

三孚股份 (603938.SH)

硅产业链布局显成效，龙头规模优势有望凸显

买入

核心观点

前三季度盈利大幅增长，毛利率维持高位。公司发布 2022 年第三季度报告，前三季度营收 20.5 亿元(同比+81.4%)，归母净利润 6.2 亿元(同比+152.3%)。其中单三季度营收 7.1 亿元(同比+43.6%，环比-11.5%)；归母净利润 2.2 亿元(同比+120.1%，环比-14.4%)。公司前三季度毛利率/净利率分别为 43.0%/30.3% (同比+8.4/+8.5 pcts)，单三季度毛利率/净利率分别为 43.7%/30.5% (同比+8.2/+10.6 pcts，环比-0.0/-1.3 pcts)。

硅产品价格小幅回落，偶联剂产能释放贡献利润。分板块来看，前三季度硅系列产品营收 10.5 亿元(同比+116.6%)，产销量分别为 6.2/6.4 万吨(同比-1.4%/+3.3%)，均价为 16378.9 元/吨(同比+109.6%)；单三季度硅系列产品营收 3.6 亿元(同比+50.5%，环比-10.2%)，产销量分别为 2.0/2.3 万吨(同比-11.0%/-2.1%，环比+10.0%/+9.8%)，均价为 15422.0 元/吨(同比+53.8%，环比-18.3%)。公司新建的硅烷偶联剂产能逐步释放，前三季度硅烷偶联剂产品实现营收 2.4 亿元，产销量分别为 1.1/0.8 万吨，均价为 28905.6 元/吨，为公司业绩贡献增量。

夯实全球三氯氢硅龙头地位，拓展下游新材料布局。公司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。5 万吨/年三氯氢硅、2 万吨/年四氯化硅项目已经建成等待验收；在建 7.22 万吨/年三氯氢硅扩建、2.89 万吨/年四氯化硅，预计于 2023 年初投产。公司 2022 年 7 月公司公告，控股子公司三孚新材料拟投资 2.3 亿元，新建年产 3 万吨氯丙烯项目，主要自用于生产硅烷偶联剂，可以提高公原材料自供占比，降低公司生产成本及经营风险。公司积极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、气相二氧化硅等下游新材料产品，未来成长可期。

风险提示：新项目投产进度低于预期的风险，下游需求低于预期的风险，产品价格跌幅超预期，新进入者竞争加剧等风险，公司高管人员减持风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

下调盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 8.52/10.63/13.93 亿元(原值 9.35/11.93/13.95 亿元)，同比增速 153.8%/24.7%/31.1%；摊薄 EPS=3.12/3.89/5.10 元，当前股价对应 PE=14/11/8x，维持“买入”评级。

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	
收盘价	42.80 元
总市值/流通市值	11684/11684 百万元
52 周最高价/最低价	64.88/31.30 元
近 3 个月日均成交额	255.63 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.SH)-二季度业绩环比高增长，扩建氯丙烯强化一体化优势》——2022-07-03
- 《三孚股份(603938.SH)-扩建 7.22 万吨三氯氢硅，夯实行业龙头地位》——2022-06-09
- 《三孚股份(603938.SH)——2022 年一季报点评-三氯氢硅、四氯化硅高景气，一季度业绩创新高》——2022-04-29
- 《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》——2022-03-10
- 《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

盈利预测和财务指标

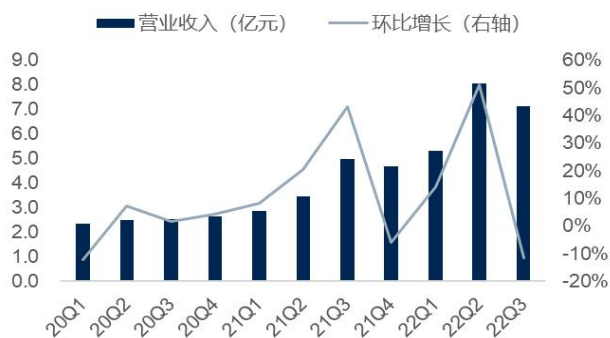
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,006	1,599	2,806	3,362	3,890
(+/-%)	-13.0%	58.9%	75.5%	19.8%	15.7%
净利润(百万元)	97	336	852	1063	1393
(+/-%)	-9.6%	244.8%	153.8%	24.7%	31.1%
每股收益(元)	0.65	1.72	3.12	3.89	5.10
EBIT Margin	14.8%	28.6%	35.9%	37.1%	41.7%
净资产收益率(ROE)	7.9%	21.6%	38.1%	34.4%	33.2%
市盈率(PE)	66.0	24.9	13.7	11.0	8.4
EV/EBITDA	35.5	17.8	11.4	9.2	7.2
市净率(PB)	5.23	5.37	5.22	3.79	2.78

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

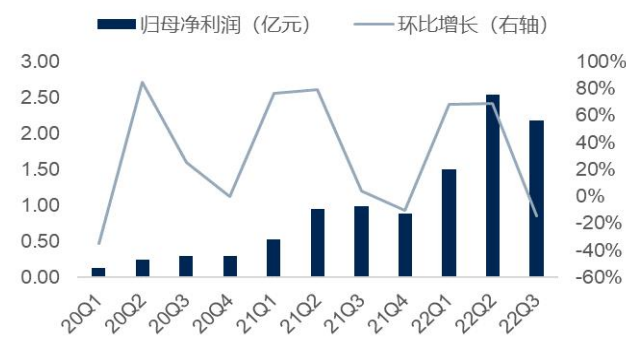
前三季度盈利大幅增长，毛利率维持高位。公司发布 2022 年第三季度报告，前三季度营收 20.5 亿元（同比+81.4%），归母净利润 6.2 亿元（同比+152.3%）。其中单三季度营收 7.1 亿元（同比+43.6%，环比-11.5%）；归母净利润 2.2 亿元（同比+120.1%，环比-14.4%）。公司前三季度毛利率/净利率分别为 43.0%/30.3%（同比+8.4/+8.5 pcts），单三季度毛利率/净利率分别为 43.7%/30.5%（同比+8.2/+10.6 pcts，环比-0.0/-1.3 pcts）。

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2：三孚股份单季营业收入及增速

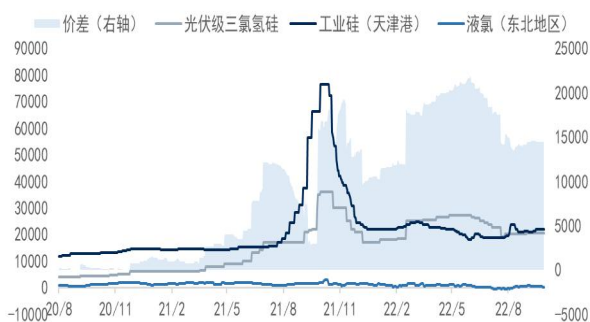


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

硅产品价格小幅回落，偶联剂产能释放贡献利润。分板块来看，前三季度硅系列产品营收 10.5 亿元（同比+116.6%），产销量分别为 6.2/6.4 万吨（同比-1.4%/+3.3%），均价为 16378.9 元/吨（同比+109.6%）；单三季度硅系列产品营收 3.6 亿元（同比+50.5%，环比-10.2%），产销量分别为 2.0/2.3 万吨（同比-11.0%/-2.1%，环比+10.0%/+9.8%），均价为 15422.0 元/吨（同比+53.8%，环比-18.3%）。公司新建的硅烷偶联剂产能逐步释放，前三季度硅烷偶联剂产品实现营收 2.4 亿元，产销量分别为 1.1/0.8 万吨，均价为 28905.6 元/吨，为公司业绩贡献增量。

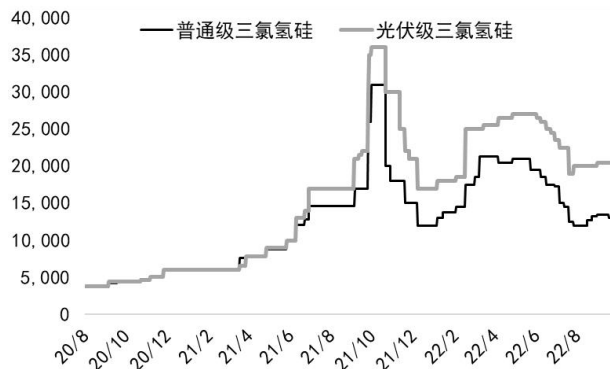
根据百川盈孚数据，2022 年前三季度光伏级三氯氢硅均价 22663 元/吨，同比增长 110.8%，平均价差 16505 元/吨，同比增长 250.0%。2022 年三季度光伏级三氯氢硅均价 21234 元/吨，同比增长 23.1%，环比降低 19.6%；平均价差 15735 元/吨，同比增长 69.1%，环比降低 22.1%。

图3：光伏级三氯氢硅价格与价差（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图4：光伏级、普通级三氯氢硅价格（元/吨）



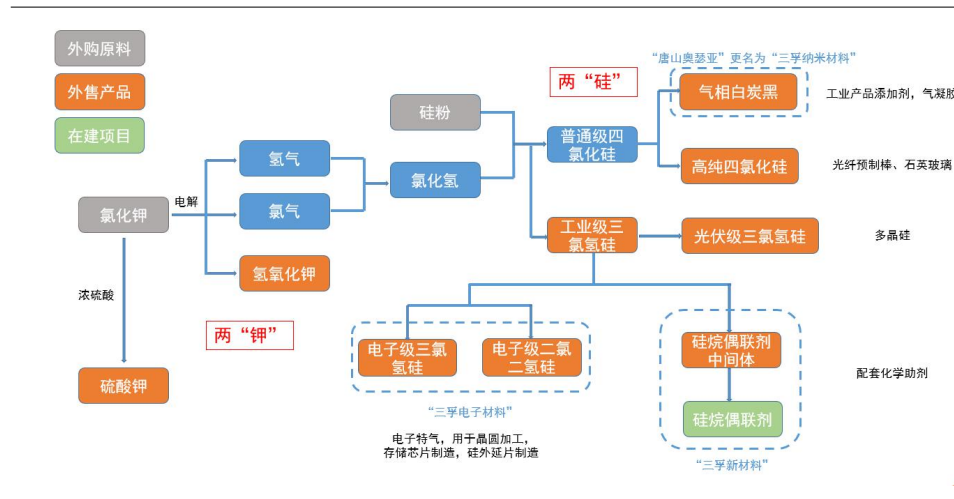
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

扩建 3 万吨/年氯丙烯，强化产业链一体化优势。公司 2022 年 7 月公司发布公告，控股子公司三孚新材料投资 2.3 亿元，新建年产 3 万吨氯丙烯项目，并配套 0.74 万吨/年 DD 混剂副产品提纯装置，主要提取顺式二氯丙烯、反式二氯丙烯、二氯丙烷等产品，目前处于项目设计阶段。氯丙烯为公司硅烷偶联剂产品的主要原材料之一，采用传统的氯气和丙烯反应，工艺路线成熟。所需氯气基本由公司提供并通过管道输送，产品主要自用于生产硅烷偶联剂，可以提高公司硅烷偶联剂产品的原材料自供占比，降低公司生产成本及经营风险，增强产品市场竞争力。该项目预计建设周期 12 个月，不含税年均收入 3.2 亿元，年均净利润 2446.5 万元。

夯实全球三氯氢硅龙头地位，拓展下游新材料布局。公司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。5 万吨/年三氯氢硅、2 万吨/年四氯化硅项目已经建成等待验收；在建 7.22 万吨/年三氯氢硅扩建、2.89 万吨/年四氯化硅，预计于 2023 年初投产。完全投产后公司三氯氢硅产能达到 18.72 万吨/年，四氯化硅产能达到 7.89 万吨，夯实全球三氯氢硅龙头地位。

此外，公司积极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、气相二氧化硅等下游新材料产品。（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”现场建设工程、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。

图 5：公司“两硅两钾”产业链



投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。预计 2022-2024 年归母净利润 8.52/10.63/13.93 亿元（原值 9.35/11.93/13.95 亿元），同比增速 153.8/24.7/31.1%；摊薄 EPS=3.12/3.89/5.10 元，当前股价对应 PE=14/11/8x，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	870	1670	2716	营业收入	1006	1599	2806	3362	3890
应收款项	74	441	231	276	320	营业成本	795	1058	1511	1812	1958
存货净额	61	145	121	144	155	营业税金及附加	11	18	28	34	39
其他流动资产	261	166	292	350	405	销售费用	11	14	28	30	31
流动资产合计	749	1018	1613	2540	3696	管理费用	40	51	230	241	239
固定资产	583	1111	1140	1144	1139	财务费用	(2)	(0)	0	(12)	(25)
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	2951	3886	5042	营业利润	114	392	1008	1257	1649
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	121	144	155	利润总额	115	390	1008	1257	1649
其他流动负债	37	229	363	424	454	所得税费用	18	55	156	195	256
流动负债合计	173	536	483	568	610	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	852	1063	1393
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	685	770	812	净利润	97	336	852	1063	1393
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	2237	3087	4201	折旧摊销	40	52	76	102	111
负债和股东权益总计	1528	2322	2951	3886	5042	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	(2)	(0)	0	(12)	(25)
关键财务与估值指标						营运资本变动	92	(18)	104	(42)	(69)
每股收益	0.65	1.72	3.12	3.89	5.10	其它	(2)	(1)	0	0	0
每股红利	0.15	0.10	0.62	0.78	1.02	经营活动现金流	229	369	1032	1122	1435
每股净资产	8.18	7.97	8.19	11.31	15.39	资本开支	0	(578)	(100)	(100)	(100)
ROIC	11%	27%	51%	64%	81%	其它投资现金流	(50)	98	(48)	0	0
ROE	8%	22%	38%	34%	33%	投资活动现金流	(50)	(480)	(158)	(110)	(110)
毛利率	21%	34%	46%	46%	50%	权益性融资	(1)	10	0	0	0
EBIT Margin	15%	29%	36%	37%	42%	负债净变化	70	78	0	0	0
EBITDA Margin	19%	32%	39%	40%	45%	支付股利、利息	(23)	(19)	(170)	(213)	(279)
收入增长	-13%	59%	75%	20%	16%	其它融资现金流	(260)	(7)	(48)	0	0
净利润增长率	-10%	245%	154%	25%	31%	融资活动现金流	(167)	121	(218)	(213)	(279)
资产负债率	20%	33%	24%	21%	17%	现金净变动	12	11	656	800	1047
息率	0.3%	0.2%	2.0%	2.5%	3.3%	货币资金的期初余额	191	203	213	870	1670
P/E	66.0	24.9	13.7	11.0	8.4	货币资金的期末余额	203	213	870	1670	2716
P/B	5.2	5.4	5.2	3.8	2.8	企业自由现金流	0	(151)	933	1013	1314
EV/EBITDA	35.5	17.8	11.4	9.2	7.2	权益自由现金流	0	(79)	885	1022	1335

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提及的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