

三孚股份 (603938.SH) 买入 (维持评级)

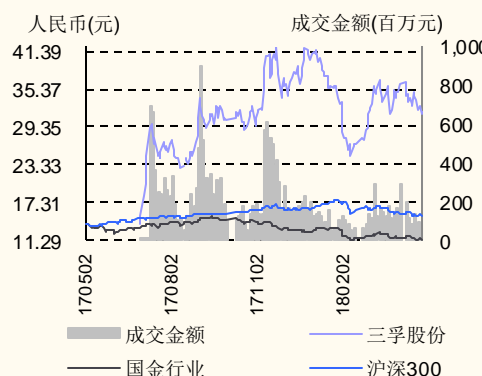
公司点评

市场价格 (人民币): 31.69 元

高纯四氯化硅逐步放量, 揭开展新篇

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	37.56
总市值(百万元)	4,758.78
年内股价最高最低(元)	42.16/13.88
沪深 300 指数	3756.88
上证指数	3082.23



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.720	0.953	1.232	1.418	1.846
每股净资产(元)	4.80	6.51	7.54	8.86	10.60
每股经营性现金流(元)	0.47	-0.13	1.15	1.70	2.29
市盈率(倍)	45.09	34.06	26.35	22.89	17.59
行业优化市盈率(倍)	0.00	23.45	23.45	23.45	23.45
净利润增长率(%)	-3.08%	76.53%	29.26%	15.13%	30.13%
净资产收益率(%)	15.00%	14.64%	21.46%	25.65%	26.16%
总股本(百万股)	112.61	150.17	150.17	150.17	150.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 2018年4月28日公司公告2018年一季度, 报告期公司实现营收2.81亿元, 同比增长6.93%, 归母净利润4330.94万元, 同比增长21.29%, 对应EPS为0.29元。

经营分析

- **三氯氢硅产品价格大涨, 贡献了主要的业绩增量:** 2018年一季度三氯氢硅的均价为5934.38元/吨, 同比上涨25.55%, 虽然主要原材料硅粉的采购价格也同比提升28.8%, 但我们估计三氯氢硅涨价仍贡献了大部分的业绩增量。日前, 三氯氢硅的价格较年初有所回调, 但仍处于高位, 但我们判断, 受益于整个下游光伏行业的景气, 2018年三氯氢硅的均价仍将显著高于2017年, 有望站上6000元/吨。
- **高纯四氯化硅开始逐步放量:** 公司高纯四氯化硅2017年逐步受到了市场的认可, 2018年一季度实现销售1651.14吨, 产品价格也小幅上升, 高纯四氯化硅产品作为光纤预制棒的主要原材料之一, 需求呈逐年上涨的趋势。目前, 公司于长飞光纤光缆、中天科技、烽火通信等多家国内一流的光纤预制棒生产企业均建立了较为稳定的合作关系。我们判断, 2018年高纯四氯化硅的销售将明显提升, 随着年底公司二期项目的建成投产, 该产品的盈利能力有望进一步增强, 可支撑未来2年业绩增长。
- **坚定布局高端电子特种气体, 顺应半导体发展浪潮:** 公司投资建设年产500吨电子级二氯二氢硅产品和年产1,000吨电子级三氯氢硅项目, 产品属于电子气体中的两种, 主要应用于硅外延片的生产领域, 是半导体行业的重要辅助材料, 属于比较高端的品种, 盈利能力极强, 随着国内晶圆厂产能的大幅增长, 2019年之后将迎来公司产品将迎来极佳的发展良机。

盈利调整

- 我们看好公司未来的发展方向, 短期虽然三氯氢硅的价格波动会影响公司盈利, 但随着公司高端产品的不断放量, 盈利能力仍将不断提升, 我们预测2018~2020年EPS分别为1.23/1.42/1.85元, 对应PE分别为26/23/18。维持“买入”评级。

风险提示

- 三氯氢硅产品价格大幅下跌的风险; 高纯四氯化硅扩产进度以及销售放量不及预期; 电子级二氯二氢硅以及电子级三氯氢硅的达产以及销售不及预期;

相关报告

1. 《业绩高速增长, 未来成长可期-三孚股份公司点评》, 2018.4.2
2. 《受益下游行业爆发, 公司迎来二次发展良机-三孚股份公司深度研究》, 2018.3.4

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

霍莹 联系人
huokun@gjzq.com.cn

何雄 联系人
hexiong@gjzq.com.cn

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	800	792	1,074	1,141	1,172	1,311	货币资金	26	56	47	115	252	463
增长率		-1.0%	35.7%	6.2%	2.7%	11.9%	应收账款	93	124	243	149	153	171
主营业务成本	-593	-600	-748	-751	-747	-793	存货	58	59	94	62	61	65
%销售收入	74.1%	75.7%	69.7%	65.9%	63.7%	60.5%	其他流动资产	33	31	315	517	508	469
毛利	207	192	326	389	425	518	流动资产	209	270	700	842	975	1,168
%销售收入	25.9%	24.3%	30.3%	34.1%	36.3%	39.5%	%总资产	35.2%	43.3%	66.5%	68.1%	67.9%	68.5%
营业税金及附加	-5	-8	-10	-11	-12	-13	长期投资	29	0	0	0	0	0
%销售收入	0.6%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	320	322	306	349	402	466
营业费用	-61	-78	-92	-97	-97	-105	%总资产	53.8%	51.5%	29.1%	28.2%	28.0%	27.3%
%销售收入	7.6%	9.9%	8.6%	8.5%	8.3%	8.0%	无形资产	30	29	29	42	54	66
管理费用	-24	-23	-41	-41	-41	-43	非流动资产	385	355	352	394	460	537
%销售收入	3.0%	2.9%	3.8%	3.6%	3.5%	3.3%	%总资产	64.8%	56.7%	33.5%	31.9%	32.1%	31.5%
息税前利润 (EBIT)	117	83	183	240	275	357	资产总计	595	625	1,052	1,237	1,435	1,705
%销售收入	14.7%	10.5%	17.0%	21.0%	23.5%	27.2%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	2	2	-1	2	4	7	应付款项	71	66	55	81	81	87
%销售收入	-0.2%	-0.2%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.6%	其他流动负债	10	13	15	19	19	21
资产减值损失	-1	-1	0	0	0	0	流动负债	81	79	70	99	100	108
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	-7	16	0	0	0	0	其他长期负债	0	5	4	5	5	5
%税前利润	n.a	15.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	81	84	74	104	105	113
营业利润	112	101	181	242	279	365	普通股股东权益	513	541	978	1,132	1,330	1,592
营业利润率	14.0%	12.7%	16.9%	21.2%	23.8%	27.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	7	8	5	5	5	负债股东权益合计	595	625	1,052	1,237	1,435	1,705
税前利润	115	107	190	247	284	370	比率分析						
利润率	14.4%	13.6%	17.7%	21.6%	24.2%	28.2%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-31	-26	-46	-62	-71	-92	每股指标						
所得税率	27.4%	24.4%	24.5%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.743	0.720	0.953	1.232	1.418	1.846
净利润	84	81	143	185	213	277	每股净资产	4.558	4.801	6.511	7.541	8.859	10.605
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.039	0.469	-0.131	1.149	1.698	2.295
归属于母公司的净利润	84	81	143	185	213	277	每股股利	0.030	0.050	0.280	0.100	0.100	0.100
净利率	10.5%	10.2%	13.3%	16.2%	18.2%	21.1%	回报率						
							净资产收益率	16.30%	15.00%	14.64%	21.46%	25.65%	26.16%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	14.07%	12.97%	13.61%	18.70%	22.99%	24.00%
净利润	84	81	143	185	213	277	投入资本收益率	16.62%	11.61%	14.11%	18.63%	23.34%	23.93%
非现金支出	30	32	41	38	42	47	增长率						
非经营收益	5	-20	2	-5	-5	-5	主营业务收入增长率	-2.87%	-1.02%	35.67%	6.18%	2.74%	11.88%
营运资金变动	-114	-41	-206	-45	5	26	EBIT增长率	-4.95%	-29.24%	120.00%	31.24%	14.71%	29.78%
经营活动现金净流	4	53	-20	173	255	345	净利润增长率	-8.34%	-3.08%	76.53%	29.26%	15.13%	30.13%
资本开支	-7	-14	-12	-75	-103	-118	总资产增长率	23.04%	5.11%	68.30%	20.49%	28.51%	30.55%
投资	0	45	-270	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	17.5	18.2	13.4	18.0	18.0	18.0
投资活动现金净流	-7	32	-282	-75	-103	-118	存货周转天数	27.4	35.5	37.4	30.0	30.0	30.0
股权募资	0	0	334	0	0	0	应付账款周转天数	26.9	34.4	21.5	30.0	30.0	30.0
债权募资	0	0	0	1	0	0	固定资产周转天数	80.6	148.3	101.1	92.8	88.4	77.3
其他	2	-55	-42	-30	-15	-15	偿债能力						
筹资活动现金净流	2	-55	292	-30	-15	-15	净负债/股东权益	-5.00%	-10.38%	-4.83%	-17.53%	-29.07%	-39.92%
现金净流量	-1	30	-10	68	137	212	EBIT利息保障倍数	-68.5	-47.3	131.9	-92.0	-71.0	-44.1
							资产负债率	13.68%	13.49%	7.05%	12.88%	10.39%	8.25%

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
买入	0	0	3	4	7
增持	0	2	2	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.40	1.33	1.22

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-03-04	买入	32.46	50.50~60.60
2	2018-04-02	买入	35.05	N/A

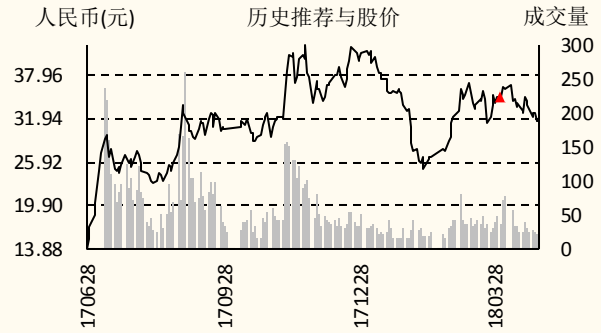
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。国金证券建议客户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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH