

三美股份 (603379.SH)

投资布局四代制冷剂，制冷剂产品不断完善

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码: S0980520120002
证券分析师: 张歆钰	021-60375408	zhangxinyu4@guosen.com.cn	执证编码: S0980524080004

事项:

公司公告: 2024年9月19日, 公司发布对外投资公告, 公司拟投资15.70亿元, 建设9万吨/年环氧氯丙烷(ECH)、1万吨/年四氟丙烯(HFO-1234yf)、2万吨/年聚偏氟乙烯(PVDF)。项目建设周期预计为4年, 项目分三期建设, 其中一期项目包括建设5万吨/年ECH、3万吨/年LNG(液化天然气)气站; 二期项目将建设1万吨/年HFO-1234yf、2万吨/年PVDF, 二期项目将视一期项目情况择机启动建设; 三期项目包括建设4万吨/年ECH、10万吨/年精甘油(为9万吨/年ECH的配套原料), 三期项目将视一期、二期项目建设情况择机启动建设。

国信化工观点: 1) 二代、三代制冷剂供给端具备长期约束, 四代制冷剂具备极高的专利壁垒, 看好配额约束下二代、三代制冷剂景气度延续, 四代制冷剂远期广阔替代前景; 2) 今年为我国三代制冷剂配额限制元年, 公司投资布局四代制冷剂产能有利于抓住第四代制冷剂产品的发展机遇, 对制冷剂产品进行更新换代, 巩固制冷剂业务优势; 3) 投建9万吨甘油法ECH, 以甘油、氯化氢为主要原料, 有助于消化公司副产品HCl。随着三代制冷剂产品供给侧结构性改革不断深化, 行业竞争格局趋向集中, 三代制冷剂有望保持长期的景气周期, 公司作为行业领先企业将持续受益。公司积极布局第四代制冷剂、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。2024年上半年制冷剂产品价格已出现上涨, 公司制冷剂产品量价齐升, 我们维持2024-2026年盈利预测: 预计公司2024-2026年归母净利润分别5.45/6.38/7.62亿元, 同比增速95.0%/17.0%/19.5%; 摊薄EPS为0.89/1.04/1.25元; 对应当前股价对应PE为32.0/27.4/22.9X。维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 生态环境部发布2025年制冷剂配额方案征求意见稿, 看好二代、三代制冷剂产品景气度延续

2024年9月14日, 生态环境部发布《关于公开征求2025年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物配额总量设定和分配方案意见的函》, 方案初步制定了2025年二代制冷剂(HCFCs)与三代制冷剂(HFCs)的配额总量及分配方案, 并对方案编制进行了说明。方案整体遵循目标导向、稳中求进、分段实施、分类施策的工作原则, 二代制冷剂配额严格落实年度履约淘汰任务, 三代制冷剂配额在综合考虑行业发展需求和2024年度HFCs配额实施情况下, 对部分产品的配额发放进行了细微调整。我们认为, 配额征求意见稿的发布预示着政策严肃性将持续, 在供给端长期强约束的背景下, 我们持续看好制冷剂产品的景气度延续。

◆ 四代制冷剂具备极高的专利壁垒, 随着全球低GWP(全球变暖能值)制冷剂趋势发展, 四代制冷剂应用前景广阔

四代制冷剂中的四氟丙烯(HFO-1234yf), 具有零臭氧潜能值、微可燃、低全球变暖潜能值(GWP)、制冷能效高、安全性高等特点, 在汽车空调、家用制冷、商用制冷等领域具有广阔应用前景。当前美国环境保护署现已批准使用具有低GWP的R1234yf制冷剂替代R134a制冷剂, R134a已经计划于2021年禁止在新乘乘用车和轻型卡车汽车空调系统中使用; 欧美国家也已经开始逐步淘汰车用的三代制冷剂R134a, 欧盟将在其新车辆中使用R1234yf和R744。我国作为制冷剂生产、消费大国, 受广阔的市场前景吸引, 国际厂商纷纷在国内建厂或授权代工, 在此背景下, 我国R1234yf制冷剂产业规模不断扩大, 但国际氟化工巨头对四代制冷剂进行了完善的专利布局, 形成了极高的专利壁垒, 此外, R1234yf价格较为昂贵, 在6-7万

欧元/吨区间波动，因此国内 R1234yf 制冷剂市场应用规模较小。但根据《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》《〈关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书〉基加利修正案》，我国已对第二代制冷剂产品实施淘汰政策，并对第三代制冷剂产品实施了配额管理。在此背景下，公司建设 R1234yf 有利于抓住第四代制冷剂产品的发展机遇，对制冷剂产品进行更新换代，巩固公司在制冷剂业务优势。

◆ **投建 9 万吨甘油法 ECH，以甘油、氯化氢为主要原料，有助于消化公司副产品 HCl**

环氧氯丙烷（ECH）是一种重要的有机化工原料和精细化工产品，可作为原料生产环氧树脂、氯醇橡胶等产品，也可用作溶剂、增塑剂、阻燃剂和表面活性剂等，用途广泛。公司新产能采用甘油法制备 ECH，以甘油、氯化氢（HCl）为主要原料，有助于公司消化副产物氯化氢；使用甘油代替丙烯生产 ECH，可以减少对石油资源的使用。通过该工艺生产 ECH，不仅提高了资源的利用率，降低了 ECH 的生产成本，符合环保和可持续发展的要求。

此外，公司在在建 5000 吨/年聚全氟乙丙烯（FEP）及 5000 吨/年聚偏氟乙烯（PVDF）项目的基础上，投资建设 2 万吨/年 PVDF 产能，有助于公司发挥规模效应，实现降本增效。

◆ **投资建议：**

随着三代制冷剂产品供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，三代制冷剂有望保持长期的景气周期，公司作为行业领先企业将持续受益。公司积极布局第四代制冷剂、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。2024 年上半年制冷剂产品价格已出现上涨，公司制冷剂产品量价齐升，我们维持 2024-2026 年盈利预测：预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 5.45/6.38/7.62 亿元，同比增速 95.0%/17.0%/19.5%；摊薄 EPS 为 0.89/1.04/1.25 元；对应当前股价对应 PE 为 32.0/27.4/22.9X。维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(2024/9/18) (元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	
600160	巨化股份	优于大市	16.69	0.35	0.74	0.95	47.18	22.55	17.57	2.71
605020	永和股份	优于大市	14.65	0.48	0.86	1.28	51.63	17.03	11.45	2.18
600378	昊华科技	优于大市	25.40	0.99	1.78	2.19	30.88	14.27	11.60	3.27
平均值				0.61	1.13	1.47	43.23	17.95	13.54	2.72
603379	三美股份	优于大市	28.59	0.46	0.89	1.04	74.22	32.01	27.36	2.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测（备注：上述公司盈利预测均为国信证券经济研究所预测）

◆ **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。

相关研究报告：

- 《三美股份（603379.SH）-制冷剂盈利能力提升，产品布局不断完善》——2024-08-27
- 《三美股份（603379.SH）-一季度归母净利润增长 673%，丰富产品组合及营销优势》——2024-04-30
- 《三美股份（603379.SH）-生产经营持续稳健，稳步推进氟聚合物项目建设》——2023-10-31
- 《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》——2023-08-25

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3501	3187	2600	2755	2800	营业收入	4771	3334	4885	5263	5364
应收款项	408	303	570	514	546	营业成本	4004	2887	3784	4010	3949
存货净额	547	543	611	644	663	营业税金及附加	21	20	22	24	24
其他流动资产	148	229	962	521	652	销售费用	65	56	114	142	145
流动资产合计	4733	4283	4764	4453	4681	管理费用	166	163	339	349	355
固定资产	955	1341	1757	2136	2483	财务费用	(161)	(124)	(27)	(17)	(26)
无形资产及其他	243	340	333	327	320	投资收益	(2)	(13)	(5)	(5)	(5)
投资性房地产	309	362	362	362	362	资产减值及公允价值变动	52	2	48	48	48
长期股权投资	189	402	402	402	402	其他收入	(78)	(23)	0	0	0
资产总计	6430	6729	7619	7680	8248	营业利润	647	299	696	798	958
短期借款及交易性金融负债	0	1	432	0	54	营业外净收支	(4)	77	21	21	21
应付款项	331	608	503	529	517	利润总额	643	375	717	819	979
其他流动负债	370	212	392	414	406	所得税费用	158	96	172	181	217
流动负债合计	701	820	1328	943	977	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	486	280	545	638	762
其他长期负债	19	16	16	16	16						
长期负债合计	19	16	16	16	16	现金流量表 (百万元)					
负债合计	720	836	1344	960	994	净利润	486	280	545	638	762
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	7	(38)	(0)	(0)	(0)
股东权益	5710	5892	6274	6721	7254	折旧摊销	101	114	139	175	207
负债和股东权益总计	6430	6729	7618	7680	8248	公允价值变动损失	(52)	(2)	(48)	(48)	(48)
						财务费用	(161)	(124)	(27)	(17)	(26)
关键财务与估值指标						营运资本变动	104	53	(992)	513	(202)
每股收益	0.80	0.46	0.89	1.04	1.25	其它	(7)	38	0	0	0
每股红利	0.17	0.24	0.27	0.31	0.37	经营活动现金流	639	445	(356)	1279	720
每股净资产	9.35	9.65	10.28	11.01	11.88	资本开支	0	(456)	(500)	(500)	(500)
ROIC	9%	3%	8%	9%	11%	其它投资现金流	1685	108	0	0	0
ROE	9%	5%	9%	9%	11%	投资活动现金流	1652	(561)	(500)	(500)	(500)
毛利率	16%	13%	23%	24%	26%	权益性融资	66	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	6%	13%	14%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	10%	16%	17%	20%	支付股利、利息	(104)	(146)	(164)	(191)	(229)
收入增长	18%	-30%	47%	8%	2%	其它融资现金流	(261)	94	432	(432)	54
净利润增长率	-9%	-42%	95%	17%	20%	融资活动现金流	(403)	(198)	268	(624)	(174)
资产负债率	11%	12%	18%	12%	12%	现金净变动	1889	(314)	(587)	155	45
息率	0.4%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	货币资金的期初余额	1613	3501	3187	2600	2755
P/E	53.8	93.4	47.9	41.0	34.3	货币资金的期末余额	3501	3187	2600	2755	2800
P/B	4.6	4.4	4.2	3.9	3.6	企业自由现金流	0	(134)	(877)	763	198
EV/EBITDA	43.6	83.6	35.9	29.6	24.7	权益自由现金流	0	(40)	(424)	344	272

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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所提及的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