

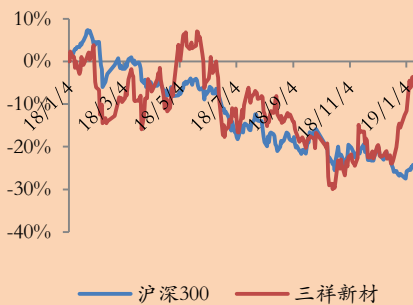


三祥新材 (603663)

投资评级：增持

报告日期：2019-1-14

股价走势：



联系人

姓名：吴海滨
 邮件：wllvshwb@163.com
 执业证书编号：
 S0010512090001
 联系人：徐程晨
 电话：0551-65161837

专注工业新材料的锆业龙头

——三祥新材调研报告

时间：2019.1.10

与会上市公司领导：

董秘 郑雄；财务总监 范顺琴；国内市场总监 林少云；证代 叶芳。

主要观点：

□ 潜心做主业，专注工业新材料 30 余年的领先企业

公司主要从事电熔氧化锆、铸造改性材料等工业新材料的研发、生产和销售，其产品下游主要包括耐火耐磨材料、陶瓷色釉料、核级锆材、先进陶瓷等领域和球墨铸铁等领域。作为地方知名企业，公司曾多次放弃以低廉的成本进入房地产行业的机会，体现了公司领导层潜心做主业的决心。通过 30 余年的经验积累，公司相关业务均已位居同行业领先水平。

□ 募投项目投产，解决产能瓶颈，推动公司内生增长

公司上市前约有 10000 吨电熔氧化锆产能，产品结构以普通氧化锆为主，高新电熔氧化锆（包括高纯氧化锆、稳定氧化锆、特种氧化锆）占比相对不高，整体产能瓶颈问题突出。2016 年公司上市，募投资金用于“年产 10000 吨电熔氧化锆系列产品项目”，共 4 条生产线，产能包括 5000 吨高纯电熔氧化锆、2500 吨稳定电熔氧化锆和 2500 吨特种电熔氧化锆。继 2018 年 5 月首条生产线试生产之后，目前已经有 3 条投产，还有 1 条有望在 2019 年春节后投产。公司凭借优异的产品品质及诚信共赢的经营理念，与下游客户建立了长期稳固的关系，其中不乏旭硝子、AREVA 等全球知名优质客户。公司通过加大对原有客户的销售、对化学氧化锆市场（污染较大）的替代以及开发新的下游应用领域，公司募投产能有潜力得到充足的订单。

□ 产品结构升级，提升盈利能力

高新电熔氧化锆的单位盈利水平远高于普通氧化锆。公司募投产能皆为高新产品产能，高新产品的比重将大幅增长；同时，此前 1 万吨电熔氧化锆产能也可以进行产品结构调整，公司的整体盈利能力将得以提升。从价格来看，虽然锆英砂价格不断上涨，但氧化锆产品价格向下游传导较为顺利，顺势涨价以后利润增厚。从公司预披露的业绩预告来看，2018 年公司净利润同比增长 35%-55%，2019 年的业绩将更加值得期待。

□ 生产成本优势凸显

电熔氧化锆的耗电量巨大，普通氧化锆耗电量约为 6000 度/吨，特种氧化锆甚至能达到 15000 度/吨。公司地处福建省寿宁县，水电资源丰富，是全省小水电十强县，公司旗下全资子公司杨梅州电力满足了公司的电力需求，而杨梅州电力的电价成本仅为约 8 分钱/度，极大的降低了公司的生产成本，巩固了其龙头市场地位。



收购辽宁华锆，布局下游金属锆

辽宁华锆拥有海绵锆（又称金属锆）领域全国领先的自主研发技术和生产工艺，及稳定的客户群体。辽宁华锆海绵锆一期项目年产能达到 3000 吨，投产后将成为国内乃至亚洲最大的工业级海绵锆生产企业之一。金属锆具有有惊人的抗腐蚀性能、极高的熔点、超高硬度和强度、突出的核性能以及易吸收氢、氮、氧等优异物理化学性能，并且可作为冶金工业的“维生素”，极大提升相关金属的性能，因此下游应用非常广泛，包括：冶金化工、核电、航空航天、海洋工程、石油管材、合金材料、永磁材料等领域，未来随着人们不断开发研究，海绵锆材料将可能成为钛金属材料之后新兴起来的一代新材料，其在工业领域大面积推广将使得工业级海绵锆需求量得到迅速的释放。公司计划收购辽宁华锆新材料有限公司 65% 股权，目前已收购了 20% 股权，并借助表决权委托方式，实现了对辽宁华锆的控股。公司高纯氧化锆可以替代锆英砂作为原料制造核级海绵锆，而辽宁华锆主营业务即为金属锆相关业务，与公司现有业务实现协同效应，形成一定的产业优势。



5G 市场提升公司发展空间

氧化锆可用于制备多种电子陶瓷件，包括手机背板、陶瓷插芯、传感器、智能穿戴等，公司近几年也在积极开发相关的氧化锆产品。随着 5G 时代的到来，相关市场空间极为广阔。以 5G 手机背板为例：5G 手机采用的是多天线技术，若采用金属背板，则存在信号屏蔽问题；而若采用玻璃背板，又存在着着色能力差，以及易碎的缺点。而陶瓷材料结合了玻璃的外形差异化、无信号屏蔽、硬度高等特点，同时拥有接近于金属材料的优异散热性，将为 5G 高端智能手机的首选。据测算至 2021 年氧化锆粉体应用于手机背板的市場空间为 90-276 亿元。公司已表示将会积极与龙头手机商进行沟通洽谈，发展该领域业务。



公司大股东增持，积极看好公司发展

大股东属于公司“内部人”，对公司信息的了解往往远高于其他人，大量实证研究论文的结论也表明，大股东增持反应的是公司未来业绩的积极向好。2019 年 1 月 7 日公司实控人夏鹏及其控制的汇卓投资计划未来 6 个月内增持不低于公司总股本 2%，不高于公司总股本 5% 的股份，增持价格不高于 23 元/股，公告日公司股价在 19 元左右，彰显了大股东对公司未来发展的信心。



盈利预测及投资建议

考虑到公司产品下游的景气度以及公司产能瓶颈的打破，我们判断未来三年公司仍将维持高速增长。预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.62 元、0.79 元、1.03 元，对应当前股价的 PE 分别为 31.83 倍、24.88 倍、19.01 倍。给予“增持评级”。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	408	571	799	1079
收入同比(%)	47%	40%	40%	35%
归属母公司净利润	54	83	106	138
净利润同比(%)	37%	53%	28%	31%

毛利率(%)	27.8%	28.0%	28.0%	28.0%
ROE(%)	11.6%	15.4%	16.7%	18.5%
每股收益(元)	0.40	0.62	0.79	1.03
P/E	49.25	31.83	24.88	19.01
P/B	5.69	4.95	4.21	3.55
EV/EBITDA	36	31	24	19

资料来源: wind、华安证券研究所

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	349	563	803	1,079	营业收入	408	571	799	1,079
现金	49	114	160	216	营业成本	295	411	576	777
应收账款	57	99	133	173	营业税金及附加	3	5	7	9
其他应收款	1	2	1	2	销售费用	19	29	40	54
预付账款	16	24	39	60	管理费用	32	46	64	86
存货	110	141	207	279	财务费用	(1)	5	14	21
其他流动资产	116	183	261	349	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	225	282	267	271	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	6	6	6
固定资产	82	77	72	67	营业利润	65	82	105	137
无形资产	27	25	23	22	营业外收入	0	4	4	4
其他非流动资产	116	180	172	182	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	574	845	1,069	1,350	利润总额	64	83	106	138
流动负债	100	344	541	718	所得税	10	0	0	0
短期借款	0	244	412	543	净利润	54	83	106	138
应付账款	49	51	83	112	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	51	50	46	63	归属母公司净利润	54	83	106	138
非流动负债	6	(42)	(133)	(197)	EBITDA	73	93	126	165
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.62	0.79	1.03
其他非流动负	6	(42)	(133)	(197)					
负债合计	106	302	408	521					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	134	134	134	134					
资本公积	157	157	157	157					
留存收益	171	247	341	459					
归属母公司股东权	468	538	632	750					
负债和股东权益	574	840	1,040	1,271					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	4	(104)	(126)	(90)
净利润	54	83	106	138
折旧摊销	10	7	7	7
财务费用	0	5	14	21
投资损失	(3)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(24)	(193)	(247)	(251)
其他经营现金	(33)	0	0	0
投资活动现金流	(18)	6	6	6
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(18)	6	6	6
筹资活动现金流	(15)	232	142	90
短期借款	0	244	168	132
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金	(15)	(12)	(26)	(41)
现金净增加额	(29)	134	22	6

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	46.88%	40.00%	40.00%	35.00%
营业利润	49.43%	24.64%	28.27%	31.18%
归属于母公司净利润	37.31%	52.94%	27.93%	30.89%
获利能力				
毛利率(%)	27.77%	28.00%	28.00%	28.00%
净利率(%)	13.24%	14.47%	13.22%	12.82%
ROE(%)	11.55%	15.36%	16.73%	18.45%
ROIC(%)	15.25%	22.19%	15.75%	15.44%
偿债能力				
资产负债率(%)	18.48%	35.98%	39.26%	41.00%
净负债比率(%)	2.35%	-1.52%	-16.06%	-29.25%
流动比率	3.50	1.64	1.48	1.50
速动比率	2.40	1.23	1.10	1.11
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.80	0.84	0.89
应收账款周转率	7.53	7.41	6.98	7.13
应付账款周转率	10.71	11.50	11.96	11.05
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.62	0.79	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.03	(0.77)	(0.93)	(0.67)
每股净资产(最新摊薄)	3.45	3.96	4.65	5.52
估值比率				
P/E	49.3	31.8	24.9	19.0
P/B	5.7	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	36.32	30.53	24.07	19.08

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。