

制冷剂价格回暖提振全年业绩，静待氟化工龙头业务转型升级

——三美股份（603379）点评报告

买入（维持）

2022年04月22日

报告关键要素：

4月21日晚，三美股份发布了2021年年度报告，报告期内，公司实现营业收入40.48亿元，同比增长48.80%；实现归属于上市公司股东的净利润5.36亿元，同比增长141.69%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润4.84亿元，同比增长218.33%。

投资要点：

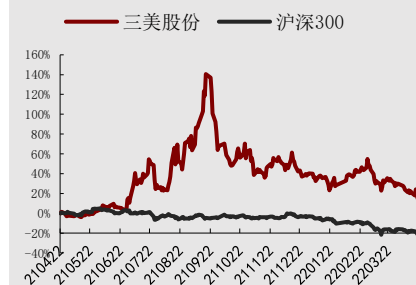
制冷剂、氟化氢量价齐升，综合业绩表现改善显著：分季度来看，公司四季度业绩表现达到了2019年以来的高点水平，实现营业收入13.10亿元，同比增长122.79%，环比增长34.91%；实现归母净利润2.93亿元，同比增长3271.68%，环比增长188.89%。分板块来看，2021年，氟制冷剂总销量为12.83万吨，同比增长1.36%；均价为2.35万元/吨，同比增长56.67%；实现销售收入30.19亿元，同比增长58.84%；板块毛利率为25.1%，同比增长16.2pcts。氟化氢总销量为7.73万吨，同比增长24.22%；均价为7596.28元/吨，同比增长31.97%；实现销售收入5.87亿元，同比增长63.93%；板块毛利率为16.12%，同比增长1.43pcts。氟发泡剂总销量为1.56万吨，同比下滑24.70%；均价为1.64万元/吨，同比下滑9.46%；实现销售收入2.55亿元，同比下滑31.83%；板块毛利率同比下滑17.97pcts至36.04%。其中氟制冷剂、氟化氢业绩显著改善，主要系2021年受下游需求改善，以及下半年能耗双控引起甲烷氯化物等主要原材料阶段性供应紧缺、价格快速上涨影响，制冷剂及氟化氢价格大幅回升，产品盈利性随之显著改善。氟发泡剂板块业绩下滑主要系公司主要氟发泡剂产品HCFC-141b为ODS产品，正逐渐被新型发泡剂产品所替代，因此在报告期内产品价格及销量均有不同程度的下滑。整体来看，公司2021年度业绩表现符合预期。

以含氟新材料为重要抓手积极扩建，寻求转型升级：当前，公司正依托已有氟化工产业优势，积极向产业链中后端延伸。公司及时调整了扩产规划，瞄准附加值较高的含氟聚合物，拟投资约10.8亿元建设需求潜力更大、市场空间更广阔的聚全氟乙丙烯（FEP）及聚偏氟乙烯（PVDF）项目，产能规划分别为5000吨/年。公司及其子公司另有双氟磺酰亚胺锂、六氟磷酸锂、高纯五氟化磷、六氟乙烷等产能在建。同时，为抵御

基础数据

总股本(百万股)	610.48
流通A股(百万股)	610.48
收盘价(元)	18.64
总市值(亿元)	113.79
流通A股市值(亿元)	113.79

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

Q4 业绩如期大涨，长期看好公司主营业务业绩表现

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

邮箱：

sunsy@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4048.45	6070.80	6846.54	8347.69
增长比率(%)	49	50	13	22
净利润(百万元)	536.17	865.34	1434.18	1773.48
增长比率(%)	142	61	66	24
每股收益(元)	0.88	1.42	2.35	2.91
市盈率(倍)	21.22	13.15	7.93	6.42
市净率(倍)	2.15	1.85	1.50	1.22

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

无水氟化氢供应紧缺、价格上涨风险，也为匹配公司在建项目的原料配套优势，公司计划对在现有无水氟化氢 13.1 万吨产能的基础上进行技改升级和扩建，产能提升至 29 万吨/年。未来随着在建项目的陆续投产，公司产品结构将更加丰富，自身抗周期性风险能力也将有所提升。

盈利预测与投资建议：我们维持此前对公司 2022-2023 年的盈利预测，并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 8.65/14.34/17.73 亿元，对应的 P/E 分别为 13.15/7.93/6.42（对应 4 月 21 日收盘价 18.64 元）。维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济不景气及疫情反复导致产品下游需求不及预期风险；海外对国内制冷剂产品制裁力度加大导致出口订单不及预期风险；制冷剂供大于求导致主要产品价格走势不及预期风险；原材料价格大幅波动风险。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4048	6071	6847	8348
%同比增速	49%	50%	13%	22%
营业成本	3110	4705	4703	5691
毛利	938	1365	2143	2657
%营业收入	23%	22%	31%	32%
税金及附加	12	16	20	24
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	61	92	104	126
%营业收入	2%	2%	2%	2%
管理费用	127	194	219	266
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	27	42	48	58
%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	-31	0	0	0
信用减值损失	-32	0	0	0
其他收益	10	36	48	49
投资收益	-1	29	47	42
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	58	0	0	0
资产处置收益	0	1	1	1
营业利润	713	1087	1848	2274
%营业收入	18%	18%	27%	27%
营业外收支	-9	0	0	0
利润总额	703	1087	1848	2274
%营业收入	17%	18%	27%	27%
所得税费用	167	217	407	492
净利润	536	870	1441	1782
%营业收入	13%	14%	21%	21%
归属于母公司的净利润	536	865	1434	1773
%同比增速	142%	61%	66%	24%
少数股东损益	0	4	7	9
EPS (元/股)	0.88	1.42	2.35	2.91

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	0.88	1.42	2.35	2.91
BVPS	8.66	10.08	12.43	15.33
PE	21.22	13.15	7.93	6.42
PEG	0.15	0.21	0.12	0.27
PB	2.15	1.85	1.50	1.22
EV/EBITDA	16.00	7.36	3.88	2.57
ROE	10%	14%	19%	19%
ROIC	9%	14%	19%	19%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1613	2257	3578	5089
交易性金融资产	1814	1814	1814	1814
应收票据及应收账款	637	734	867	1084
存货	503	645	672	820
预付款项	10	17	17	21
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	239	391	426	523
流动资产合计	4815	5859	7374	9351
长期股权投资	156	206	238	274
固定资产	682	665	638	592
在建工程	57	70	47	37
无形资产	176	217	262	306
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	90	90	90	90
其他非流动资产	75	61	61	62
资产总计	6051	7168	8710	10711
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	332	383	385	466
预收账款	0	6	68	83
合同负债	57	94	94	114
应付职工薪酬	28	47	46	55
应交税费	139	164	202	239
其他流动负债	182	292	291	348
流动负债合计	739	986	1086	1305
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	22	22	22	22
负债合计	763	1010	1110	1330
归属于母公司的所有者权益	5288	6154	7588	9361
少数股东权益	0	4	12	20
股东权益	5288	6158	7599	9382
负债及股东权益	6051	7168	8710	10711

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	243	845	1469	1674
投资	-776	-54	-52	-56
资本性支出	-141	-175	-144	-148
其他	7	29	47	42
投资活动现金流净额	-910	-200	-149	-162
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	-67	0	0	0
其他	-165	0	0	0
筹资活动现金流净额	-233	0	0	0
现金净流量	-916	645	1320	1512

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