

# 三美股份 (603379.SH)

## 制冷剂行业景气度有望持续，看好公司新产品布局

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,771	3,334	4,348	5,408	6,218
增长率 yoy (%)	17.8	-30.1	30.4	24.4	15.0
归母净利润(百万元)	486	280	806	1,132	1,437
增长率 yoy (%)	-9.4	-42.4	188.3	40.4	26.9
ROE (%)	8.5	4.7	12.3	14.9	16.2
EPS 最新摊薄 (元)	0.80	0.46	1.32	1.85	2.35
P/E (倍)	46.1	80.0	27.7	19.8	15.6
P/B (倍)	3.9	3.8	3.4	3.0	2.5

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

**事件:** 2024年10月29日, 三美股份发布2024年三季报。公司2024年前三季度公司营业收入为30.39亿元, 同比上升16.50%, 归母净利润为5.61亿元, 同比上升135.63%, 扣非净利润为5.49亿元, 同比上升222.66%; 对应3Q24营业收入为9.99亿元, 同比上升14.48%, 环比下降7.64%, 归母净利润为1.77亿元, 同比上升63.55%, 环比下降22.77%。

**制冷剂行业景气度较高, 公司前三季度利润同比高增。**根据公司2023及2024年前三季度经营数据披露, 2024年三季度公司氟制冷剂产量为12.7万吨, 同比上升6.4%, 销量为9.7万吨, 同比下降0.2%, 均价为25449.7元/吨, 同比上升23.0%; 氟发泡剂产量为1.3万吨, 同比上升6.3%, 销量为0.7万吨, 同比上升18.0%, 均价为16689.7元/吨, 同比下降24.2%; 氟化氢产量为10.2万吨, 同比上升4.3%, 销量为5.1万吨, 同比下降8.1%, 均价为7671.2元/吨, 同比增加5%。

根据百川盈孚数据显示, 截至2024年10月25日, R32市场均价为39000元/吨, 年初至今上涨129.41%; R125市场均价为35500元/吨, 年初至今上涨29.09%; R134a均价为34500元/吨, 年初至今上涨25.45%。2025年三代制冷剂供给端约束仍在, 根据《2025年度氢氟碳化合物配额总量设定与分配方案》, 国内除增发HFC-32生产配额45000吨; HFC-245fa生产配额8000吨; HFC-41生产配额50吨; HFC-236ea生产配额50吨, 其他品种HFCs生产配额与2024年度永久性配额调整后的配额相同。我们认为在供给端约束不变的背景下, 随着制冷剂需求的向好以及前期库存的逐步消耗, 三代制冷剂行业有望维持较高景气度, 公司盈利水平有望持续提升。

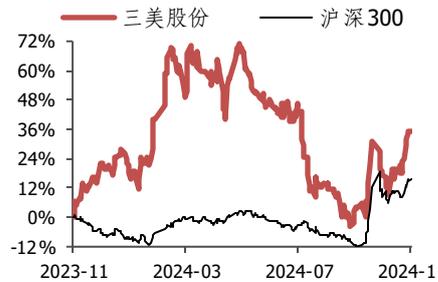
公司前三季度销售费用率为1.22%, 同比下降0.40pcts, 管理费用率为3.93%, 同比下降0.31pcts, 研发费用率为1.87%, 同比上升0.63pcts, 财务费用率为-2.20%, 同比上升4.85pcts。毛利率28.28%, 同比上升15.86pcts, 净利率18.40%, 同比上升9.28pcts。

**2024年前三季度公司各项现金流净额变化较大。**2024年前三季度公司经营性活动产生现金流净额3.16亿, 同比下降25.81%; 投资活动产生现金流净额为-8.33亿, 同比下降99.59%; 筹资活动产生现金流净额为-2.62亿, 同比下降78.84%。应收账款同比上升54.99%, 应收账款周转率有所上升, 由

### 买入 (维持评级)

股票信息	
行业	基础化工
2024年11月11日收盘价(元)	36.65
总市值(百万元)	22,374.06
流通市值(百万元)	22,374.06
总股本(百万股)	610.48
流通股本(百万股)	610.48
近3月日均成交额(百万元)	230.50

### 股价走势



### 作者

<b>分析师</b> 肖亚平
执业证书编号: S1070523020001
邮箱: xiaoyaping@cgws.com
<b>联系人</b> 林森
执业证书编号: S1070123060039
邮箱: linsen@cgws.com

### 相关研究

- 《制冷剂行业景气提升, 公司业绩改善, 看好公司氟化工一体化布局》2024-09-19
- 《三代制冷剂价格向上, 持续看好制冷剂行业景气度提升》2024-05-30

2023 年同期的 7.98 次变为 8.45 次。存货同比上升 30.80%，存货周转率有所下降，由 2023 年同期的 4.83 次变为 4.10 次。

**公司布局四代制冷剂等产品，丰富自身产品结构。**根据公司 9 月 20 日对外投资公告披露，公司计划建设 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）建设项目，项目总投资预计为 15.70 亿元人民币。项目共分三期建设，一期项目主要包括 5 万吨/年环氧氯丙烷（ECH）、3 万吨/年 LNG（液化天然气）气站；二期项目主要包括 1 万吨/年四氟丙烯（HFO-1234yf）、2 万吨/年聚偏氟乙烯（PVDF）；三期项目主要包括 4 万吨/年环氧氯丙烷（ECH）、10 万吨/年精甘油（9 万吨/年环氧氯丙烷（ECH）的配套原料）。四氟丙烯（HFO-1234yf）作为第四代制冷剂，具有零臭氧潜能值、微可燃、低全球变暖潜能值、制冷能效高等特点，在制冷等领域具有广阔应用前景。我们看好公司相关项目的实施，预计随着公司产品结构的进一步丰富，公司综合竞争实力将进一步增强。

**投资建议：**我们预计三美股份 2024-2026 年收入分别为 43.48/54.08/62.18 亿元，同比增长 30.4%/24.4%/15.0%，归母净利润分别为 8.06/11.32/14.37 亿元，同比增长 188.3%/40.4%/26.9%，对应 EPS 分别为 1.32/1.85/2.35 元。结合公司 11 月 11 日收盘价，对应 PE 分别为 28/20/16 倍。我们基于以下两个方面：1) 我们认为在供给端约束不变的背景下，随着制冷剂需求的向好以及前期库存的逐步消耗，三代制冷剂行业有望维持较高景气度，公司盈利水平有望持续提升；2) 我们看好公司相关项目的实施，预计随着公司产品结构的进一步丰富，公司综合竞争实力将进一步增强，维持“买入”评级。

**风险提示：**安全环保风险，行业周期性波动风险，出口量不及预期风险，原材料价格大幅波动风险

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	4733	4283	5667	6712	7779
现金	3501	3187	4157	5171	5945
应收票据及应收账款	370	279	567	485	725
其他应收款	38	25	57	44	72
预付账款	16	13	24	22	31
存货	547	543	626	754	769
其他流动资产	261	236	236	236	236
<b>非流动资产</b>	1696	2446	2602	2751	2809
长期股权投资	189	402	395	387	380
固定资产	696	1113	1289	1436	1483
无形资产	243	340	383	429	481
其他非流动资产	568	591	535	499	465
<b>资产总计</b>	6430	6729	8269	9464	10588
<b>流动负债</b>	701	820	1678	1837	1631
短期借款	0	0	897	764	678
应付票据及应付账款	331	608	399	789	522
其他流动负债	370	212	382	283	431
<b>非流动负债</b>	19	16	16	16	16
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	16	16	16	16
<b>负债合计</b>	720	836	1694	1853	1648
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	610	610	610	610	610
资本公积	1553	1584	1584	1584	1584
留存收益	3582	3716	4260	5019	5932
归属母公司股东权益	5710	5892	6575	7611	8940
<b>负债和股东权益</b>	6430	6729	8269	9464	10588

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	629	484	408	1483	1105
净利润	486	280	806	1132	1437
折旧摊销	111	127	153	187	219
财务费用	-161	-124	-86	-91	-145
投资损失	2	13	-3	3	4
营运资金变动	90	59	-459	260	-412
其他经营现金流	102	130	-3	-8	1
<b>投资活动现金流</b>	1242	-715	-280	-314	-262
资本支出	429	649	316	344	284
长期投资	1662	-116	7	8	8
其他投资现金流	9	49	29	23	14
<b>筹资活动现金流</b>	-22	-147	-55	-23	19
短期借款	0	0	897	-132	-86
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-47.07	31	0	0	0
其他筹资现金流	25	-178	-951	109	104
<b>现金净增加额</b>	1915	-361	73	1146	861

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

## 利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	4771	3334	4348	5408	6218
营业成本	4004	2887	3095	3653	4033
营业税金及附加	21	20	19	24	30
销售费用	65	56	69	83	96
管理费用	166	163	170	208	251
研发费用	38	53	51	68	80
财务费用	-161	-124	-86	-91	-145
资产和信用减值损失	-19	17	-23	-18	-19
其他收益	18	12	16	14	15
公允价值变动收益	14	2	25	25	16
投资净收益	-2	-13	3	-3	-4
资产处置收益	0	2	1	1	1
<b>营业利润</b>	647	299	1052	1481	1884
营业外收入	4	86	36	40	41
营业外支出	8	9	18	20	14
<b>利润总额</b>	643	375	1070	1502	1912
所得税	158	96	264	370	475
<b>净利润</b>	486	280	806	1132	1437
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	486	280	806	1132	1437
EBITDA	684	391	1141	1600	2008
EPS (元/股)	0.80	0.46	1.32	1.85	2.35

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	17.8	-30.1	30.4	24.4	15.0
营业利润 (%)	-9.2	-53.9	252.2	40.8	27.2
归属母公司净利润 (%)	-9.4	-42.4	188.3	40.4	26.9
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	16.1	13.4	28.8	32.4	35.1
净利率 (%)	10.2	8.4	18.5	20.9	23.1
ROE (%)	8.5	4.7	12.3	14.9	16.2
ROIC (%)	7.5	3.3	10.0	12.7	14.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	11.2	12.4	20.5	19.6	15.6
净负债比率 (%)	-61.0	-53.8	-49.5	-57.9	-59.1
流动比率	6.7	5.2	3.4	3.7	4.8
速动比率	5.9	4.5	2.9	3.2	4.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	9.5	10.3	10.3	10.3	10.3
应付账款周转率	21.7	11.5	11.5	11.5	11.5
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.80	0.46	1.32	1.85	2.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.03	0.79	0.67	2.43	1.81
每股净资产 (最新摊薄)	9.35	9.65	10.74	12.41	14.56
<b>估值比率</b>					
P/E	46.1	80.0	27.7	19.8	15.6
P/B	3.9	3.8	3.4	3.0	2.5
EV/EBITDA	27.4	49.1	16.8	11.2	8.5

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
邮编：100044

传真：86-10-88366686