

三孚股份 (603938.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

三氯氢硅价格底部回暖,盈利有望修复

业绩简评

2023年4月17日公司披露1季报,2023年1季度实现营收5.7亿元,同比增长7.6%;实现归母净利润1亿元,同比下滑32.8%。

经营分析

硅系列产品价格回落影响公司业绩,钾系列产品量价齐升。从1季度公司各个产品的经营情况来看,硅系列产品销量同比增长3.1%达到2.1万吨,但销售收入同比下滑22.3%,主要原因在于硅系列产品中三氯氢硅价格的回落,导致硅系列产品1季度销售均价同比下滑24.7%,进一步影响了该板块的盈利能力;钾系列产品的表现相对较好,销量同比增长19.2%达到3.5万吨,同时销售均价同比提高了7.9%。

多晶硅新产能投放高峰期来临对需求形成支撑,三氯氢硅价格差同步向好。在双碳背景下,国内多晶硅企业纷纷抓住机遇快速扩张,目前国内已公告的多晶硅新增产能在400万吨以上,部分规划在去年投产的项目因为疫情和建设施工等因素进度有所延后,预计今年要投产的多晶硅产能至少在百万吨以上,对光伏级三氯氢硅的需求将形成较强支撑。从多晶硅新增产能投产节奏来看,今年2季度需求增量相对较多,考虑到光伏级三氯氢硅产能增量有限,需求回暖后有望推动价格向上。根据百川资讯数据显示,今年1季度三氯氢硅普通级和光伏级均价分别为0.7万元/吨、1.7万元/吨,目前普通级产品价格已涨至0.9万元/吨,光伏级产品价格涨至1.71万元/吨,同时上游原料价格仍在低位震荡,随着后续产品价格的反弹,三氯氢硅的盈利能力有望同步向上。

盈利预测、估值与评级

公司今年有较多新项目投产,产业布局不断丰富的同时产品结构也逐渐向高端转型,同时产业链一体化布局的优势也将进一步增强。考虑到今年以来核心产品三氯氢硅价格有所回落,并且硅烷偶联剂项目产能放量速度相对较慢,下调公司2023-2025年归母净利润预测至6.6亿元(-21%)、8.8亿元(-16%)和10.8(-5%)亿元,当前市值对应PE估值分别为14.39/10.79/8.79倍,维持“增持”评级。

风险提示

新项目投产不及预期、产品价格下跌、原料价格上升、多晶硅产能投放低于预期、建筑交运等需求下滑、董监高减持

基础化工组

分析师:陈屹 (执业S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

联系人:李含钰

lihanyu@gjzq.com.cn

市价(人民币):34.79元

相关报告:

- 《三孚股份公司点评:业绩符合预期,电子级产品布局丰富》,2023.3.31
- 《产业布局不断优化,三氯氢硅高景气延续-【国金化工】三孚股份深...》,2022.11.17



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,599	2,648	3,015	3,871	4,710
营业收入增长率	58.89%	65.64%	13.83%	28.42%	21.66%
归母净利润(百万元)	336	748	661	881	1,081
归母净利润增长率	244.76%	122.80%	-11.65%	33.41%	22.68%
摊薄每股收益(元)	1.719	2.736	2.418	3.225	3.957
每股经营性现金流净额	1.30	1.73	2.42	2.58	3.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.58%	32.87%	23.28%	24.57%	23.99%
P/E	21.40	12.61	14.39	10.79	8.79
P/B	4.62	4.14	3.35	2.65	2.11

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,006	1,599	2,648	3,015	3,871	4,710	货币资金	203	213	310	318	418	751
增长率		58.9%	65.6%	13.8%	28.4%	21.7%	应收款项	310	532	775	730	860	999
主营业务成本	-795	-1,058	-1,558	-1,962	-2,480	-3,000	存货	61	145	266	258	313	370
%销售收入	79.0%	66.2%	58.8%	65.1%	64.1%	63.7%	其他流动资产	175	127	374	369	384	400
毛利	211	541	1,090	1,052	1,392	1,710	流动资产	749	1,018	1,725	1,675	1,975	2,521
%销售收入	21.0%	33.8%	41.2%	34.9%	35.9%	36.3%	%总资产	49.0%	43.8%	51.7%	43.3%	42.1%	44.0%
营业税金及附加	-11	-18	-26	-30	-39	-47	长期投资	0	0	5	5	5	5
%销售收入	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	583	1,111	1,350	1,933	2,468	2,955
销售费用	-11	-14	-19	-24	-35	-47	%总资产	38.1%	47.8%	40.5%	50.0%	52.6%	51.6%
%销售收入	1.1%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	无形资产	134	139	134	130	126	122
管理费用	-40	-51	-72	-84	-112	-141	非流动资产	779	1,304	1,611	2,190	2,721	3,204
%销售收入	4.0%	3.2%	2.7%	2.8%	2.9%	3.0%	%总资产	51.0%	56.2%	48.3%	56.7%	57.9%	56.0%
研发费用	-43	-70	-110	-127	-166	-207	资产总计	1,528	2,322	3,336	3,865	4,696	5,724
%销售收入	4.3%	4.4%	4.1%	4.2%	4.3%	4.4%	短期借款	0	48	127	32	0	0
息税前利润 (EBIT)	106	388	864	787	1,039	1,267	应付款项	140	263	258	330	410	488
%销售收入	10.5%	24.3%	32.6%	26.1%	26.8%	26.9%	其他流动负债	32	225	282	271	304	336
财务费用	2	0	1	-19	-14	-10	流动负债	173	536	667	633	714	824
%销售收入	-0.2%	0.0%	-0.1%	0.6%	0.4%	0.2%	长期贷款	70	148	318	318	318	318
资产减值损失	-1	-2	-19	0	0	0	其他长期负债	39	54	51	51	51	51
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	281	738	1,037	1,003	1,084	1,194
投资收益	6	3	3	0	0	0	普通股股东权益	1,228	1,555	2,275	2,839	3,588	4,507
%税前利润	5.0%	0.8%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	150	195	273	383	383	383
营业利润	114	392	857	768	1,025	1,257	未分配利润	590	846	1,521	2,083	2,832	3,751
营业利润率	11.3%	24.5%	32.3%	25.5%	26.5%	26.7%	少数股东权益	19	29	24	24	24	24
营业外收支	1	-2	2	0	0	0	负债股东权益合计	1,528	2,322	3,336	3,865	4,696	5,724
税前利润	115	390	859	768	1,025	1,257	比率分析						
利润率	11.4%	24.4%	32.4%	25.5%	26.5%	26.7%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-18	-55	-116	-108	-143	-176	每股指标						
所得税率	15.9%	14.1%	13.5%	14.0%	14.0%	14.0%	每股收益	0.648	1.719	2.736	2.418	3.225	3.957
净利润	97	335	743	661	881	1,081	每股净资产	8.176	7.966	8.325	10.386	13.127	16.491
少数股东损益	-1	-1	-5	0	0	0	每股经营现金净流	1.199	1.304	1.731	2.418	2.577	3.183
归属于母公司的净利润	97	336	748	661	881	1,081	每股股利	0.080	0.170	0.275	0.259	0.346	0.424
净利率	9.7%	21.0%	28.2%	21.9%	22.8%	23.0%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.93%	21.58%	32.87%	23.28%	24.57%	23.99%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	6.37%	14.46%	22.42%	17.09%	18.77%	18.89%
净利润	97	335	743	661	881	1,081	投入资本收益率	6.74%	18.68%	27.21%	21.05%	22.73%	22.47%
少数股东损益	-1	-1	-5	0	0	0	增长率						
非现金支出	43	56	97	121	169	217	主营业务收入增长率	-13.00%	58.89%	65.64%	13.83%	28.42%	21.66%
非经营收益	-3	-4	-23	25	22	22	EBIT增长率	-4.49%	267.30%	122.63%	-8.87%	32.08%	21.93%
营运资金变动	44	-132	-344	118	-87	-103	净利润增长率	-9.57%	244.76%	122.80%	-11.65%	33.41%	22.68%
经营活动现金净流	180	255	473	925	986	1,218	总资产增长率	19.03%	51.94%	43.70%	15.86%	21.49%	21.91%
资本开支	-232	-334	-241	-700	-700	-700	资产管理能力						
投资	-50	53	-263	0	0	0	应收账款周转天数	14.8	13.6	14.7	15.0	15.0	15.0
其他	6	3	3	0	0	0	存货周转天数	30.8	35.5	48.1	48.0	46.0	45.0
投资活动现金净流	-276	-278	-501	-700	-700	-700	应付账款周转天数	30.4	38.7	34.9	35.0	34.0	33.0
股权募资	4	10	0	2	0	0	固定资产周转天数	104.6	116.1	106.9	128.2	122.0	114.7
债权募资	70	98	217	-95	-32	0	偿债能力						
其他	-23	-91	-49	-124	-154	-184	净负债/股东权益	-22.69%	-4.36%	-7.63%	-9.71%	-11.34%	-16.40%
筹资活动现金净流	51	18	168	-217	-186	-184	EBIT利息保障倍数	-44.4	-2,725.8	-633.5	42.2	71.9	127.2
现金净流量	-47	-7	147	8	100	333	资产负债率	18.41%	31.78%	31.08%	25.94%	23.09%	20.85%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-11-17	增持	43.71	60.55~60.55
2	2023-03-31	增持	33.04	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402