

## 三代剂盈利承压 22 年和 23Q1 业绩同比下滑, 随供需格局优化盈利有望改善

### 核心观点

2022 年公司实现营业收入 47.71 亿, 同比+17.84%; 归母净利润 4.86 亿, 同比-9.44%; 其中, 对应 Q4 单季实现营收 10.03 亿, 同比-23.45%, 实现归母净利润 0.24 亿, 同比-91.87%。2023Q1 公司实现营业收入 7.78 亿, 同比-34.12%; 归母净利润 0.20 亿元, 同比-89.65%; 主要系三代剂盈利承压, 续随着三代剂供需格局逐步向好, 公司主营产品盈利能力预计将迎来边际改善。

### 事件

公司发布 2022 年报和 2023 年一季报: 2022 年公司实现营业收入 47.71 亿元, 同比增加 17.84%; 归母净利润 4.86 亿元, 同比减少 9.44%, 实现扣非归母净利润 4.5 亿元, 同比减少 6.79%; 其中, 对应 Q4 单季实现营收 10.03 亿元, 同比减少 23.45%, 实现归母净利润 0.24 亿元, 同比减少 91.87%。

2023 年 Q1 公司实现营业收入 7.78 亿元, 同比减少 34.12%; 归母净利润 0.20 亿元, 同比减少 89.65%。

### 简评

#### 三代剂盈利承压, 22 全年和 23Q1 业绩均同比有所下滑

2022 年, 公司 HFCs 制冷剂销售均价有所提高、销量同比增加, 整体营收同比增长, 但由于上游原材料短缺, 价格上涨, 而市场上 HFCs 制冷剂供应量充裕, 价格传导不畅, HFC-32、HFC-134a 呈现成本倒挂现象, 导致毛利率同比下降, 压制了利润增长, 业绩同比下滑, 公司 2022 年整体毛利率 16.07%, 同比减少 7.11 pct。分板块来看, 2022 年氟制冷剂产销量分别为 18.8 万吨和 14.1 万吨, 实现营收 36.33 亿, 同比+20.32%, 毛利率 15.35%, 同比减少 9.75 pct, 氟发泡剂产销量分别为 3.06 万吨和 1.87 万吨, 实现营收 3.38 亿, 同比+32.43%, 毛利率 31.22%, 同比减少 4.82 pct; 氟化氢产销量分别为 13.7 万吨和 8.05 万吨, 实现营收 6.55 亿, 同比+11.5%, 毛利率 13.95%, 同比增加 2.89 pct。

2023Q1, 公司制冷剂、氟化氢售价有所降低, 同时下游需求相对淡季, 整体毛利率 10.14%, 同比减少 14.65 pct; 其中, 氟制冷剂产销量分别为 3.09 万吨和 2.69 万吨, 不含税均价 2.19 万元/吨, 同比-28.55%, 实现营收 5.9 亿; 氟发泡剂产销量分别为 0.42 万

## 三美股份 (603379.SH)

首次评级

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521100005

研究助理: 彭岩

010-86451946

pengyan@csc.com.cn

发布日期: 2023 年 04 月 27 日

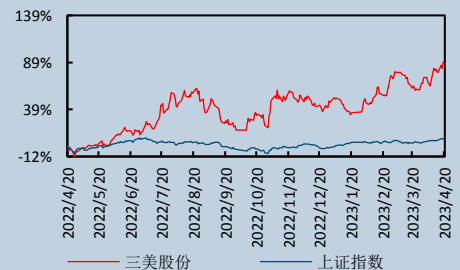
当前股价: 30.86 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
12.67/9.08	40.79/36.88	80.64/75.22
12 月最高/最低价 (元)		36.80/17.40
总股本 (万股)		61,047.90
流通 A 股 (万股)		61,047.90
总市值 (亿元)		222.09
流通市值 (亿元)		222.09
近 3 月日均成交量 (万)		683.96
主要股东		
胡荣达		37.83%

### 股价表现



### 相关研究报告

吨和 0.24 万吨，不含税均价 2.24 万元/吨，同比+28.89%，实现营收 0.54 亿；氟化氢产销量分别为 2.69 万吨和 1.49 万吨，不含税均价 0.78 万元/吨，同比-7.88%，实现营收 1.16 亿。后续随着三代剂供需格局逐步向好，公司主营产品盈利能力预计将迎来边际改善。

### 在建及规划项目稳步推进，促进产业结构转型升级

公司在现有产业布局、产品结构的基础上，稳步推进重点项目建设，以氟制冷剂、氟精细化学品、氟聚合物为重点方向进行产业链一体化投资布局，优化公司产业结构，促进公司产业结构转型升级，培育新的业绩增长点。2022 年，江苏三美 2 万吨 1,1,1,2-四氟乙烷改扩建及分装项目结项，福建东莹六氟乙烷(R116)项目试生产，重庆信辰年灌装 3,000 吨 HFC-134a 制冷剂及 5,000 吨新型混装制冷剂（二期）项目试生产。同时，公司积极推进浙江三美 5,000t/a 聚全氟乙丙烯（FEP）及 5,000t/a 聚偏氟乙烯（PVDF）项目、9 万吨 AHF 技改项目；福建东莹盛美锂电一期 500t/a 双氟磺酰亚胺锂（LiFSI）项目。未来随着在建及规划项目推进，公司长期增长动能充足。

**盈利预测与估值：**预计公司 2023 年、2024 年和 2025 年归母净利润分别为 5.8 亿、9.0 亿和 11.4 亿，EPS 分别为 1.0 元、1.5 元和 1.9 元，PE 分别为 32.3X、20.9X、16.6X，给予“买入”评级。

**图表 1：预测和比率**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,048	4,771	5,098	6,278	7,205
YoY(%)	48.8	17.8	6.9	23.1	14.8
净利润(百万元)	536	486	583	902	1,136
YoY(%)	141.7	-9.4	20.1	54.7	25.9
毛利率(%)	23.2	16.1	21.0	25.0	26.9
净利率(%)	13.2	10.2	11.4	14.4	15.8
ROE(%)	10.1	8.5	9.4	13.0	14.4
EPS(摊薄/元)	0.9	0.8	1.0	1.5	1.9
P/E(倍)	35.1	38.8	32.3	20.9	16.6
P/B(倍)	3.6	3.3	3.0	2.7	2.4

数据来源：Wind，中信建投

**风险提示：**

(1) 宏观经济大幅波动风险：氟化工大部分产品集中在上中游，萤石、氢氟酸、制冷剂需求广泛，并且和国民生产生活、宏观经济关联度较高，宏观经济大幅波动时会影响产业链景气。

(2) 产业链产品需求不及预期：产业链整体或者某些环节需求偏弱时，可能影响整体盈利；尤其是制冷剂板块，国内海外市场若下滑将显著影响氟化工产业链盈利。

(3) 下游高端新产品应用拓展不及预期：氟化工下游高附加值产品众多，新兴领域拓展空间较大，若下游高端新产品应用拓展较慢，将对产业长期成长带来不利影响。

(4) 公司新产能建设不及预期：新产能建设若不及预期将会影响公司经营规模成长。

(5) 敏感性分析

**图表 2：公司 2023 年营业收入敏感性分析**

2023 公司营收（百万元）		2023 公司制冷剂板块营收增速				
		1%	3%	5%	7%	9%
2023 公司发泡剂板 块营收增速	1%	4929	5002	5074	5147	5220
	3%	4936	5008	5081	5154	5226
	5%	4943	5016	5098	5116	5234
	7%	4949	5022	5095	5167	5240
	9%	4956	5029	5101	5174	5247

数据来源：Wind，中信建投

## 分析师介绍

卢昊

中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 5 年行业研究经验。

## 研究助理

彭岩：天津大学化学工程学士、硕士，主要覆盖石油石化、精细化工及新材料方向上市公司。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 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。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
 座 12 层  
 电话：（8610） 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南  
 塔 2103 室  
 电话：（8621） 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交  
 汇处广电金融中心 35 楼  
 电话：（86755） 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

**中信建投（国际）**

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话：（852） 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk