

三美股份 (603379. SH)

业绩环比显著增长，推进产业链一体化投资布局

买入

核心观点

二季度业绩环比显著增长，巩固制冷剂行业地位，加快产业链延伸布局。公司公布《2023年半年度报告》：2023年上半年，受主要产品氟制冷剂、氟发泡剂、氟化氢销量同比下降；氟制冷剂、氟化氢产品价格同比下降等影响，公司实现营业收入17.36亿元（同比-32.41%）；归母净利润1.30亿元（同比-62.30%）。公司负债率11.71%，投资收益-257.29万元，财务费用-7890.06万元，研发费用1823万元（同比+7.76%），毛利率12.19%。其中2023Q2单季度，公司实现营业收入9.59亿元（同比-30.96%）、归母净利润1.10亿元（同比-27.34%、环比+450%）。近三年来，在三代制冷剂仍处于周期底部且近期HFCs制冷剂价格延续回落趋势的背景下，公司仍然实现了平稳有序的生产经营；进一步巩固了制冷剂行业地位，并持续加快产业链延伸布局。

氟发泡剂价格显著提升，静待三代制冷剂周期上行。2023H1原材料采购均价较同期显著下滑，其中硫酸、氯仿、二氯甲烷、四氯乙烯、三氯乙烯、偏氯乙烯采购均价分别同比-79.28%、-46.52%、-38.50%、-41.63%、-29.83%、-42.48%。在原材料的弱支撑下公司部分主营产品价格也有所下调：2023H1，氟制冷剂、氟化氢均价分别为21,447、7,446元/吨，分别同比-22.30%、-9.78%。发泡剂方面，受2023年度氟发泡剂配额加速削减等的影响，国内厂家货源相对紧张，下游需求也相对稳定，产品价格走势平稳。2023H1，公司实现氟发泡剂的产量、销量分别8,265、4,483吨，均价为22,778元/吨，销量同比减少47.43%，价格则上涨了26.50%。制冷剂方面，三代制冷剂价格仍处于底部，静待周期上行。

向氟制冷剂、氟精细化学品、氟聚合物方向进行产业链一体化投资布局。近年来，公司积极布局新材料、新能源等业务领域，并向氟化工下游高附加值领域延伸。目前，公司已布局的项目有：年产3000吨（一期为500吨）LiFSI、5000吨FEP及5000吨PVDF、6000吨六氟磷酸锂及100吨高纯五氟化磷（PF5）、1200吨R116、2万吨高纯电子级氢氟酸等项目。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：维持“买入”评级。氟化工景气度即将从底部逐步复苏，公司作为行业龙头将引领行业发展。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别3.21/5.57/7.72亿元，同比增速-33.8%/+73.3%/38.6%；摊薄EPS=0.53/0.91/1.26元，对应当前股价对应PE=56.5/32.6/23.5X。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,048	4,771	3,472	4,637	5,214
(+/-%)	48.8%	17.8%	-27.2%	33.6%	12.5%
净利润(百万元)	536	486	321	557	772
(+/-%)	141.7%	-9.4%	-33.8%	73.3%	38.6%
每股收益(元)	0.88	0.80	0.53	0.91	1.26
EBIT Margin	18.2%	10.8%	9.2%	13.4%	17.2%
净资产收益率(ROE)	10.1%	8.5%	5.4%	8.7%	11.1%
市盈率(PE)	33.9	37.4	56.5	32.6	23.5
EV/EBITDA	22.7	30.7	45.7	25.9	18.7
市净率(PB)	3.43	3.18	3.05	2.85	2.61

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

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

29.73元

总市值/流通市值

18150/18150百万元

52周最高价/最低价

37.04/22.44元

近3个月日均成交额

196.90百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《三美股份(603379.SH)-业绩同比增长143%，加快氟化工产业链延伸布局》——2022-08-26

《三美股份(603379.SH)-产品盈利修复业绩大幅增长，拟进军含氟聚合物领域》——2022-04-24

《三美股份-603379-2021年三季报点评：三季度业绩环比增长，拟回购股份用于股权激励》——2021-10-30

《三美股份-603379-2021年中报点评：业绩符合预期，拟建六氟磷酸锂项目》——2021-08-28

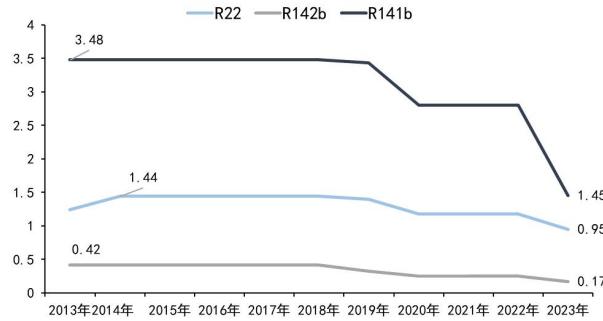
二季度业绩环比显著增长，巩固制冷剂行业地位，加快产业链延伸布局

2023年8月24日晚，公司公布《2023年半年度报告》：2023年上半年，受主要产品氟制冷剂、氟发泡剂、氟化氢销量同比下降；氟制冷剂、氟化氢产品价格同比下降等影响，公司实现营业收入17.36亿元（同比-32.41%）；归母净利润1.30亿元（同比-62.30%）。归母扣非净利润1.26亿元（同比-60.53%）。基本每股收益为0.21元/股。公司负债率11.71%，投资收益-257.29万元，财务费用-7890.06万元，研发费用1823万元（同比+7.76%），毛利率12.19%。其中2023Q2单季度，公司实现营业收入9.59亿元（同比-30.96%）、归母净利润1.10亿元（同比-27.34%、环比+450%）、单季度扣非净利润1.04亿元（同比-26.93%）。

从经营数据上看：原材料方面，2023H1公司原材料采购均价较2022H1同期显著下滑，其中硫酸、氯仿、二氯甲烷、四氯乙烯、三氯乙烯、偏氯乙烯采购均价（不含税）分别为247、2192、2490、5095、5634、8294元/吨，分别同比-79.28%、-46.52%、-38.50%、-41.63%、-29.83%、-42.48%。**在原材料的弱支撑下，公司部分主营产品价格也有所下调**：2023H1，氟制冷剂、氟化氢均价分别为21,447、7,446元/吨，分别同比-22.30%、-9.78%。但值得一提的是，受2023年度氟发泡剂配额加速削减等的影响，国内厂家货源相对紧张，下游需求也相对稳定，产品价格走势平稳。2023年上半年，公司实现氟发泡剂的产量、销量分别8,265、4,483吨，均价为22,778元/吨，销量同比2022年上半年减少47.43%，价格则上涨了26.50%。

整体来说，近三年来，在三代制冷剂仍处于周期底部且近期HFCs制冷剂价格延续回落趋势的背景下，公司仍然实现了平稳有序的生产经营；同时进一步巩固了制冷剂行业地位，并持续加快产业链延伸布局。

图1：三美股份：二代制冷剂的生产配额趋势图



资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

图2：我国R141b配额格局：三美市占率持续在50%以上

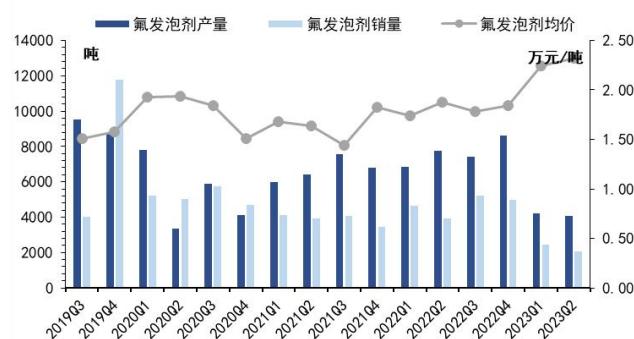


资料来源：生态环境部、国信证券经济研究所整理

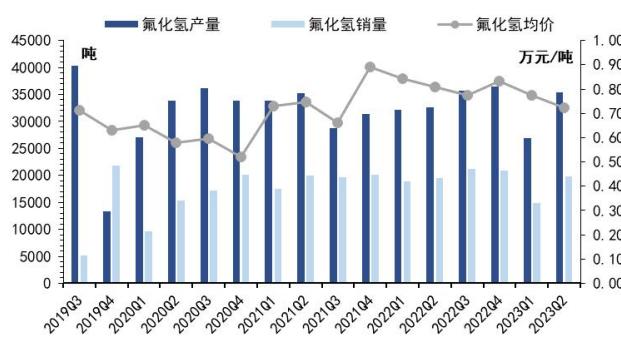
公司现有二代制冷剂R22、R142b、R141b产能分别为1.44万吨、0.42万吨、3.56万吨，2023年公司生产配额分别为0.95、0.17、1.45万吨，其中R22、R141b产品盈利状况整体较好。其中，针对R141b，2022年12月1日，生态环境部发布关于公开征求《关于禁止生产以1,1-二氯-1-氟乙烷(HCFC-141b)为发泡剂的保温管产品、太阳能热水器产品的公告(征求意见稿)》意见的函，自2023年7月1日起，任何企业不得使用R142b为发泡剂生产保温管产品、太阳能热水器产品。

图3：公司氟制冷剂产能产量及均价

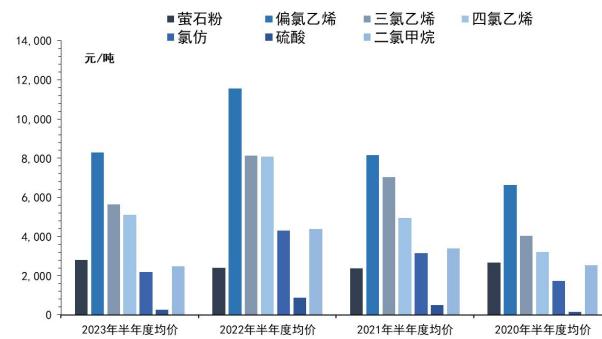

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司氟发泡剂产能产量及均价


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图5：公司氟化氢产品的产能产量及均价


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：2022H1 公司原材料采购均价同比下滑


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

制冷剂：2020-2022年三代制冷剂景气度承压，行业景气度将逐步回升

复盘近三年的三代制冷剂价格走势：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。原料氢氟酸在疫情期间连连走低，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高点。下游空调、汽车行业2020年产销量双双下滑。2021年上半年，除R32价格仍在成本线下徘徊外，其余制冷剂价格均有所回暖，截至2021年6月30日，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%。2021年8月，随原材料氢氟酸、甲烷氯化物、乙烷氯化物等价格持续上涨，并且在能耗双控及限电导致制冷剂开工率不足，而需求端制冷剂进入传统备货旺季的背景下，制冷剂产品价格均出现明显反弹，涨价态势持续至2021年11月初。随后，自2021年11月起，在原料端供给逐步释放的背景下，制冷剂价格均开始普遍回调。2022年，制冷剂价格逐步进入下行通道。进入2023年，制冷剂产品价格变化有所分化：R125价格跟随成本四氯乙烯持续下跌、R32价格在中低位震荡、R134a价格先抑后扬。2023年厄尔尼诺现象或再度来临，高温天气或将延续，传统需求

旺季市场仍将值得期待。

目前，《〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》已正式对中国生效。根据协议，到2045年，中国将比2020—2022年基准减少80%的氢氟碳化合物使用。这意味着中国将对HFCs（氢氟碳化物）相关化学品进行管控，包括2024年冻结HFCs生产和消费。2020—2022需求端受疫情反复冲击，下游汽车/空调/家电对制冷剂需求表现疲弱；且处于第三代制冷剂配额抢占的窗口期，供应相对宽裕。目前，我国三代制冷剂产能过剩的格局正逐步缓解。制冷剂中长期需求有望继续增长，同时伴随未来配额即将在立法层面落地，我们看好三代制冷剂价格中枢有望持续提升，制冷剂即将开启景气上行周期。

此外，R142b方面，自2021年5月起，R142b作为PVDF的原料，产品价格大幅上涨，产品盈利水平同比大幅提升；然而随着产能持续大幅扩张，2022年3月R142b价格达到顶部20万元/吨后，价格已经步入下行通道，目前市场价为1.9万元/吨，盈利能力已出现大幅缩窄，部分其余企业处于盈亏平衡的边缘。

图7：R22价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图8：R32价格与价差跟踪



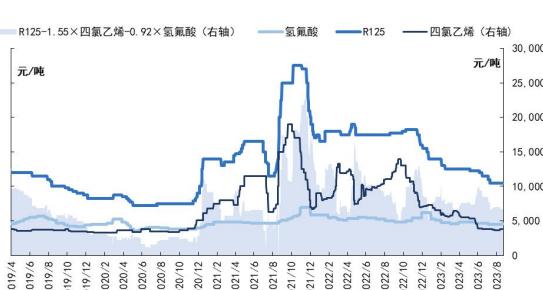
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图9：R134a价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图10：R125价格与价差跟踪



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图11：萤石-氢氟酸产品价格与价差走势


资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图12：R142b 产品价格与价差走势：景气度已经明显下行


资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

向氟制冷剂、氟精细化学品、氟聚合物方向进行产业链一体化投资布局

目前，公司已布局的项目有：年产3000吨（一期为500吨）LiFSI、5000吨FEP及5000吨PVDF、6000吨六氟磷酸锂及100吨高纯五氟化磷（PF5）、1200吨R116、2万吨高纯电子级氢氟酸等项目。

在半导体方向上将持续扩张电子级氢氟酸（蚀刻级氢氟酸）产能。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。

进军新能源领域，布局六氟磷酸锂及LiFSI等项目。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（LiFSI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”。目前，公司在氟精细化学品领域投资的部分相关项目尚未达产。

进军含氟聚合物领域，重点建设FEP、PVDF等项目。我国近年来电线电缆尤其是高性能电线电缆的快速增长，对FEP需求迅速增加，市场需求潜力大；另外，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，受益于旺盛的终端需求，将具有广阔的市场空间和良好的产业发展前景。三美股份公司拥有上游R142b产品产能，将在PVDF等产业链延伸方向上具备上下游配套优势。此举符合公司“向氟制冷剂、氟精细化学品、氟聚合物方向进行产业链一体化投资布局”

的战略方向。目前，公司“年产 9 万吨无水氟化氢及年产 1 万吨三氟乙烷改造项目”、“5,000t/a 聚全氟乙丙烯（FEP 及 5,000t/a 聚偏氟乙烯（PVDF）项目”已取得环评批复。

投资建议：维持“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。考虑到 R142b 景气度出现明显降低，三代制冷剂景气度恢复需要一定过程，我们下调公司 2023 年盈利预测，并新增公司 2024–2025 年盈利预测：我们预计公司 2023–2025 年归母净利润分别 3.21/5.57/7.72 亿元（前期 2023/2024 年预测值为 11.15/14.79 亿元），同比增速-33.8%/+73.3%/38.6%；摊薄 EPS=0.53/0.91/1.26 元（前期 2023/2024 年预测值为 1.83/2.42 元），对应当前股价对应 PE=56.5/32.6/23.5X。维持“买入”评级。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1613	3501	3080	3574	4020	营业收入	4048	4771	3472	4637	5214
应收款项	702	408	431	592	586	营业成本	3110	4004	2831	3584	3844
存货净额	503	547	397	524	541	营业税金及附加	12	21	10	14	16
其他流动资产	184	148	684	423	555	销售费用	61	65	81	125	141
流动资产合计	4815	4733	4721	5241	5832	管理费用	127	166	231	292	318
固定资产	740	955	1006	1113	1158	财务费用	3	(161)	(38)	(28)	(29)
无形资产及其他	176	243	238	233	228	投资收益	(1)	(2)	9	9	9
投资性房地产	164	309	309	309	309	资产减值及公允价值变动	90	52	58	58	58
长期股权投资	156	189	189	189	189	其他收入	(111)	(78)	0	0	0
资产总计	6051	6430	6463	7085	7716	营业利润	713	647	424	716	992
短期借款及交易性金融负债	1	0	0	0	0	营业外净收支	(9)	(4)	(1)	(1)	(1)
应付款项	332	331	215	272	292	利润总额	703	643	423	715	991
其他流动负债	406	370	334	426	458	所得税费用	167	158	101	158	219
流动负债合计	739	701	548	698	750	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	536	486	321	557	772
其他长期负债	24	19	19	19	19						
长期负债合计	24	19	19	19	19						
负债合计	763	720	567	717	769						
少数股东权益	0	0	0	0	0	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股东权益	5288	5710	5951	6368	6947	净利润	536	486	321	557	772
负债和股东权益总计	6051	6430	6518	7085	7716	资产减值准备	26	7	17	5	3
						折旧摊销	97	101	90	106	115
						公允价值变动损失	(90)	(52)	(58)	(58)	(58)
						财务费用	3	(161)	(38)	(28)	(29)
						营运资本变动	(260)	104	(544)	128	(89)
						其它	(26)	(7)	(17)	(5)	(3)
						经营活动现金流	283	639	(191)	734	739
						资本开支	0	(369)	(150)	(100)	(100)
						其它投资现金流	(842)	1685	0	0	0
						投资活动现金流	(863)	1283	(150)	(100)	(100)
						权益性融资	(17)	0	0	0	0
						负债净变化	0	0	0	0	0
						支付股利、利息	(67)	(104)	(80)	(139)	(193)
						其它融资现金流	(141)	174	(0)	0	0
						融资活动现金流	(293)	(34)	(81)	(139)	(193)
						现金净变动	(873)	1889	(422)	494	446
						货币资金的期初余额	2485	1613	3501	3080	3574
						货币资金的期末余额	1613	3501	3080	3574	4020
						企业自由现金流	0	224	(362)	619	623
						权益自由现金流	0	399	(333)	641	646

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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