

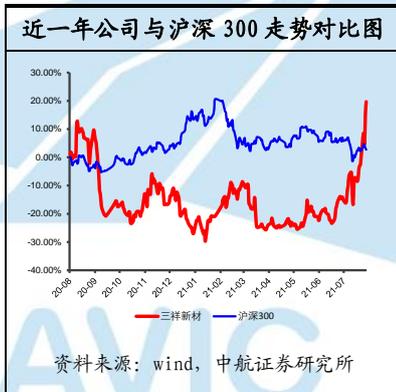
## 三祥新材 (603663) 2021 半年报点评: 锆系产品稳步放量推升业绩

行业分类: 金属材料

2021 年 8 月 15 日

公司投资评级	买入
当前股价 (21.08.15)	22.36

基础数据 (2021.8.15)	
上证指数	3516.30
总市值 (亿元)	43.15
总股本 (亿股)	1.93
流通股本 (亿股)	1.92
PE (TTM)	64.1
PB (LF)	7.21



- 业绩概要:** 2021 年上半年公司实现营业收入 4.34 亿元, 同比增长 26.4%; 实现归母净利润 0.47 亿元, 同比增长 30.2%, 对应 EPS 为 0.25 元; 扣非后归母净利润为 0.45 亿元, 同比增长 38.7%;
- 锆产业链深度布局:** 公司主营锆系列制品及铸造改性材料, 从锆产业链来看, 公司围绕最开始的中游电熔氧化锆环节, 近年来展开了产业链深化布局。横向角度, 2020 年通过控股子公司辽宁华祥建设年产 2 万吨氧氯化锆项目, 进入化学锆领域; 纵向角度, 2018 年通过收购下游企业辽宁华锆进入海绵锆领域, 同时参与三祥锆镁投资了锆基液态金属, 另一边与自然人合作投资氧氯化锆下游延伸至纳米复合氧化锆, 另外前期非公开发行募集 2.2 亿元向高附加值终端下游产品特种陶瓷延伸。通过优化下游产品结构, 提升高附加值产品规模, 发挥锆产业链一体化优势, 公司锆系产品盈利性未来有望获得较为明显的提升;
- 上半年量价齐升推升业绩:** 2021 年上半年虽然受益于光伏玻璃、核电等下游需求向好, 锆产品量价均有一定幅度抬升, 其中电熔氧化锆产品实现营收 2.65 亿元, 同比增长 10.1%, 但与此同时受疫情影响, 上游原材料锆英砂的产能有所下滑, 锆英砂价格持续上涨推高成本, 整体产品毛利率与去年相差不大 (2021H1 为 27.9%, 2020 年为 26.2%)。报告期内, 3000 吨海绵锆项目继续稳步放量 (2021H1 营收贡献 1.19 亿元, 同比增长 61%), 公司氧氯化锆项目正在推进中, 投资的下游产业纳米氧化锆已于今年年初顺利投产。铸造改性材料方面, 上半年下游汽车行业产量受半导体芯片供应限制影响整体下降明显, 同时受原材料价格大幅上涨影响产量也有一定下滑, 但家电和风电行业对铸改新材料业务产生积极影响, 报告期内公司铸改新材料实现营业收入 6167 万元, 同比增长 32.6%;
- 财务数据:** 2021 年上半年公司销售费用同比减少 42.6%, 主要系本期按新收入准则将于交付前由公司负担运输合同履行成本计入主营业务成本所致; 研发投入为 1884 万元, 同比大幅增长 48.4%; 经营活动现金流量净额同比大幅增长 225%, 主要由于销售商品、提供劳动收到的现金增加;

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59562524

传真: 010-59562637

- **进军镁铝合金材料，开拓动力电池轻量化：**公司与宁德时代、万顺集团等企业合作投资建设了轻量化新材料镁铝合金项目宁德文达镁铝科技有限公司（三祥持股 35%），预计于 2021 年底投产试运行。三祥新材与宁德时代同位于福建省宁德市，在物流运输、技术互通等方面十分便利，未来镁合金产品投产后，宁德时代有望优先采用，尤其是在动力电池轻量化方向。同时宁德时代和万顺集团可以利用各自的汽车厂商客户等资源，为轻量化材料推广提供助力。根据仟和镁业所做的测试：镁合金应用在某款电动汽车动力蓄电池箱上，将由原车铝合金电池箱 54kg 降至 23kg，减重比例高达 57%，可大幅提高续航里程。环保政策趋严和自身减重需求推升新能源车企轻量化意愿的背景下，公司虽然在镁铝合金材料领域起步较晚，但背靠合作方新能源产业链和客户资源，叠加文达镁业技术优势，以动力电池轻量化作为突破口，未来在轻金属材料领域发展前景可期；
- **投资建议：**公司现有盈利主要贡献点为锆系列产品，且通过产业链延伸，产品规模和盈利性逐步增强。而镁铝合金作为公司外延发展的新方向，有望成为公司业务突破的关键点。预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 8.7/10.6/12.9 亿元，同比增长 19%/21%/22%，实现归母净利润分别为 0.92/1.33/1.89 亿元，同比增长 42%/44%/43%，对应 PE 47X/32X/23X。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，疫情对下游需求影响，新增项目投产进度不及预期等。
- **盈利预测**

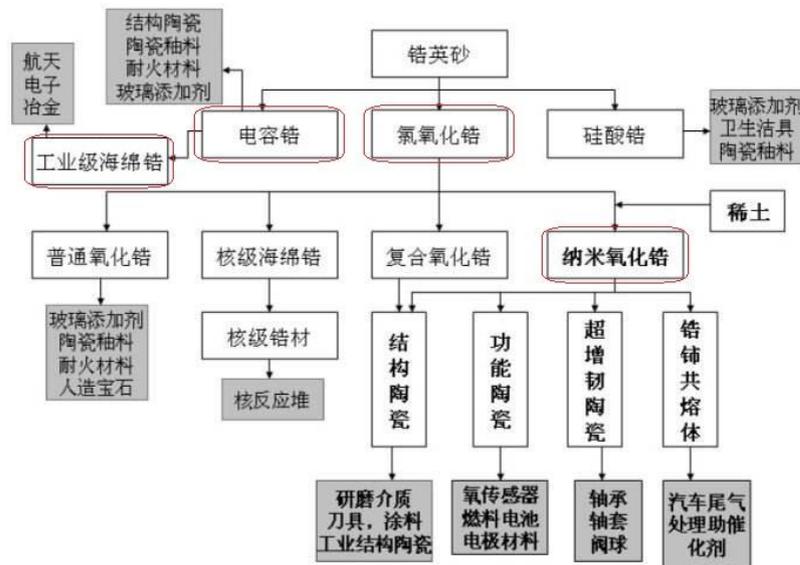
指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	761	733	873	1,057	1,289
增速（%）	27.16%	-3.68%	19.04%	21.15%	21.92%
归属于母公司净利润	83	65	92	133	189
增速（%）	11.50%	-21.61%	41.89%	44.27%	42.63%
每股收益（元）	0.43	0.34	0.48	0.69	0.98
市盈率（倍）	52.05	66.39	46.78	32.42	22.73

图表 1: 主要产品销量、单吨数据预测

	产品分类	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销量(吨)	锆系列产品	13339	15991	19190	23028	27633
	铸造改性材料	12626	11746	11863	11982	12102
单价(元/吨)	锆系列产品	40217	35230	36287	38101	40006
	铸造改性材料	9490	9132	9498	9593	9689
单吨成本(元)	锆系列产品	25384	25137	25640	26153	26414
	铸造改性材料	8042	7563	7714	7792	7869
单吨毛利(元)	锆系列产品	14834	10093	10647	11949	13592
	铸造改性材料	1448	1569	1783	1801	1819

来源: Wind, 中航证券研究所

图表 2: 锆产业链



来源: 中国产业信息网, 中航证券研究所

备注: 红色圈定部分为公司涉足环节

图表 3: 电池支架组件



来源: 三祥新材官网, 中航证券研究所

图表 4: 镁合金汽车电池托盘



来源: 三祥新材官网, 中航证券研究所

图表 5: 财务数据预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业总收入</b>	<b>761</b>	<b>733</b>	<b>873</b>	<b>1,057</b>	<b>1,289</b>	货币资金	43	65	78	94	115
增长率	27.2%	-3.7%	19.0%	21.2%	21.9%	应收账款	192	218	223	247	290
营业成本	-522	-541	-635	-748	-878	存货	202	174	179	195	195
%销售收入	68.6%	73.8%	72.7%	70.7%	68.2%	其他流动资产	16	29	29	30	33
毛利	239	192	238	309	411	流动资产	453	486	509	566	633
%销售收入	31.4%	26.2%	27.3%	29.3%	31.8%	%总资产	43.7%	36.4%	33.9%	33.8%	34.3%
营业税金及附加	-2	-5	-6	-7	-9	长期投资	0	5	5	5	5
%销售收入	0.3%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	362	431	448	469	484
营业费用	-30	-16	-14	-17	-21	%总资产	35.0%	32.4%	29.9%	28.0%	26.2%
%销售收入	4.0%	2.1%	1.6%	1.6%	1.6%	无形资产	73	116	161	203	245
管理费用	-40	-49	-79	-95	-116	非流动资产	583	847	993	1,107	1,213
%销售收入	5.3%	6.7%	9.0%	9.0%	9.0%	%总资产	56.3%	63.6%	66.1%	66.2%	65.7%
息税前利润 (EBIT)	166	122	139	190	265	<b>资产总计</b>	<b>1,036</b>	<b>1,333</b>	<b>1,502</b>	<b>1,672</b>	<b>1,846</b>
%销售收入	21.8%	16.7%	16.0%	18.0%	20.5%	短期借款	112	92	266	279	248
财务费用	-10	-18	-15	-11	-11	应付款项	193	148	155	181	209
%销售收入	1.4%	2.5%	1.8%	1.1%	0.8%	其他流动负债	41	63	63	63	63
资产减值损失	0	-1	0	0	0	流动负债	346	303	485	524	521
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	106	132	167	182	193
投资收益	0	1	0	0	0	其他长期负债	14	149	147	147	147
%税前利润	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>466</b>	<b>583</b>	<b>799</b>	<b>853</b>	<b>860</b>
营业利润	131	88	124	179	254	<b>普通股股东权益</b>	528	655	593	686	818
营业利润率	17.2%	12.0%	14.2%	16.9%	19.7%	少数股东权益	42	95	111	134	168
营业外收支	0	-2	-1	-1	-1	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,036</b>	<b>1,333</b>	<b>1,502</b>	<b>1,672</b>	<b>1,846</b>
税前利润	131	85	123	177	253	<b>比率分析</b>					
利润率	17.2%	11.7%	14.1%	16.8%	19.6%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-24	-11	-15	-21	-30	<b>每股指标</b>					
所得税率	18.0%	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益 (元)	0.43	0.34	0.48	0.69	0.98
净利润	108	75	108	156	223	每股净资产 (元)	2.74	3.40	3.08	3.56	4.25
少数股东损益	25	10	16	23	33	每股经营现金净流 (元)	0.31	0.77	0.89	1.04	1.40
归属于母公司的净利润	83	65	92	133	189	每股股利 (元)	0.10	0.10	0.14	0.21	0.30
净利率	10.9%	8.8%	10.5%	12.6%	14.7%	<b>回报率</b>					
						净资产收益率	15.67%	9.89%	15.52%	19.36%	23.14%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						总资产收益率	10.38%	5.60%	7.21%	9.34%	12.06%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	投入资本收益率	22.03%	12.80%	12.30%	14.47%	18.16%
净利润	108	75	108	156	223	<b>增长率</b>					
加: 折旧和摊销	30	37	40	47	53	营业总收入增长率	27.16%	-3.68%	19.04%	21.15%	21.92%
资产减值准备	2	1	0	0	0	EBIT增长率	65.25%	-25.33%	12.33%	36.36%	39.46%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	净利润增长率	11.50%	-21.61%	41.89%	44.27%	42.63%
财务费用	10	19	15	11	11	总资产增长率	21.86%	28.70%	12.68%	11.34%	10.39%
投资收益	0	-1	0	0	0	<b>资产管理能力</b>					
少数股东损益	25	10	16	23	33	应收账款周转天数	48.3	57.2	46.0	40.0	40.0
营运资金的变动	-70	26	8	-15	-18	存货周转天数	82.3	92.1	72.7	63.7	54.5
<b>经营活动现金净流</b>	<b>60</b>	<b>148</b>	<b>172</b>	<b>199</b>	<b>269</b>	应付账款周转天数	46.2	53.9	50.0	45.0	45.0
固定资本投资	-86	-200	-147	-110	-110	固定资产周转天数	141.9	194.9	181.5	156.2	133.1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-131</b>	<b>-285</b>	<b>-197</b>	<b>-160</b>	<b>-160</b>	<b>偿债能力</b>					
股利分配	-19	-19	-28	-40	-57	净负债/股东权益	30.12%	38.71%	68.47%	59.69%	46.87%
其他	86	178	65	17	-31	EBIT利息保障倍数	16.1	6.8	9.1	16.8	24.5
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>67</b>	<b>159</b>	<b>38</b>	<b>-23</b>	<b>-88</b>	资产负债率	45.01%	43.74%	53.17%	50.98%	46.61%
<b>现金净流量</b>	<b>-4</b>	<b>22</b>	<b>12</b>	<b>16</b>	<b>21</b>						

来源: Wind, 中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 分析师简介

邓 轲，SAC 执业证书号：S0640521070001，中航证券研究所新材料首席分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明：

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。