

## 短期业绩承压，周期底部盈利修复可期

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 三季度报告, 前三季度实现营收 37.7 亿元, 同比+37.6%, 归母净利润 4.6 亿元, 同比+90%。单季度来看, Q3 实现营收 12 亿元, 同比+23.5%, 环比-13.6%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比+16%, 环比-22.1%。
- **二代制冷剂景气持续提升, 三代制冷剂仍承压:** 受益于稳定的售后需求及较高的配额集中度, 配额制产品价格虽小幅下降, 但景气度持续上升, R22 三季度均价 1.69 万元/吨, 环比-0.6%, 平均价差 6758.9 元/吨, 环比+41.1%。三代制冷剂份额争夺战持续, 且部分下游空调企业签订制冷剂长单, 导致 R32 价格低位运行; R134a 等产品价格虽环比涨幅较大, 但上涨主要由原料三氯乙烯涨价驱动。卓创数据显示, 三季度 R134a、R143a、R125、R32 含税均价分别为 2.2、2.0、3.5、1.3 万元/吨, 环比分别+10%、-20.5%、+2.2%、-6.5%, 公司三季度制冷剂平均售价 2.37 万元/吨, 环比-7.9%。成本端, 公司萤石粉、三氯乙烯、四氯乙烯采购价格分别环比+4.6%、+11.3%、+31.1%, 原材料价格上涨侵蚀产品利润, 导致公司 Q3 整体毛利率环比下降 8.5 个百分点至 9.2%。
- **配额基线期即将结束, 部分品种已显反转趋势:** 三代制冷剂配额争夺战进行至末期, 大部分企业无力长期亏损生产, 部分品种开工积极性减弱, 截止 10 月 27 日 R134a、R125 开工率 37.5%、44.4%, 较 Q3 均值降低 13.6、17.9 个百分点, 产品价差分别提升至 1630、10413.5 元/吨, 较 Q3 均价差分别增长 2431.9、1729.5 元/吨, 已逐步呈现反转趋势。我们判断公司目前主要利润来源于二代制冷剂 (R22、R142b、F141b 发泡剂) 以及 R125, 二代产品景气度延续, 目前 R22、F141b 价格在 1.8、2.2 万元/吨, 较 Q3 均价分别+6.5%、+4.8%; R125 价格在 3.65 万/吨, 较 Q3 均价+3.5%; 其他产品, 如 R134a 价差已转正。随着未来三代制冷剂配额制落地, 我们预计公司业绩将逐步修复, 走出底部。
- **在建项目稳步推进:** 浙江三美 9 万吨无水氢氟酸扩建项目; 5000 吨 FEP、5000 吨 PVDF 项目; 福建东莹 6000 吨六氟磷酸锂及 100 吨高纯五氟化磷项目均处于稳步推进状态, 福建东莹项目预计 2023H1 投产, 将持续增强公司盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 受疫情扰动影响, 下游需求较差, 同时部分三代制冷剂产品景气度仍未反转, 我们下调对公司的盈利预测, 预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.99、1.42、2.07 元, 维持“持有”评级。
- **风险提示:** 原料价格或大幅波动、在建产能投产或不及预期、需求或不及预期。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4048.45	4975.85	4934.25	5438.67
增长率	48.80%	22.91%	-0.84%	10.22%
归属母公司净利润 (百万元)	536.17	604.74	865.58	1263.18
增长率	141.69%	12.79%	43.13%	45.94%
每股收益 EPS (元)	0.88	0.99	1.42	2.07
净资产收益率 ROE	10.14%	10.63%	3.58%	17.13%
PE	27	24	17	11
PB	2.73	2.53	2.26	1.96

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 程磊  
执业证号: S1250521090001  
电话: 021-58351912  
邮箱: chlei@swsc.com.cn  
联系人: 黄志凌  
电话: 15807734106  
邮箱: hzhl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.10
流通 A 股(亿股)	6.10
52 周内股价区间(元)	17.4-31.28
总市值(亿元)	144.20
总资产(亿元)	58.56
每股净资产(元)	8.46

### 相关研究

1. 三美股份(603379): 业绩符合预期, 静待周期反转 (2022-08-29)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：随着三代制冷剂配额基线期于 2022 年底结束，各生产厂商无动力亏损生产抢占配额，预计 2023 年后制冷剂价格将有所回升，但产销量将有所下降，假设 2022-2024 年产量分别为 15、14、13 万吨，制冷剂不含税均价分别为 2.4、2.9、3.5 万元/吨。

假设 2：R22、R142b、F141b 等配额制产品景气度将高位维持。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
氢氟酸	收入	587.4	653.3	738.8	774.2
	增速	63.9%	11.2%	13.1%	4.8%
	成本	522.5	583.0	576.0	601.8
	毛利率	11.1%	10.8%	22.0%	22.3%
制冷剂	收入	3019.3	3793.2	3592.9	4026.5
	增速	58.8%	25.6%	-5.3%	12.1%
	成本	2261.6	2907.7	2471.5	2348.0
	毛利率	25.1%	23.3%	31.2%	41.7%
发泡剂	收入	254.9	333.8	407.1	442.5
	增速	-31.8%	31.0%	21.9%	8.7%
	成本	163.0	220.9	276.1	281.7
	毛利率	36.0%	33.8%	32.2%	36.3%
其他	收入	186.8	195.5	195.5	195.5
	增速	113.2%	4.7%	0.0%	0.0%
	成本	163.2	170.8	170.8	170.8
	毛利率	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
合计	收入	4048.5	4975.9	4934.3	5438.7
	增速	48.8%	22.9%	-0.8%	10.2%
	成本	3110.3	3882.4	3494.5	3402.2
	毛利率	23.2%	22.0%	29.2%	37.4%

数据来源：Wind，西南证券

## 相对估值

我们选取氟化工行业主流企业作为可比公司，2021 年三家公司平均 PE 为 33 倍，2022 年平均 PE 为 26 倍。公司作为氟化工龙头，产业链自给度高，将受益于制冷剂周期反转，同时加速布局下游高附加值产品，看好公司未来持续成长，维持“持有”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600160	巨化股份	15.76	0.41	0.79	1.05	1.36	31.43	19.86	14.96	11.63
605020	永和股份	38.90	1.20	1.30	2.04	2.75	29.79	29.87	19.07	14.16
002915	中欣氟材	17.00	0.81	0.62	1.04	1.37	38.51	27.33	16.35	12.40
平均值							33.24	25.69	16.79	12.73

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司数据取自wind一致预期

## 风险提示

原料价格或大幅波动、在建产能投产或不及预期、下游需求不及预期。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4048.45	4975.85	4934.25	5438.67	净利润	536.17	604.50	865.34	1262.78
营业成本	3110.17	3882.37	3494.45	3402.17	折旧与摊销	109.79	91.36	98.09	108.76
营业税金及附加	11.84	19.39	17.96	59.83	财务费用	2.89	-5.45	18.87	20.11
销售费用	61.49	118.31	98.50	111.16	资产减值损失	-31.23	0.00	0.00	0.00
管理费用	127.10	173.81	171.78	186.46	经营营运资本变动	-340.21	-70.05	19.29	-72.07
财务费用	2.89	-5.45	18.87	20.11	其他	-33.91	-22.43	-41.46	-10.27
资产减值损失	-31.23	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>243.49</b>	<b>597.93</b>	<b>960.14</b>	<b>1309.30</b>
投资收益	-1.02	0.00	0.00	0.00	资本支出	3.51	-500.00	-500.00	-600.00
公允价值变动损益	58.46	19.05	22.85	27.35	其他	-914.00	19.05	22.85	27.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-910.49</b>	<b>-480.95</b>	<b>-477.15</b>	<b>-572.65</b>
<b>营业利润</b>	<b>712.82</b>	<b>806.47</b>	<b>1155.53</b>	<b>1686.31</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-9.45	-0.47	-1.74	-2.61	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>703.36</b>	<b>806.00</b>	<b>1153.79</b>	<b>1683.70</b>	股权融资	-0.02	0.00	0.00	0.00
所得税	167.19	201.50	288.45	420.93	支付股利	-67.15	-162.30	-183.06	-262.01
净利润	536.17	604.50	865.34	1262.78	其他	-165.63	-37.31	-18.87	-20.11
少数股东损益	0.00	-0.25	-0.24	-0.40	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-232.81</b>	<b>-199.61</b>	<b>-201.93</b>	<b>-282.12</b>
归属母公司股东净利润	536.17	604.74	865.58	1263.18	<b>现金流量净额</b>	<b>-916.40</b>	<b>-82.63</b>	<b>281.06</b>	<b>454.53</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1612.62	1529.99	1811.05	2265.58	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	711.73	723.64	747.59	840.82	销售收入增长率	48.80%	22.91%	-0.84%	10.22%
存货	502.81	647.24	597.94	571.47	营业利润增长率	150.30%	13.14%	43.28%	45.93%
其他流动资产	1988.02	1825.55	1825.45	1826.63	净利润增长率	141.98%	12.74%	43.15%	45.93%
长期股权投资	155.95	155.95	155.95	155.95	EBITDA 增长率	110.24%	8.10%	42.60%	42.65%
投资性房地产	45.61	45.61	45.61	45.61	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	719.82	1138.96	1551.37	2053.11	毛利率	23.18%	21.98%	29.18%	37.44%
无形资产和开发支出	175.92	166.46	157.01	147.55	三费率	4.73%	5.76%	5.86%	5.84%
其他非流动资产	138.68	137.63	136.59	135.54	净利率	13.24%	12.15%	17.54%	23.22%
<b>资产总计</b>	<b>6051.15</b>	<b>6371.02</b>	<b>7028.56</b>	<b>8042.27</b>	ROE	10.14%	10.63%	13.58%	17.13%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.86%	9.49%	12.31%	15.70%
应付和预收款项	499.21	431.87	429.73	448.06	ROIC	28.71%	24.41%	29.65%	36.77%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	20.39%	17.93%	25.79%	33.38%
其他负债	263.57	250.61	227.99	222.61	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>762.78</b>	<b>682.47</b>	<b>657.72</b>	<b>670.67</b>	总资产周转率	0.71	0.80	0.74	0.72
股本	610.48	610.48	610.48	610.48	固定资产周转率	6.02	7.30	6.95	6.84
资本公积	1600.24	1600.24	1600.24	1600.24	应收账款周转率	9.05	7.70	7.76	7.86
留存收益	3200.45	3642.90	4325.42	5326.59	存货周转率	7.57	6.47	5.52	5.75
归属母公司股东权益	5288.37	5688.80	6371.32	7372.49	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	66.48%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.25	-0.48	-0.89	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5288.37</b>	<b>5688.55</b>	<b>6370.83</b>	<b>7371.60</b>	资产负债率	12.61%	10.71%	9.36%	8.34%
负债和股东权益合计	6051.15	6371.02	7028.56	8042.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	6.52	7.18	7.86	8.52
					速动比率	5.84	6.20	6.92	7.63
					股利支付率	12.52%	26.84%	21.15%	20.74%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	825.49	892.38	1272.49	1815.17	每股收益	0.88	0.99	1.42	2.07
PE	26.89	23.84	16.66	11.42	每股净资产	8.66	9.32	10.44	12.08
PB	2.73	2.53	2.26	1.96	每股经营现金	0.40	0.98	1.57	2.14
PS	3.56	2.90	2.92	2.65	每股股利	0.11	0.27	0.30	0.43
EV/EBITDA	13.01	12.13	8.28	5.56					
股息率	0.47%	1.13%	1.27%	1.82%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn