

## 三美股份(603379.SH)

## 2023年业绩承压，2024Q1量价齐升

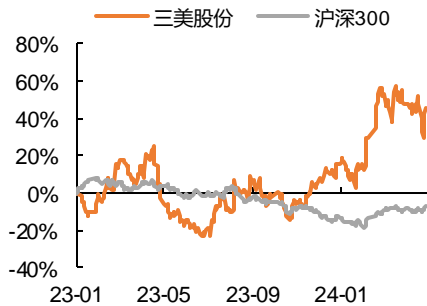
## 推荐（维持）

现价：42.80元

## 主要数据

行业	基础化工
公司网址	www.sanmeichem.com
大股东/持股	胡荣达 / 37.83%
实际控制人	胡荣达, 胡洪翔
总股本(百万股)	610
流通A股(百万股)	610
流通B/H股(百万股)	--
总市值(亿元)	261
流通A股市值(亿元)	261
每股净资产(元)	9.95
资产负债率(%)	10.86

## 行情走势图



## 相关研究报告

《三美股份(603379.SH)首次覆盖：纯粹的制冷剂龙头，奠定三代高配额》2024-03-05

## 证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号  
S1060523110001  
chenxiaorong186@pingan.com.cn

## 研究助理

马书蕾 一般证券业务资格编号  
S1060122070024  
mashulei362@pingan.com.cn

## 事项：

公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报，2023 年公司实现营收 33.34 亿元，yoy-30.12%；实现归母净利润 2.80 亿元，yoy-42.41%；归母扣非净利润 2.09 亿元，yoy-53.62%，2023 年利润分配预案：每 10 股派发现金红利 2.3 元（含税）。2024 年一季度，公司实现营收 9.59 亿元，yoy+23.28%；实现归母净利润 1.54 亿元，yoy+672.53%；归母扣非净利润 1.54 亿元，yoy+610.63%。

## 平安观点：

- 2023 年需求较疲软、供应相对过剩，制冷剂量价承压。**2023 年国内制冷剂在经历 2020-2022 基线年配额竞争的情况下，头部企业大量扩产能，市场供应相对过剩，加上宏观经济弱复苏、需求较疲软，制冷剂价格下滑。2023 年公司最主要的产品氟制冷剂营收为 25.09 亿元，同比下降 30.95%，产销量分别为 15.65 万吨和 12.34 万吨，同比下降 16.75%和 12.39%，产品年均均价为 2.03 万元/吨，同比下降 21.18%，主要原材料萤石粉因矿山开采监管趋严，供应紧张，年均价同比上涨 15.74%，其余原料偏氯乙烯、三氯乙烯、四氯乙烯、硫酸等价格均呈较大降幅。
- 2024 年 HFCs 供应总量受限，终端需求向好，制冷剂量价触底反弹。**2024 年三代制冷剂 HFCs 开始实行配额制，供应总量受控，加上国内制造业回暖和以旧换新政策推进，空调、汽车等下游市场需求表现向好（据 ifind 数据，2024Q1 我国家用空调销量同比增长 19.4%，汽车销量同比增长 10.6%），主流制冷剂品种价格上涨。2024Q1 公司氟制冷剂产品量价触底反弹，该业务实现营收 7.69 亿元，同比增长 30.05%，产销量分别为 4.11 万吨和 3.23 万吨，同比增加 32.86%和 19.89%，产品季度均价同比上涨 8.47%、环比上涨 25.71%至 2.38 万元/吨，主要原料萤石粉价格同比上涨 9.54%。以 R22、R32、R134a 等为代表的制冷剂价格价差上行带动公司毛利率提升，2024Q1 公司销售毛利率达 22.77%，同比提升 12.63 个百分点。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4771	3334	4171	4994	5583
YOY(%)	17.8	-30.1	25.1	19.7	11.8
归母净利润(百万元)	486	280	694	783	806
YOY(%)	-9.4	-42.4	148.2	12.9	2.9
毛利率(%)	16.1	13.4	23.8	22.5	20.4
净利率(%)	10.2	8.4	16.6	15.7	14.4
ROE(%)	8.5	4.7	10.7	11.0	10.3
EPS(摊薄/元)	0.80	0.46	1.14	1.28	1.32
P/E(倍)	53.8	93.4	37.6	33.4	32.4
P/B(倍)	4.6	4.4	4.0	3.7	3.3

- **产能及配额方面：**公司现有原料无水氟化氢产能 22.10 万吨，二代制冷剂 HCFC-22 产能 1.44 万吨（2024 年用于制冷剂的生产配额 0.95 万吨，占全国生产配额的 5.29%）、HCFC-142b 产能 0.42 万吨（2024 年用于制冷剂的生产配额 0.17 万吨，占全国生产配额的 18.24%）；三代制冷剂 HFC-134a 产能 6.5 万吨（2024 年生产配额 5.15 万吨，占全国生产配额的 23.88%）、HFC-125 产能 5.2 万吨（2024 年生产配额 3.15 万吨，占全国生产配额的 19.01%）、HFC-32 产能 4 万吨（2024 年生产配额 2.78 万吨，占全国配额的 11.60%）、HFC-143a 产能 1 万吨（2024 年生产配额 0.63 万吨，占全国配额的 13.81%）。
- **投资建议：**公司作为国内制冷剂头部供应商，在核发的 2024 年三代制冷剂生产总量中获取高配额。HFCs 制冷剂供应总量受控，下游需求在以旧换新政策驱动下向好，行业基本面回暖，氟化工产业长景气周期开启，主流制冷剂品种价格上涨，公司将在上行周期中实现量价齐升，同时在制冷剂行业集中度提升的趋势下，头部地位加固。预计 2024-2025 年实现归母净利润 6.94、7.83 亿元（较原值 7.05、8.11 亿元小幅下调，考虑到目前核发的配额供应压力尚小，小幅下调整剂价格涨幅），新增预计 2026 年归母净利润 8.06 亿元，对应 2024 年 4 月 29 日收盘价 PE 分别为 37.6、33.4、32.4 倍。看好氟化工产业长景气周期开启，公司产品量价提升带动业绩增长，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 供应过剩的压力：前期企业为竞争配额大幅扩产致市场产能有所过剩，后续配额管控正式实施，若市场供应仍显宽松，则可能对企业盈利能力改善预期形成一定冲击。2) 下游需求不及预期的风险：终端空调、冰箱、汽车等需求若处持续疲软状态，则对氟化工制冷剂产业造成不利影响。3) 原材料萤石等价格大幅波动的风险：若上游核心原料萤石价格大幅波动，则可能会对制冷剂产品利润造成较大影响。4) 制冷剂价格回落的风险：若市场供需结构未如预期改善，制冷剂前期价格超涨可能在后续快速回落，从而影响公司业绩。

## 资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4283	4968	6028	6934
现金	3187	3564	4376	5091
应收票据及应收账款	426	592	709	792
预付账款	25	44	52	58
其他应收款	13	14	16	18
存货	543	516	628	721
其他流动资产	88	239	247	253
<b>非流动资产</b>	2446	2263	2018	1917
长期投资	402	394	386	377
固定资产	1113	1013	857	737
无形资产	340	284	227	212
其他非流动资产	590	573	548	591
<b>资产总计</b>	6729	7231	8046	8851
<b>流动负债</b>	820	742	903	1035
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	608	424	516	593
其他流动负债	212	319	387	442
<b>非流动负债</b>	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	836	759	919	1051
少数股东权益	0	0	0	0
股本	610	610	610	610
资本公积	1584	1584	1584	1584
留存收益	3698	4278	4932	5605
<b>归属母公司股东权益</b>	5892	6472	7127	7800
<b>负债和股东权益</b>	6729	7231	8046	8851

## 现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	483	643	841	861
净利润	280	694	783	806
折旧摊销	127	275	287	292
财务费用	-124	-132	-155	-185
投资损失	13	2	5	-2
营运资金变动	59	-206	-88	-58
其他经营现金流	129	11	8	8
<b>投资活动现金流</b>	-715	-284	-55	-198
资本支出	651	100	50	200
长期投资	-116	0	0	0
其他投资现金流	-1251	-384	-105	-398
<b>筹资活动现金流</b>	-147	17	26	52
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-0	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-147	17	26	52
<b>现金净增加额</b>	-361	376	812	715

资料来源: 同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位: 百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	3334	4171	4994	5583
营业成本	2887	3180	3873	4447
税金及附加	20	21	23	25
销售费用	56	63	72	81
管理费用	163	177	200	218
研发费用	53	54	57	56
财务费用	-124	-132	-155	-185
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	16	21	25	28
其他收益	12	13	13	13
公允价值变动收益	2	15	18	20
投资净收益	-13	-2	-5	2
资产处置收益	2	1	1	1
<b>营业利润</b>	299	855	975	1005
营业外收入	86	86	86	86
营业外支出	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	375	932	1052	1082
所得税	96	238	268	276
<b>净利润</b>	280	694	783	806
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	280	694	783	806
EBITDA	378	1075	1184	1190
EPS (元)	0.46	1.14	1.28	1.32

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-30.1	25.1	19.7	11.8
营业利润(%)	-53.9	186.3	14.0	3.1
归属于母公司净利润(%)	-42.4	148.2	12.9	2.9
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	13.4	23.8	22.5	20.4
净利率(%)	8.4	16.6	15.7	14.4
ROE(%)	4.7	10.7	11.0	10.3
ROIC(%)	2.3	9.8	9.9	9.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	12.4	10.5	11.4	11.9
净负债比率(%)	-54.1	-55.1	-61.4	-65.3
流动比率	5.2	6.7	6.7	6.7
速动比率	4.5	5.9	5.9	5.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	7.8	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	11.0	15.6	15.6	15.6
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.46	1.14	1.28	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.05	1.38	1.41
每股净资产(最新摊薄)	9.65	10.60	11.67	12.78
<b>估值比率</b>				
P/E	93.4	37.6	33.4	32.4
P/B	4.4	4.0	3.7	3.3
EV/EBITDA	53.5	23.9	21.6	21.3

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层