

投资评级：推荐（首次）

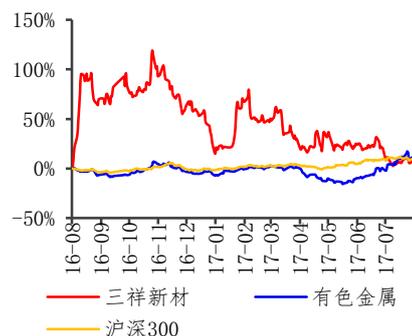
报告日期：2017年08月16日

**市场数据**

目前股价	25.5
总市值（亿元）	34.21
流通市值（亿元）	12.51
总股本（万股）	13,415
流通股本（万股）	4,907
12个月最高/最低	53.42/21.61

**分析师**

分析师：顾锐 S1070516040001  
 电话：0755-83675954  
 邮箱：gurui @cgws.com  
 联系人：吴轩 S1070117040042  
 电话：021-61680360  
 邮箱：wu\_xuan @cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 成本推动电熔氧化锆价格上涨 盈利稳步提升

## ——三祥新材（603663）半年报点评

**盈利预测**

	2017E	2018E	2019E
营业收入	431	486	553
(+/-%)	55.3%	12.7%	13.8%
净利润	62	71	86
(+/-%)	57.5%	14.7%	20.4%
摊薄 EPS	0.46	0.53	0.64
PE	55.22	48.14	39.97

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 营业收入显著增长 成本推动电熔氧化锆价格上涨：**8月16日，三祥新材发布半年度报告，公司2017年上半年实现营业收入1.93亿元，同比增长40.57%；净利润为2,353.81万元，同比上升36.09%。由于上游锆英砂价格持续上涨，进口锆英砂价格从2016年10月份950美元/吨提价到目前1200美元/吨，同时石墨电极价格由于环保等因素出现大涨，推动了电熔氧化锆价格上涨。年初至今，电熔氧化锆价格已从18000元/吨上涨至25000元/吨左右，涨幅达38%。公司2017年上半年电熔氧化锆实现营业收入11,157.12万元，较上期增长29.34%。同时铸造改性材料实现营业收入4,277.02万元，较上期增长19.75%。
- 坐拥杨梅州水电站 成本优势明显：**电熔氧化锆生产时需要大量用电，根据公司公告，生产普通氧化锆1吨需要耗费电力6000千瓦时，最高的特种氧化锆1吨需要耗费15000千瓦时。公司拥有杨梅州电力公司，2015年公司每KWH电力成本比网购电低0.41元，对应普通氧化锆节约成本低2460元，水电优势明显。
- 环保监管趋严 电熔氧化锆环保优势明显：**氧化锆生产目前仍以化学制法为主，在生产过程中需要添加大量片碱和盐酸，废水及废渣环保压力较大。近期环保督察组进驻山东，导致大量氧氯化锆企业停产。电熔氧化锆相比于化学氧化锆环保优势明显，随着近些年生产技术的不断进步，其纯度等指标已经接近化学氧化锆的水平，在陶瓷色釉料、海绵锆等领域正在对化学氧化锆形成替代。公司作为国内电熔氧化锆龙头企业之一，技术优势明显，募投产能着力高端产品，未来市场空间巨大。
- 风险提示：**耐火材料需求不足 锆英砂价格波动

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	277	278	431	486	553	<b>成长性</b>					
营业成本	199	189	291	324	363	营业收入增长	-10.0%	0.1%	55.3%	12.7%	13.8%
销售费用	13	16	22	25	29	营业成本增长	-12.7%	-5.1%	54.3%	11.2%	12.2%
管理费用	25	29	41	47	54	营业利润增长	5.0%	17.9%	64.5%	14.7%	21.2%
财务费用	-1	-1	1	3	1	利润总额增长	9.3%	19.9%	56.5%	14.9%	20.6%
投资净收益	2	-1	1	1	0	净利润增长	9.1%	18.8%	57.5%	14.7%	20.4%
营业利润	37	44	72	83	100	<b>盈利能力</b>					
营业外收支	3	4	2	3	3	毛利率	28.3%	32.1%	32.5%	33.4%	34.3%
利润总额	40	48	74	86	103	销售净利率	11.9%	14.2%	14.4%	14.6%	15.5%
所得税	7	8	13	15	18	ROE	14.4%	11.8%	13.8%	13.9%	14.5%
少数股东损益	0	0	0	0	0	ROIC	12.8%	13.1%	14.0%	14.5%	14.7%
净利润	33	39	62	71	86	<b>营运效率</b>					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	4.7%	5.6%	5.1%	5.1%	5.3%
流动资产	185	373	445	552	668	管理费用/营业收入	8.9%	10.5%	9.4%	9.6%	9.8%
货币资金	29	75	101	182	194	财务费用/营业收入	-0.2%	-0.4%	0.3%	0.7%	0.2%
应收账款	51	51	74	79	96	投资收益/营业利润	0.7%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
应收票据	44	47	63	66	75	所得税/利润总额	16.7%	17.4%	16.8%	17.0%	17.0%
存货	57	69	92	105	122	应收账款周转率	5.27	5.39	6.86	6.36	6.34
非流动资产	114	113	110	106	103	存货周转率	3.18	2.99	3.61	3.29	3.21
固定资产	88	83	80	75	71	流动资产周转率	1.56	0.99	1.05	0.97	0.91
资产总计	299	486	555	659	771	总资产周转率	0.96	0.71	0.83	0.80	0.77
流动负债	54	54	69	85	95	<b>偿债能力</b>					
短期借款	0	0	0	0	0	资产负债率	20.1%	12.4%	13.6%	13.9%	13.2%
应付款项	37	35	44	56	62	流动比率	3.45	6.91	6.41	6.46	7.00
非流动负债	6	6	6	6	6	速动比率	2.38	5.64	5.08	5.24	5.72
长期借款	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>					
负债合计	60	60	75	91	101	EPS	0.00	0.29	0.46	0.53	0.64
股东权益	239	426	474	546	631	每股净资产	0.00	3.18	3.54	4.07	4.70
股本	101	134	134	134	134	每股经营现金流	0.00	0.18	0.31	0.59	0.06
留存收益	96	135	183	254	340	每股经营现金/EPS	0.00	0.60	0.66	1.12	0.10
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>估值</b>	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债和权益总计	299	486	555	659	771	PE	0.00	86.97	55.22	48.14	39.97
现金流量表	(百万)					PEG	0.00	4.62	0.96	3.27	1.95
经营活动现金流	-452	973	92	566	1713	PB	0.00	0.08	0.07	0.06	0.05
其中营运资本减少	-200	405	-1006	-1296	-624	EV/EBITDA	0.00	2.13	1.29	1.07	0.93
投资活动现金流	-864	-257	-288	-430	-328	EV/SALES	0.40	0.40	0.26	0.23	0.20
其中资本支出	-1039	-731	-257	-435	-341	EV/IC	0.33	0.25	0.22	0.19	0.16
融资活动现金流	1581	234	786	-736	-773	ROIC/WACC	1.21	1.24	1.32	1.37	1.39
净现金总变化	265	950	590	-601	613	REP	0.28	0.20	0.16	0.14	0.12

**研究员介绍及承诺**

**顾锐:** 2009年至2015年任职于中山证券。2016年加入长城证券金融研究所，任化工行业分析师。

**吴轩:** 2017年加入长城证券金融研究所。

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。

**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其机构或个人客户（以下简称客户）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任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，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。

**长城证券投资评级说明**

**公司评级:** 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;  
推荐——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个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级:** 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券销售交易部****深圳联系人**

吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com  
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com  
杨锦明: 0755-83515567, 17688776222, yangjm@cgws.com

**北京联系人**

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com  
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com  
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

**长城证券研究所**

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层  
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207  
北京办公地址: 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  
上海办公地址: 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>