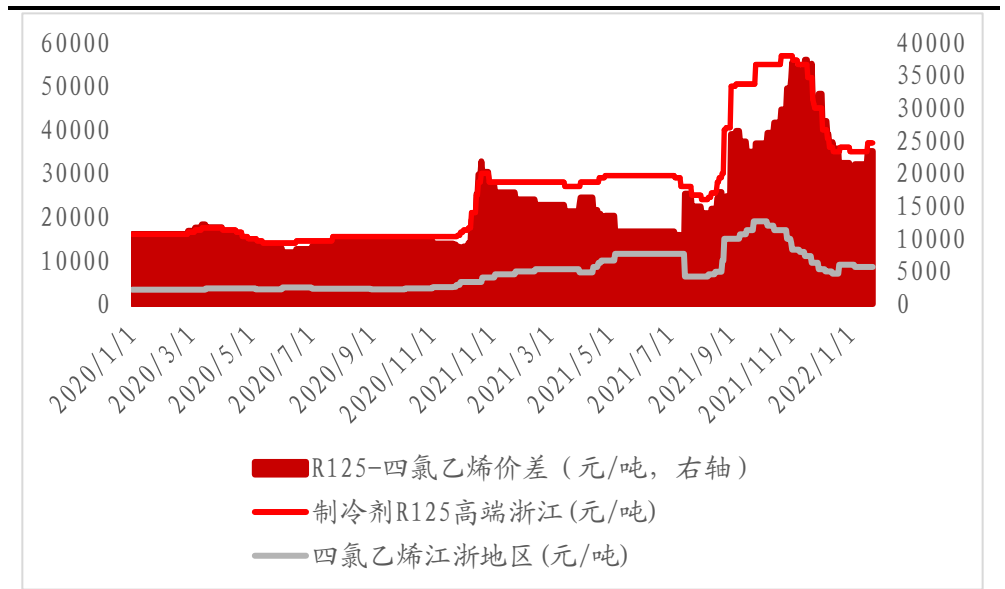
资料来源: 百川盈孚、万联证券研究所

图表2: R32价格及R32-二氯甲烷价差走势 (元/吨)



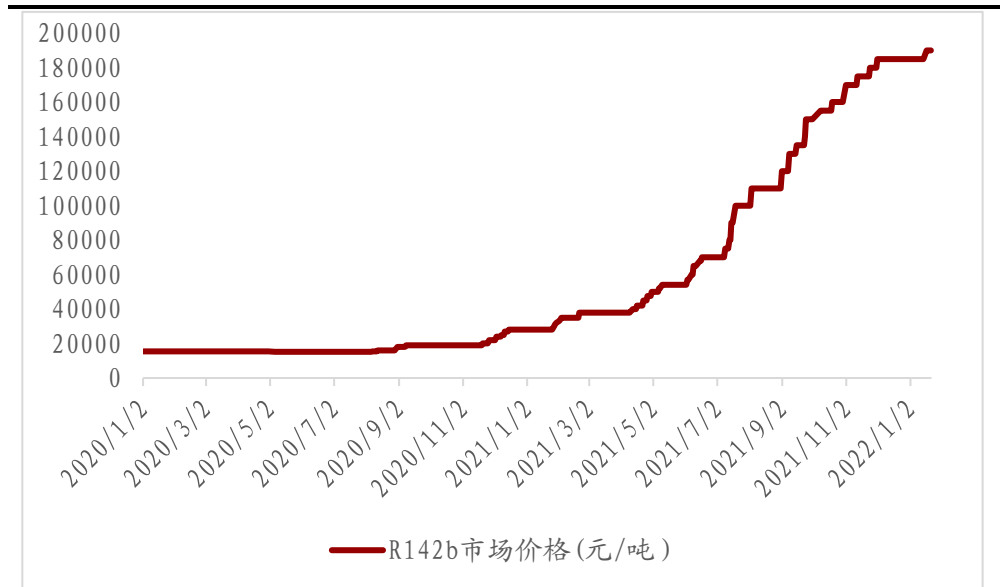
资料来源: 百川盈孚、万联证券研究所

图表3: R125价格及R125-四氯乙烯价差走势 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 万联证券研究所

图表4: R142b市场价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 万联证券研究所

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	70.08	27.65	17.80	10.74
PEG	—	0.18	0.32	0.16
PB	3.09	2.78	2.40	1.96
EV/EBITDA	27.28	14.83	9.27	5.25
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