

三祥新材 (603663)

2022 半年报点评：锆系列产品盈利性达到历史最佳

业绩概要：2022 年上半年公司实现营业收入 4.62 亿元 (+6.3%)；实现归母净利润 0.82 亿元 (+75%)，对应 EPS 为 0.38 元；扣非后归母净利润为 0.76 亿元 (+68%)。Q2 归母净利润环比增长 70%，单季度 EPS 分别为 0.14 元和 0.24 元；

锆系列产品盈利性达到历史最好水平：公司锆系列产品主要涵盖电熔氧化锆、海绵锆、氯化锆等，产业链协同优势已形成。在电熔氧化锆下游领域，公司拥有海绵锆生产企业辽宁华锆，主要原材料能够实现全部自给；在化学锆领域，子公司辽宁华祥投资建设的年产 2 万吨氧氯化锆项目已进入生产工艺测试阶段，顺利推进中。上半年受益于国内光伏玻璃生产商对耐火材料（电熔氧化锆）的需求增长，以及核电等下游景气度抬升，电熔锆市场表现良好，叠加原材料端锆英砂供需关系失衡带来价格持续走高，促使电熔锆产品价格一定程度上涨。报告期内公司电熔氧化锆产品实现营业收入 2.9 亿元（含销售给子公司 4093 万元），同比增长 9.8%；海绵锆方面，由于能耗双控等政策影响，海绵锆市场 3 月后才开始逐渐回暖，上半年实现营业收入 7700 万元，较上年同期有所下降，但随着下游化工项目陆续开工，订单数量恢复，海绵锆市场价格开始上涨。公司整体锆系列产品实现营收 3.55 亿元，毛利率为 38.2%，盈利性达到历史最好水平，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，报告期内风电铸件行业销量增长弥补了汽配生产企业订单下滑，叠加原材料成本上涨抬升价格，上半年贡献营收 6845 万元 (+11%)；

财务数据：上半年公司财务费用同比大幅下降 86%，主要系公司 2020 年发行的可转债已于 2021 年 9 月摘牌，本期无需计提可转债利息；筹资活动产生的现金流量净额同比降低 142%，主要原因为随着公司经营规模不断扩大，整体现金流情况较好，相应的本期银行借款融资规模较上期大幅减少；由于销售规模扩大，应收账款和合同负债分别达到 1.55 亿元 (+62%)、1078 万元 (+259%)；

投资评级
买入
维持评级

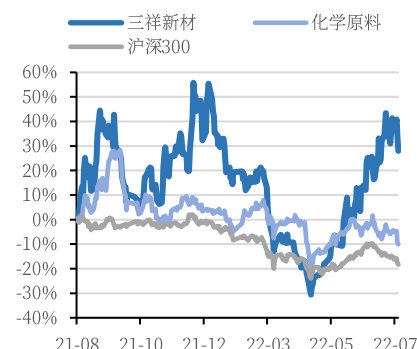
2022 年 08 月 03 日

收盘价(元): 16.25

公司基本数据

总股本(百万股)	302.27
总市值(百万)	4,911.89
流通股本(百万股)	300.93
流通市值(百万)	4,890.16
12 月最高/最低价(元)	28.44/11.92
资产负债率(%)	23.65
每股净资产(元)	5.18
市盈率(TTM)	45.50
市净率(PB)	3.14
净资产收益率(%)	2.74

股价走势图



作者

邓轲 分析师
 SAC 执业证书: S0640521070001
 联系电话: 021-2356 3561
 邮箱: dengke@avicsec.com

相关研究报告

- 2021 半年报点评：锆系列产品稳步放量推升业绩
- 2021 年报&2022Q1 点评：锆产品结构优化稳步放量

进军镁铝合金材料，开启轻量化新征程：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%），一期项目已于 2022 年初投产运行。镁合金作为最轻的金属结构材料，在汽车轻量化、建筑模板、航空航天等领域应用前景广阔。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动新能源汽车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；

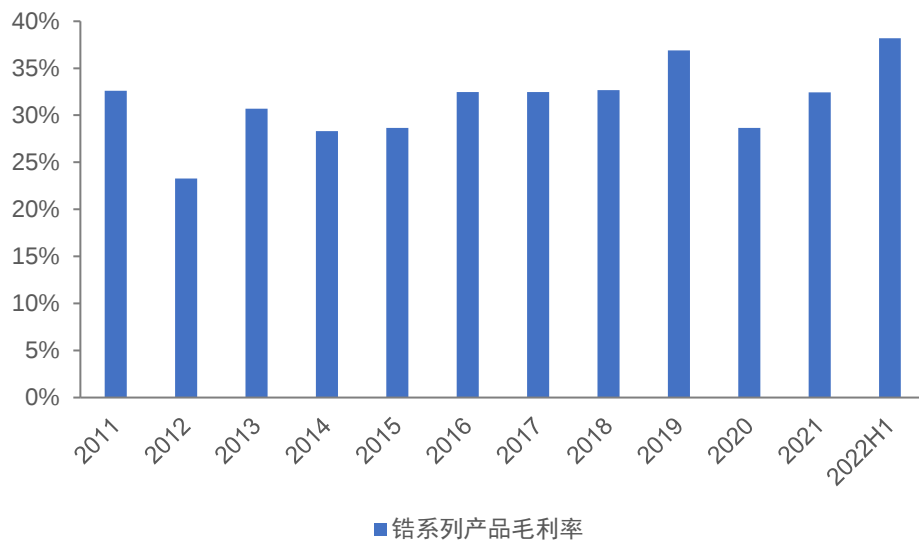
投资建议：公司铝系列产品结构持续优化，通过产业链延伸，销售规模和盈利性持续增强。而镁铝合金作为公司外延发展的新方向，有望成为公司业务突破的亮点。预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 10.2/12.4/15.3 亿元，同比增长 29%/22%/23%，实现归母净利润分别为 1.7/2.3/3.1 亿元，同比增长 66%/37%/34%，对应 PE 29X/21X/16X。维持“买入”评级。

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

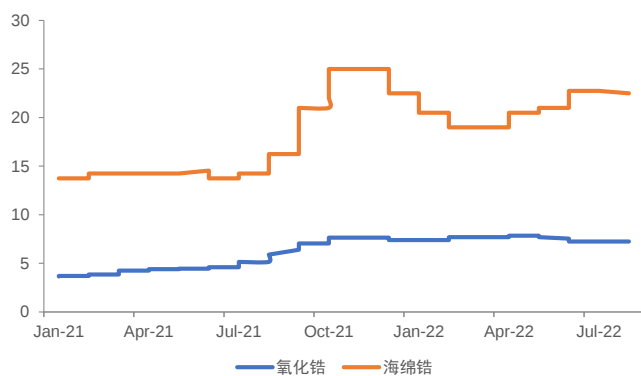
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	733	789	1,018	1,244	1,531
增速（%）	-3.68%	7.65%	28.99%	22.22%	23.03%
归属于母公司净利润	65	100	167	228	306
增速（%）	-21.61%	54.98%	65.92%	36.61%	34.31%
每股收益（元）	0.21	0.33	0.55	0.75	1.01
市盈率（倍）	74.50	48.07	28.97	21.21	15.79

图1 公司锆系列产品毛利率



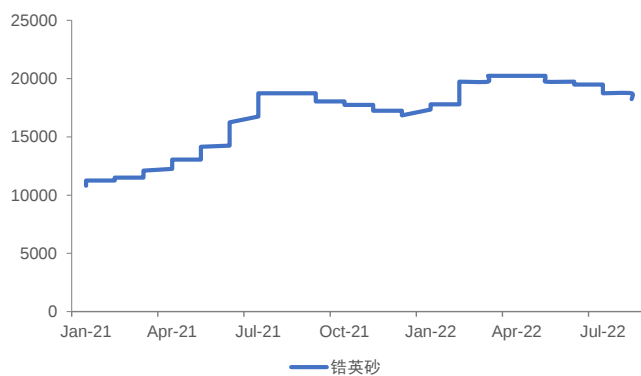
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 行业锆产品价格（单位：万元/吨）



资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图3 行业锆英砂价格（单位：元/吨）



资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图4 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	101.80	244.85	486.05	营业收入	761.08	733.11	789.21	1017.98	1244.12	1530.60
应收票据及账款	192.18	217.27	180.65	209.17	238.60	272.57	营业成本	522.37	541.08	544.27	674.08	800.55	956.37
预付账款	3.08	7.68	12.34	13.94	17.04	20.97	税金及附加	2.42	4.67	8.08	10.18	12.44	15.31
其他应收款	0.28	0.98	1.08	1.39	1.70	2.10	销售费用	30.30	15.72	15.75	15.27	21.15	26.02
存货	201.53	173.68	169.56	184.68	197.40	209.62	管理费用	40.31	49.28	53.08	68.20	83.36	102.55
其他流动资产	13.18	20.89	109.73	98.17	119.43	132.36	研发费用	25.55	23.66	32.74	43.77	53.50	65.82
流动资产总计	453.12	485.83	587.14	609.16	819.02	1123.66	财务费用	10.29	18.25	12.79	5.18	2.86	0.90
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	-0.31	-0.25	-0.15
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	-0.15
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	1638.22	1837.27	2113.08	营业利润	130.72	87.69	131.06	208.05	278.26	371.74
短期借款	111.64	91.88	67.11	6.10	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	110.81	131.60	157.21	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	86.92	103.76	124.55	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	203.82	235.35	281.76	利润总额	131.17	85.47	120.51	199.44	272.45	365.94
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	23.93	32.69	43.91
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	175.51	239.76	322.03
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	8.78	11.99	16.10
负债合计	466.20	583.11	349.69	311.66	321.06	342.14	归属母公司股东净利润	82.71	64.84	100.49	166.73	227.77	305.93
股本	189.99	192.46	214.95	214.95	214.95	214.95	EBITDA	171.57	140.59	178.65	286.83	374.12	477.69
资本公积	49.43	82.76	447.90	447.90	447.90	447.90	NOPLAT	115.61	92.82	128.28	188.67	248.07	328.61
留存收益	288.35	380.25	420.33	550.38	728.04	966.67	EPS (元)	0.27	0.21	0.33	0.55	0.75	1.01
归属母公司权益	527.77	655.47	1083.18	1213.23	1390.89	1629.52	主要财务比率						
少数股东权益	41.87	94.51	104.55	113.33	125.32	141.42	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	569.64	749.97	1187.73	1326.56	1516.21	1770.94	成长能力						
负债和股东权益合计	1035.85	1333.08	1537.42	1638.22	1837.27	2113.08	营收增长率	27.16%	-3.68%	7.65%	28.99%	22.22%	23.03%
现金流量表							营业利润增长率	49.27%	-32.92%	49.45%	58.75%	33.75%	33.59%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	68.74%	-26.68%	28.51%	53.51%	34.54%	33.25%
税后经营利润	107.55	74.66	106.79	176.78	237.51	319.72	EBITDA增长率	76.57%	-18.06%	27.07%	60.56%	30.43%	27.68%
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%	65.92%	36.61%	34.31%
财务费用	10.29	18.25	12.79	5.18	2.86	0.90	经营现金流增长率	70.60%	148.09%	26.30%	30.80%	33.54%	28.89%
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	-17.31	-14.18	-12.03	毛利率	31.37%	26.19%	31.04%	33.78%	35.65%	37.52%
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%	17.24%	19.27%	21.04%
经营性现金净流量	59.75	148.25	187.24	244.91	327.05	421.54	营业利润率	17.18%	11.96%	16.61%	20.44%	22.37%	24.29%
资本支出	106.32	246.70	92.16	150.00	90.00	80.00	ROE	15.67%	9.89%	9.28%	13.74%	16.38%	18.77%
长期投资	-21.50	-35.94	-138.55	0.00	0.00	0.00	ROA	7.98%	4.86%	6.54%	10.18%	12.40%	14.48%
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%	15.82%	18.92%	24.57%
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	-61.01	-6.10	0.00	P/E	58.40	74.50	48.07	28.97	21.21	15.79
长期借款	89.20	156.94	-179.31	-4.08	-22.13	-25.33	P/S	6.35	6.59	6.12	4.74	3.88	3.16
普通股增加	54.28	2.47	22.49	0.00	0.00	0.00	P/B	9.15	7.85	4.46	3.98	3.47	2.96
资本公积增加	-128.26	33.33	365.14	0.00	0.00	0.00	股息率	0.39%	0.40%	0.45%	0.76%	1.04%	1.39%
其他筹资现金流	-38.79	-13.85	-83.65	-41.87	-52.97	-68.21	EV/EBIT	19.80	31.86	45.57	24.09	17.35	12.40
筹资性现金净流量	66.74	159.12	99.91	-106.95	-81.20	-93.53	EV/EBITDA	16.32	23.51	34.00	17.18	12.77	9.53
现金流量净额	-5.11	22.01	46.25	-11.98	143.05	241.20	EV/NOPLAT	24.23	35.61	47.35	26.12	19.26	13.85

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637