

中航证券研究所
 分析师: 邓 轲
 证券执业证书号: S0640521070001
 邮箱: dengke@avicsec.com

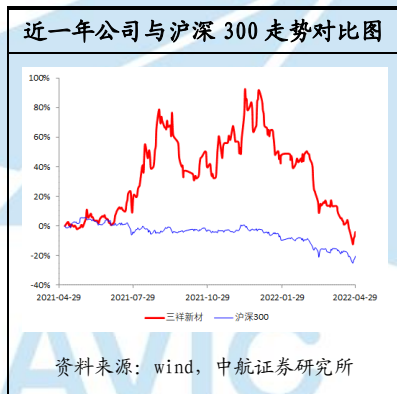
三祥新材 (603663) 2022 年报&2022Q1 点评: 锆产品结构优化稳步放量

行业分类: 金属材料

2022 年 5 月 1 日

公司投资评级	买入
当前股价 (22.04.29)	13.62

基础数据 (2022.4.29)	
上证指数	3047.06
总市值 (亿元)	29.28
总股本 (亿股)	2.15
流通股本 (亿股)	2.15
PE (TTM)	27.1
PB (LF)	2.63



- 业绩概要:** 2021 年公司实现营业收入 7.89 亿元 (+7.7%); 实现归母净利润 1 亿元 (+55%), 对应 EPS 为 0.51 元; 扣非后归母净利润为 1 亿元 (+66%)。每股派发现金红利 0.1 元 (含税), 股息率为 0.73%。2022Q1 营业收入为 1.82 亿元 (-19.6%), 归母净利润为 0.3 亿元 (同比+32.4%, 环比-1.3%), 对应 EPS 为 0.14 元;
- 量价稳步提升带动业绩增长:** 公司主营锆系列产品及铸造改性材料, 2021 年受益于光伏玻璃、核电等下游需求向好, 同时叠加原材料端锆英砂供需关系失衡带来价格持续走高, 促使氧化锆产品价格不断上涨, 叠加产销增加, 报告期内公司电熔氧化锆产品实现营业收入 4.95 亿元 (含销售给子公司 7041 万元), 同比增长 18.1%; 公司海绵锆营收为 1.6 亿元 (-22.1%), 对比 2021H1 营收贡献 1.2 亿元 (+61%), 显示出 2021 年下半年海绵锆营收出现较大幅度下滑, 主要原因为受“碳双控”等政策制约, 下游相关化工项目需求趋缓, 公司主动将海绵锆产线停产进行技术升级改造; 氧化锆方面, 目前已进入试产阶段, 预计 2022 上半年正式投产。整体锆系列产品销量为 2.05 万吨, 同比增长 11%, 毛利率为 32.4% (+3.8pcts), 重回 30% 以上水平, 销量稳步增长+产品盈利性提升带动公司业绩持续增长。铸造改性材料方面, 虽然下游汽车行业受到“缺芯”等负面因素影响, 但家电、风电行业正向增长, 对公司铸改新材料产生积极影响, 2021 年销量为 1.14 万吨, 同比减少 2.9%, 实现营收 1.34 亿元 (+24.8%), 毛利率为 21.9% (+4.8pcts);
- 财务数据:** 2021 年公司财务费用同比减少 30%, 主要是本年偿还本息借款所致; 研发费用同比大幅增长 38%, 主因为研发项目增加及投入加大; 报告期末货币资金达到 1.1 亿元, 同比增加 74%, 主要系非公开发行股票收到募集资金款项, 及销售回款增加; 长期股权投资大幅增加达到 5541 万元, 主要系追加对“宁德文达镁铝科技有限公司”投资所致;

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

- **锆产业链深度布局：**在锆产业链方面，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；
- **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%），目前一期项目已基本建成即将投产。物流运输、产业资源等优势互通，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。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：**公司锆系列产品结构持续优化，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亮点。预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 9.5/11.6/14.2 亿元，同比增长 20%/22%/23%，实现归母净利润分别为 1.5/2.1/2.8 亿元，同比增长 51%/38%/34%，对应 PE 19X/14X/10X。维持“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**

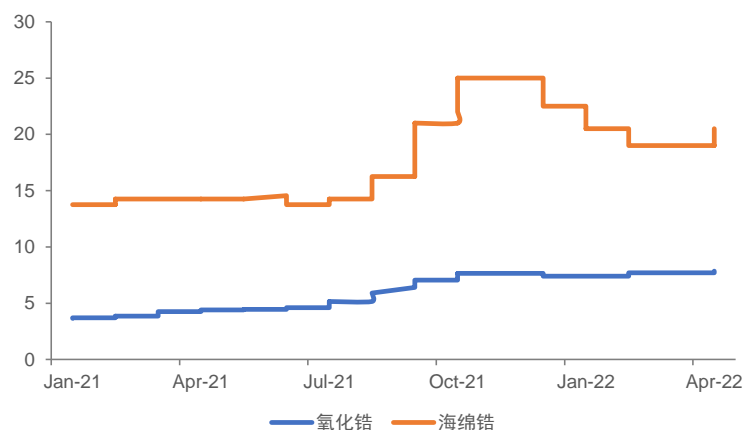
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	733	789	950	1,158	1,421
增速（%）	-3.68%	7.65%	20.39%	21.86%	22.72%
归属于母公司净利润	65	100	152	210	282
增速（%）	-21.61%	54.98%	51.34%	38.07%	34.07%
每股收益（元）	0.30	0.47	0.71	0.98	1.31
市盈率（倍）	45.15	29.13	19.25	13.94	10.40

图表 1: 主要产品销量、单吨数据预测

	产品分类	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销量(吨)	锆系列产品	13339	15991	17550	19305	23167	27800
	铸造改性材料	12626	11746	11401	11515	11630	11746
单价(元/吨)	锆系列产品	40217	35230	33604	38645	40964	43422
	铸造改性材料	9490	9132	11747	11864	11983	12103
单吨成本(元)	锆系列产品	25384	25137	22707	24978	25727	26499
	铸造改性材料	8042	7563	9170	9170	9170	9170
单吨毛利(元)	锆系列产品	14834	10093	10897	13667	15237	16923
	铸造改性材料	1448	1569	2577	2695	2813	2933

来源: Wind, 中航证券研究所

图表 2: 行业锆产品价格(单位: 万元/吨)



来源: 百川盈孚, 中航证券研究所

图表 3: 财务数据预测 (百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	42.85	65.33	113.78	99.54	235.50	457.89	营业收入	761.08	733.11	789.21	950.15	1157.85	1420.86
应收票据及账款	192.18	217.27	180.65	195.24	222.05	253.03	营业成本	522.37	541.08	544.27	630.24	746.37	889.40
预付账款	3.08	7.68	12.34	13.02	15.86	19.46	税金及附加	2.42	4.67	8.08	9.50	11.58	14.21
其他应收款	0.28	0.98	1.08	1.30	1.59	1.95	销售费用	30.30	15.72	15.75	17.10	20.84	25.58
存货	201.53	173.68	169.56	172.67	184.04	194.94	管理费用	40.31	49.28	53.08	63.66	77.58	95.20
其他流动资产	13.18	20.89	109.73	96.29	117.04	129.32	研发费用	25.55	23.66	32.74	40.86	49.79	61.10
流动资产总计	453.12	485.83	587.14	578.05	776.08	1056.59	财务费用	10.29	18.25	12.79	5.06	2.75	0.97
长期股权投资	0.00	5.24	55.41	55.41	55.41	55.41	资产减值损失	-0.39	-1.07	0.12	-0.29	-0.23	-0.14
固定资产	362.44	431.39	539.26	557.18	595.15	600.54	信用减值损失	-1.81	0.03	-0.09	-0.10	-0.12	-0.14
在建工程	69.74	200.93	154.32	178.60	132.88	102.16	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	72.68	116.01	118.02	119.18	128.68	123.18	投资收益	0.00	0.57	-1.07	0.50	0.50	0.50
长期待摊费用	1.25	1.18	1.12	0.56	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.36	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	76.62	92.49	82.15	118.13	106.13	108.13	资产处置收益	0.00	0.00	0.03	0.01	0.01	0.01
非流动资产合计	582.73	847.25	950.29	1029.06	1018.25	989.42	其他收益	3.06	7.70	9.21	6.66	7.86	7.91
资产总计	1035.85	1333.08	1537.42	1607.12	1794.33	2046.01	营业利润	130.72	87.69	131.06	190.53	256.97	342.54
短期借款	111.64	91.88	67.11	0.00	0.00	0.00	营业外收入	0.99	0.16	0.02	0.39	0.19	0.20
应付票据及账款	90.92	110.21	98.97	103.60	122.69	146.20	营业外支出	0.53	2.39	10.58	9.00	6.00	6.00
其他流动负债	143.26	100.71	71.69	81.32	96.74	115.83	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	345.81	302.80	237.78	184.92	219.43	262.03	利润总额	131.17	85.47	120.51	181.92	251.16	336.75
长期借款	106.26	263.20	83.88	79.81	57.68	32.35	所得税	23.62	10.81	13.72	21.83	30.14	40.41
其他非流动负债	14.13	17.11	28.03	28.03	28.03	28.03	净利润	107.55	74.66	106.79	160.09	221.03	296.34
非流动负债合计	120.39	280.31	111.92	107.84	85.71	60.38	少数股东损益	24.84	9.82	6.30	8.00	11.05	14.82
负债合计	466.20	583.11	349.69	292.76	305.14	322.41	归属母公司股东净利润	82.71	64.84	100.49	152.08	209.97	281.52
股本	189.99	192.46	214.95	214.95	214.95	214.95	EBITDA	171.57	140.59	178.65	269.18	352.72	448.55
资本公积	49.43	82.76	447.90	447.90	447.90	447.90	NOPLAT	115.61	92.82	128.28	173.14	229.24	302.98
留存收益	288.35	380.25	420.33	538.95	702.73	922.32	EPS (元)	0.38	0.30	0.47	0.71	0.98	1.31
归属母公司权益	527.77	655.47	1083.18	1201.81	1365.58	1585.17	主要财务比率						
少数股东权益	41.87	94.51	104.55	112.56	123.61	138.42	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	569.64	749.97	1187.73	1314.36	1489.19	1723.59	成长能力						
负债和股东权益合计	1035.85	1333.08	1537.42	1607.12	1794.33	2046.01	营收增长率	27.16%	-3.68%	7.65%	20.39%	21.86%	22.72%
现金流量表							营业利润增长率	49.27%	-32.92%	49.45%	45.37%	34.88%	33.30%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	68.74%	-26.68%	28.51%	40.27%	35.80%	33.00%
税后经营利润	107.55	74.66	106.79	161.35	218.77	294.03	EBITDA增长率	76.57%	-18.06%	27.07%	50.67%	31.04%	27.17%
折旧与摊销	30.11	36.86	45.35	82.20	98.81	110.84	归母净利润增长率	11.50%	-21.61%	54.98%	51.34%	38.07%	34.07%
财务费用	10.29	18.25	12.79	5.06	2.75	0.97	经营现金流增长率	70.60%	148.09%	26.30%	31.06%	26.26%	28.27%
投资损失	0.00	-0.57	1.07	-0.50	-0.50	-0.50	盈利能力						
营运资金变动	-85.95	18.57	23.56	-1.27	-12.55	-10.52	毛利率	31.37%	26.19%	31.04%	33.67%	35.54%	37.40%
其他经营现金流	-2.24	0.47	-2.31	-1.45	2.55	2.61	净利率	14.13%	10.18%	13.53%	16.85%	19.09%	20.86%
经营性现金净流量	59.75	148.25	187.24	245.40	309.83	397.43	营业利润率	17.18%	11.96%	16.61%	20.05%	22.19%	24.11%
资本支出	106.32	246.70	92.16	150.00	90.00	80.00	ROE	15.67%	9.89%	9.28%	12.65%	15.38%	17.76%
长期投资	-21.50	-35.94	-138.55	0.00	0.00	0.00	ROA	7.98%	4.86%	6.54%	9.46%	11.70%	13.76%
其他投资现金流	-46.17	-74.28	-287.44	0.07	-12.80	-6.81	# ROIC	18.67%	11.80%	11.95%	14.52%	17.79%	23.11%
投资性现金净流量	-130.99	-285.04	-241.05	-149.93	-102.80	-86.81	估值倍数						
短期借款	90.31	-19.76	-24.77	-67.11	0.00	0.00	P/E	35.40	45.15	29.13	19.25	13.94	10.40
长期借款	89.20	156.94	-179.31	-4.08	-22.13	-25.33	P/S	3.85	3.99	3.71	3.08	2.53	2.06
普通股增加	54.28	2.47	22.49	0.00	0.00	0.00	P/B	5.55	4.76	2.70	2.44	2.14	1.85
资本公积增加	-128.26	33.33	365.14	0.00	0.00	0.00	股息率	0.65%	0.66%	0.00%	1.14%	1.58%	2.12%
其他筹资现金流	-38.79	-13.85	-83.65	-38.51	-48.94	-62.90	EV/EBIT	19.80	31.86	45.57	16.12	11.32	7.88
筹资性现金净流量	66.74	159.12	99.91	-109.70	-71.07	-88.23	EV/EBITDA	16.32	23.51	34.00	11.20	8.15	5.93
现金流量净额	-5.11	22.01	46.25	-14.24	135.96	222.40	EV/NOPLAT	24.23	35.61	47.35	17.41	12.53	8.78

来源: iFinD, 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发送、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。