

三孚股份 (603938.SH)

受益三氯氢硅高景气，完善循环产业提升竞争力

买入

核心观点

2021 年业绩符合预期，业绩大幅增长。2021 全年营收 15.99 亿元 (+58.9%)，归母净利润 3.36 亿元 (+244.8%)，业绩位于业绩预告中值 (3.26-3.45 亿元)，符合预期。其中四季度单季营收 4.67 亿元 (同比+75.8%，环比-6.0%)，归母净利润 0.89 亿元 (同比+192.6%，环比-10.3%)。公司全年毛利率为 33.84%，同比上升 12.88 pcts；由于营收大幅增长，费用率小幅下滑，全年三费率为 4.08%，同比下降 0.79 pcts；研发费用 0.70 亿元 (+62.7%)，收入占比达到 4.39%，较 2020 年小幅上涨 0.11 pcts，净利率 20.99%，同比大幅增长 11.31 pcts。

受益三氯氢硅景气上升，高纯四氯化硅产能释放。公司营收与利润大幅增长，一方面公司主营产品三氯氢硅受下游多晶硅市场需求增长驱动，价格大幅提高，公司三氯氢硅全年营收 5.30 亿元 (+121.6%)，销量 5.95 万吨 (-2.4%)，均价 8905 元/吨 (+127.1%)，Q1-Q4 均价分别为 5593/7457/10484/14416 元/吨。公司高纯四氯化硅量价齐升，二期项目 (2 万吨/年) 于 2021 年 7 月投产，总产能达到 3 万吨/年，公司高纯四氯化硅全年营收 1.70 亿元 (+219.0%)，销量 1.66 万吨 (+82.6%)，均价 10245 元/吨 (+74.7%)，Q1-Q4 均价分别为 5274/6860/8700/17285 元/吨。

多晶硅大量投产，带动三氯氢硅价差大幅扩大，看好全年三氯氢硅高景气。近期，受到下游多晶硅需求带动，三氯氢硅价格大幅上涨。3 月 1 日，百川盈孚三氯氢硅工业级价格上涨 3000 元至 17500 元/吨，光伏级上涨 6500 元至 25000 元/吨。根据 SMM 数据，近期三氯氢硅报价上涨至 22000-24500 元/吨。由于主要原材料工业硅价格小幅上涨，因此价差大幅扩大，按照目前报价测算，光伏级三氯氢硅毛利可达 1 万元/吨以上。公司是国内三氯氢硅龙头，现有主要产能包括三氯氢硅 6.5 万吨/年、高纯四氯化硅 3 万吨/年、氢氧化钾 5.6 万吨/年、硫酸钾 10 万吨/年，新建 5 万吨三氯氢硅、2 万吨四氯化硅产能有望于 2022 年三季度进入试生产，提高公司盈利能力。

风险提示：下游多晶硅需求低于预期；产品价格下跌幅度超预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

上调公司 2022-2023 年盈利预测，预计 2022-2023 年归母净利润 7.46/9.32 亿元 (原值为 7.27/9.04 亿元)，新增 2024 年盈利预测 10.10 亿元，同比增速 122/25/8%；摊薄 EPS=3.82/4.77/5.17 元，当前股价对应 PE=12/10/9x。公司充分受益三氯氢硅、四氯化硅行业高景气，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,006	1,599	2,701	3,194	3,403
(+/-%)	-13.0%	58.9%	69.0%	18.2%	6.6%
净利润 (百万元)	97	336	746	932	1010
(+/-%)	-9.6%	244.8%	122.3%	24.9%	8.4%
每股收益 (元)	0.65	1.72	3.82	4.77	5.17
EBIT Margin	14.8%	28.6%	32.7%	34.2%	34.5%
净资产收益率 (ROE)	7.9%	21.6%	34.7%	32.2%	27.3%
市盈率 (PE)	73.4	27.7	12.4	10.0	9.2
EV/EBITDA	39.3	19.6	10.4	8.4	7.9
市净率 (PB)	5.82	5.97	4.31	3.20	2.51

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

基础化工 · 农化制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：薛聪

010-88005107

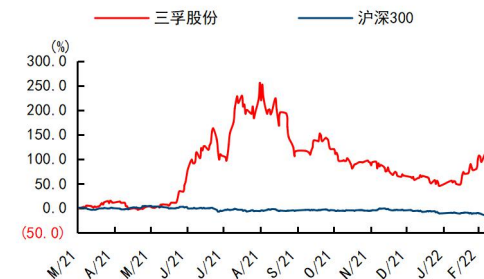
xuecong@guosen.com.cn

S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	47.56 元
总市值/流通市值	9274/9274 百万元
52 周最高价/最低价	84.77/20.89 元
近 3 个月日均成交额	208.07 百万元

市场走势



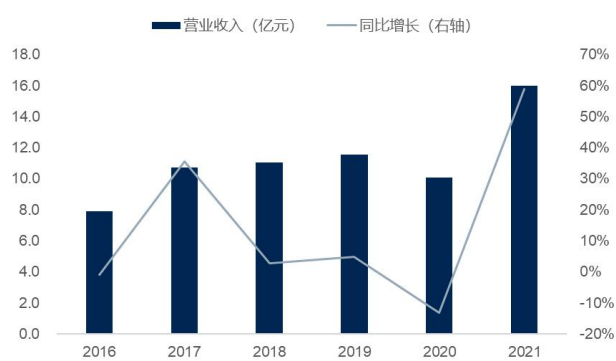
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《三孚股份-603938-2021 年三季报点评：业绩符合预期，持续看好三氯氢硅高景气》——2021-10-28
- 《三孚股份-603938-重大事件快评：光伏带动三氯氢硅价格暴涨，扩产三氯氢硅加码新材料布局》——2021-10-14
- 《三孚股份-603938-2017 年三季报点评：业绩符合预期，硅材料维持景气》——2018-03-30
- 《三孚股份-603938-主业需求强劲，助力光纤原材料国产化》——2018-03-05

2021 年业绩符合预期，业绩大幅增长。2021 全年营收 15.99 亿元（+58.9%），归母净利润 3.36 亿元（+244.8%），业绩位于业绩预告中值（3.26-3.45 亿元），符合预期。其中四季度单季营收 4.67 亿元（同比+75.8%，环比-6.0%），归母净利润 0.89 亿元（同比+192.6%，环比-10.3%）。公司全年毛利率为 33.84%，同比上升 12.88 pcts；由于营收大幅增长，费用率小幅下滑，全年三费率为 4.08%，同比下降 0.79 pcts；研发费用 0.70 亿元（+62.7%），收入占比达到 4.39%，较 2020 年小幅上涨 0.11 pcts，净利率 20.99%，同比大幅增长 11.31 pcts。

图1：三孚股份营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：三孚股份归母净利润及增速



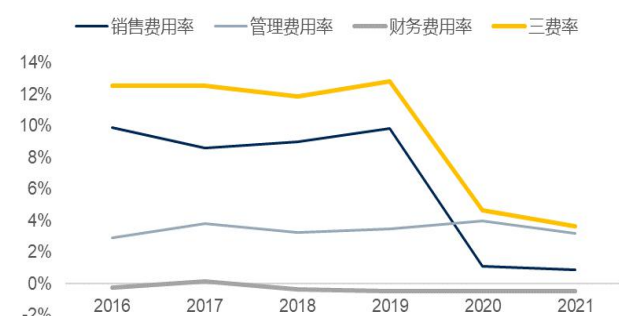
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：三孚股份毛利率、净利率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：三孚股份三费率

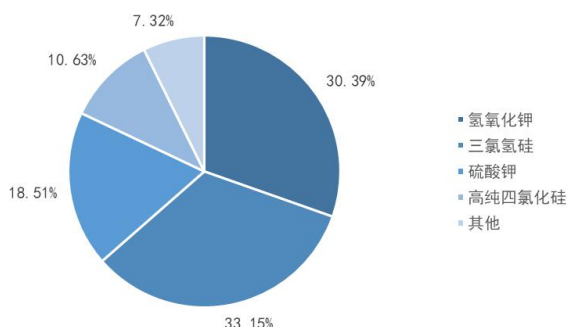


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受益三氯氢硅景气上升，高纯四氯化硅产能释放。公司营收与利润大幅增长，一方面公司主营产品三氯氢硅受下游多晶硅市场需求增长驱动，价格大幅提高，公司三氯氢硅全年营收 5.30 亿元（+121.6%），销量 5.95 万吨（-2.4%），均价 8905 元/吨（+127.1%），Q1-Q4 均价分别为 5593/7457/10484/14416 元/吨。公司高纯四氯化硅量价齐升，二期项目（2 万吨/年）于 2021 年 7 月投产，总产能达到 3 万吨/年，公司高纯四氯化硅全年营收 1.70 亿元（+219.0%），销量 1.66 万吨（+82.6%），均价 10245 元/吨（+74.7%），Q1-Q4 均价分别为 5274/6860/8700/17285 元/吨。

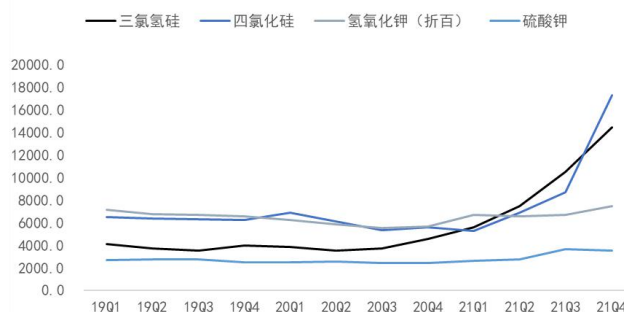
公司氢氧化钾全年营收 4.86 亿元（+16.8%），销量 7.12 万吨（-0.7%），均价 6827 元/吨（+17.6%），Q1-Q4 均价分别为 6686/6523/6673/7441 元/吨。公司硫酸钾全年营收 2.69 亿元（+8.5%），销量 8.63 万吨（-14.1%），均价 3123 元/吨（+26.3%），Q1-Q4 均价分别为 2599/2765/3614/3517 元/吨。

图5：三孚股份主营产品营收占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

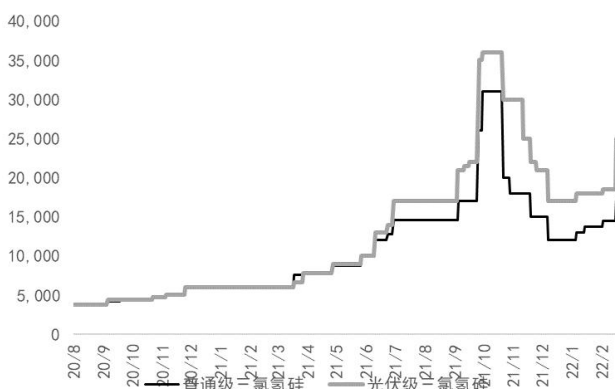
图6：三孚股份主营产品季度平均价格



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

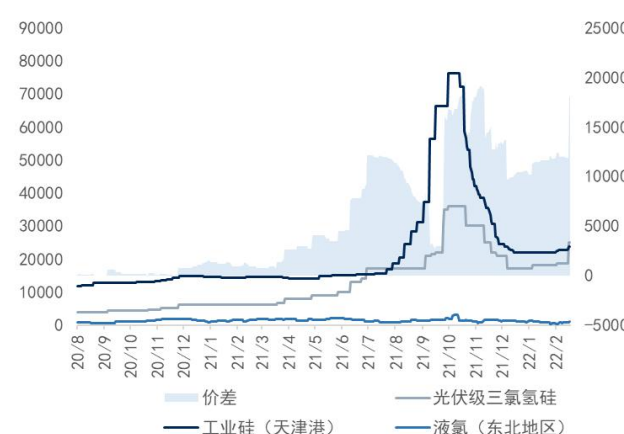
多晶硅大量投产，带动三氯氢硅价差大幅扩大，看好全年三氯氢硅高景气。近期，受到下游多晶硅需求带动，三氯氢硅价格大幅上涨。3月1日，百川盈孚三氯氢硅工业级价格上涨3000元至17500元/吨，光伏级上涨6500元至25000元/吨。根据SMM数据，近期三氯氢硅报价上涨至22000-24500元/吨。由于主要原材料工业硅价格小幅上涨，因此价差大幅扩大，按照目前报价测算，光伏级三氯氢硅毛利可达1万元/吨以上。

图7：三氯氢硅价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：光伏级三氯氢硅价格与价差



资料来源：卓创资讯、Wind、国信证券经济研究所整理

公司三氯氢硅扩产进度超预期，完善自身循环经济产业。公司是国内三氯氢硅龙头，现有主要产能包括三氯氢硅6.5万吨/年、高纯四氯化硅3万吨/年、氢氧化钾5.6万吨/年、硫酸钾10万吨/年。2021年10月，公司公告以自有资金投资1.5亿元建设5万吨/年三氯氢硅、2万吨/年四氯化硅项目，目前现场土建工程已接近尾声，预计2022年第二季度进入安装阶段。有望于2022年第三季度进入试生产，项目进度超预期。

此外公司布局三氯氢硅下游电子气体（电子级二氯二氢硅、电子级三氯氢硅）、硅烷偶联剂中间体及系列产品，同时公司2021年收购三孚纳米材料（原名唐山奥瑟亚化工有限公司）100%股权，主要生产气相二氧化硅，进一步完善内部循环经济。（1）公司电子气体“年产500吨电子级二氯二氢硅及年产1000吨电子级三氯氢硅”项目自2017年启动，于2020年11月一次性开车成功，进入试生产状态；

至 2021 年 10 月底，该项目取得安全生产许可证，进入正式生产阶段。（2）公司硅烷偶联剂项目一期“年产 15000 吨硅烷偶联剂中间体项目”于 2021 年 10 月正式投料试车，目前所有可外售产品均已获得下游客户的认可并形成部分销售；二期项目“年产 73000 吨硅烷偶联剂系列产品项目”现场基建工程、设备设施安装等工作也已基本完成。（3）2021 年 7 月末收购三孚纳米材料，利用丰富的硅系列产品生产管理经验和一体化管理优势，短期内即实现了生产线的正常运转，产品质量控制稳定，从而形成对下游客户的稳定供应，目前已经实现扭亏为盈贡献利润。

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。上调公司 2022-2023 年盈利预测，预计 2022-2023 年归母净利润 7.46/9.32 亿元（原值为 7.27/9.04 亿元），新增 2024 年盈利预测 10.10 亿元，同比增速 122/25/8%；摊薄 EPS=3.82/4.77/5.17 元，当前股价对应 PE=12/10/9x。公司充分受益三氯氢硅、四氯化硅行业高景气，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	203	213	809	1508	2303	营业收入	1006	1599	2701	3194	3403
应收款项	74	441	222	263	280	营业成本	795	1058	1542	1812	1958
存货净额	61	145	123	144	155	营业税金及附加	11	18	27	32	34
其他流动资产	261	166	281	333	354	销售费用	11	14	27	29	27
流动资产合计	749	1018	1535	2347	3192	管理费用	40	51	222	229	210
固定资产	583	1111	1140	1144	1139	财务费用	(2)	(0)	1	(10)	(21)
无形资产及其他	132	137	132	126	121	投资收益	6	3	0	0	0
投资性房地产	64	56	56	56	56	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	10	20	30	其他收入	(43)	(69)	0	0	0
资产总计	1528	2322	2873	3693	4538	营业利润	114	392	883	1103	1195
短期借款及交易性金融负债	0	48	0	0	0	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
应付款项	135	259	123	144	155	利润总额	115	390	883	1103	1195
其他流动负债	37	229	367	421	446	所得税费用	18	55	137	171	185
流动负债合计	173	536	490	565	601	少数股东损益	(1)	(1)	0	0	0
长期借款及应付债券	70	148	148	148	148	归属于母公司净利润	97	336	746	932	1010
其他长期负债	39	54	54	54	54						
长期负债合计	109	202	202	202	202	现金流量表（百万元）					
负债合计	281	738	692	767	803	净利润	97	336	746	932	1010
少数股东权益	19	29	29	29	29	资产减值准备	1	0	0	0	0
股东权益	1228	1555	2152	2897	3705	折旧摊销	40	52	76	102	111
负债和股东权益总计	1528	2322	2873	3693	4538	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(2)	(0)	1	(10)	(21)
关键财务与估值指标						营运资本变动	92	(18)	128	(37)	(14)
每股收益	0.65	1.72	3.82	4.77	5.17	其它	(2)	(1)	0	0	0
每股红利	0.15	0.10	0.76	0.95	1.03	经营活动现金流	229	369	950	996	1107
每股净资产	8.18	7.97	11.02	14.84	18.98	资本开支	0	(578)	(100)	(100)	(100)
ROIC	11%	27%	45%	57%	60%	其它投资现金流	(50)	98	(48)	0	0
ROE	8%	22%	35%	32%	27%	投资活动现金流	(50)	(480)	(158)	(110)	(110)
毛利率	21%	34%	43%	43%	42%	权益性融资	(1)	10	0	0	0
EBIT Margin	15%	29%	33%	34%	35%	负债净变化	70	78	0	0	0
EBITDA Margin	19%	32%	36%	37%	38%	支付股利、利息	(23)	(19)	(149)	(186)	(202)
收入增长	-13%	59%	69%	18%	7%	其它融资现金流	(260)	(7)	(48)	0	0
净利润增长率	-10%	245%	122%	25%	8%	融资活动现金流	(167)	121	(197)	(186)	(202)
资产负债率	20%	33%	25%	22%	18%	现金净变动	12	11	595	700	795
息率	0.2%	0.2%	1.6%	2.0%	2.2%	货币资金的期初余额	191	203	213	809	1508
P/E	73.4	27.7	12.4	10.0	9.2	货币资金的期末余额	203	213	809	1508	2303
P/B	5.8	6.0	4.3	3.2	2.5	企业自由现金流	0	(151)	851	888	989
EV/EBITDA	39.3	19.6	10.4	8.4	7.9	权益自由现金流	0	(79)	802	896	1007

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032