

Q3 业绩维持高增，关注镁铝合金业务放量

——三祥新材 2022 年三季度报点评

核心观点

- 公司发布 2022 年三季度报，前三季度公司实现营收 7.32 亿元，同比+18.19%，归母净利润 1.27 亿元，同比+83.14%。其中 Q3 营收 2.70 亿元，同比+46.1%、环比-3.7%，归母净利润 0.45 亿元，同比+100.4%、环比-12.6%。业绩符合预期。
- 下游需求疲软，三季度锆系产品价格有所回调。受下游需求持续疲软影响，下半年，主要锆系产品价格均出现不同幅度回调，其中锆英砂价格自高点 2.03 万元/吨降至目前的 1.58 万元/吨。氧化锆价格也由高点 7.85 万元/吨下调至 6.15 万元/吨。得益于与锆材应用相关的大型化工项目陆续开工，海绵锆下游需求大幅增长，价格相对强势，但受上游锆英砂价格下降影响，也由高点的 25 万元/吨下降至 23 万元/吨。
- 新业务持续扩产放量，有望成为业绩增长新动能。公司为国内电熔锆龙头企业，产业链协同优势突出，新业务海绵锆、纳米氧化锆等正逐步扩产放量，氧氯化锆项目亦投产在即，年产 2 万吨氧氯化锆项目目前已进入规划化生产阶段，辽宁华祥已进入小规模化生产阶段，但尚未形成规模销售。锂电池正极材料用氧化锆生产线也已建成，目前正按客户要求对供应商评审及产线审核。泡沫陶瓷项目、氧化锆陶瓷珠项目也均已完成扩大试验，目前正在建设生产线。
- 镁铝合金项目进展顺利，预计 23 年或将有贡献明显增量。公司与宁德时代、万顺集团等企业合作的宁德文达镁铝项目一期已建成投产，但预计目前主要以前期投入为主，生产规模较小。前三季度公司对联营企业和合营企业的投资亏损已扩大至 670 万元，单季度投资亏损为 353 万元，较上半年明显增加，我们预计公司镁铝合金项目正加速扩产，23 年或将有贡献明显业绩增量。此外宁德文达现阶段批量供货产品主要是电池端板等，预计后续将在电池包托盘等结构件及电动船舶等方向进行产品拓展，轻金属材料领域发展前景可期。

盈利预测与投资建议

- 据锆系产品价格及公司三季度报情况，我们调整相关假设，预计公司 22-24 年归母净利润分别为 1.64 亿元、2.41 亿元、3.10 亿元（原 22-24 年为 1.70 亿元、2.43 亿元、3.02 亿元），由于可比公司数量较少，我们采取历史估值法，参考公司近 5 年来 PETTM 中值，给予公司 2022 年 39XPE，维持买入评级，对应目标价 21.13 元。

风险提示

- 原材料价格大幅波动、新产品需求不及预期、新建产能投产不及预期等。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	733	789	1,012	1,320	1,619
同比增长(%)	-3.7%	7.7%	28.3%	30.4%	22.6%
营业利润(百万元)	88	131	219	309	383
同比增长(%)	-32.9%	49.5%	66.8%	41.5%	23.9%
归属母公司净利润(百万元)	65	100	164	241	310
同比增长(%)	-21.6%	55.0%	62.9%	47.2%	28.6%
每股收益(元)	0.21	0.33	0.54	0.80	1.03
毛利率(%)	26.2%	31.0%	34.8%	31.9%	31.4%
净利率(%)	8.8%	12.7%	16.2%	18.3%	19.1%
净资产收益率(%)	11.0%	11.6%	14.2%	18.2%	20.1%
市盈率	61.7	39.8	24.4	16.6	12.9
市净率	6.1	3.7	3.2	2.8	2.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年10月31日）	13.23元
目标价格	21.13元
52周最高价/最低价	20.23/8.48元
总股本/流通A股（万股）	30,227/30,093
A股市值（百万元）	3,999
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2022年10月31日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-7.04	1.47	-23.84	-7.23
相对表现	-3.61	9.25	-7.98	21.29
沪深300	-3.43	-7.78	-15.86	-28.52



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

联系人

李一冉 liyiran@orientsec.com.cn
孟宪博 mengxianbo@orientsec.com.cn
滕朱军 tengzhujun@orientsec.com.cn

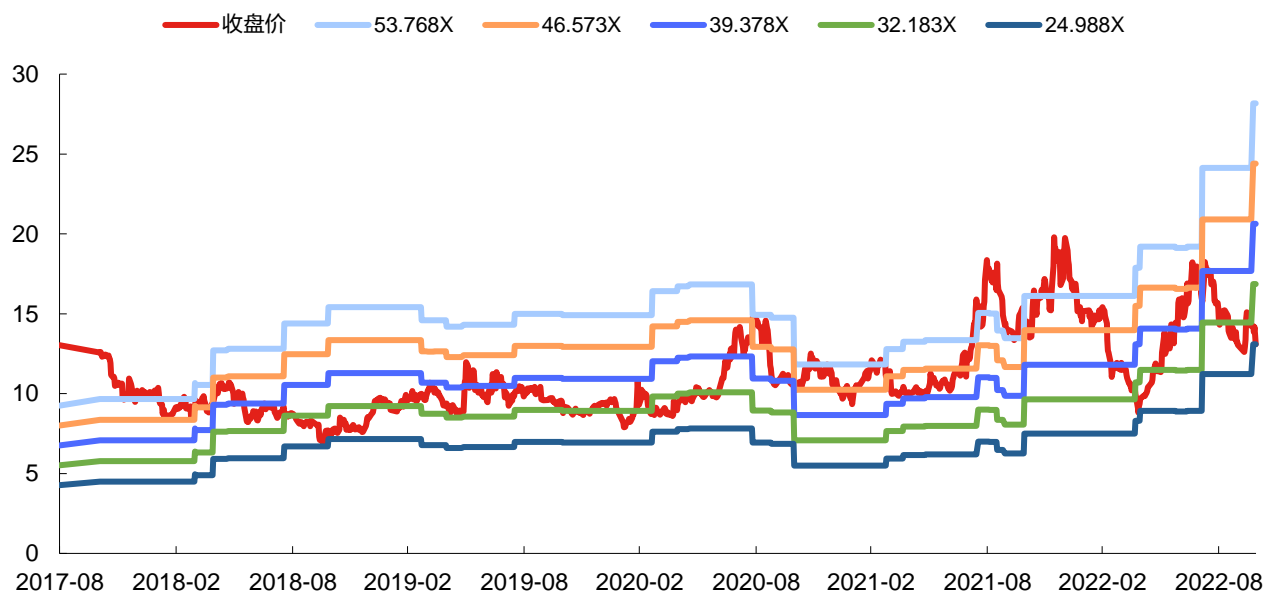
相关报告

积极布局新材料，“锆+镁”双主业或均将步入收获期：——三祥新材 2022 中报点评 2022-09-02
深耕工业新材料，与“宁”共谋轻量化：——三祥新材首次覆盖报告 2021-09-29

投资建议

- 据铝系产品价格及公司三季报情况，我们调整相关假设，预计公司 22-24 年归母净利分别为 1.64 亿元、2.41 亿元、3.10 亿元（原 22-24 年为 1.70 亿元、2.43 亿元、3.02 亿元），由于可比公司数量较少，我们采取历史估值法，参考公司近 5 年来 PETTM 中值，给予公司 2022 年 39XPE，维持买入评级，对应目标价 21.13 元。

图 1：三祥新材近 5 年 PE Band（截止 10 月 28 日）



数据来源：Wind、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	65	114	114	199	394	营业收入	733	789	1,012	1,320	1,619
应收票据、账款及款项融资	217	181	262	342	420	营业成本	541	544	660	899	1,110
预付账款	8	12	10	13	16	营业税金及附加	5	8	10	14	17
存货	174	170	224	305	377	营业费用	16	16	20	25	30
其他	22	111	49	49	50	管理费用及研发费用	73	86	98	123	145
流动资产合计	486	587	659	909	1,257	财务费用	18	13	7	5	3
长期股权投资	5	55	55	55	55	资产、信用减值损失	1	(0)	0	0	0
固定资产	431	539	768	800	825	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	190	152	44	49	0	投资净收益	1	(1)	(7)	45	61
无形资产	116	118	115	112	109	其他	8	9	9	9	9
其他	105	86	67	67	67	营业利润	88	131	219	309	383
非流动资产合计	847	950	1,050	1,083	1,056	营业外收入	0	0	18	18	18
资产总计	1,333	1,537	1,709	1,993	2,313	营业外支出	2	11	4	4	4
短期借款	92	67	0	0	0	利润总额	85	121	232	323	397
应付票据及应付账款	110	99	123	168	207	所得税	11	14	26	37	45
其他	101	72	104	106	107	净利润	75	107	206	286	352
流动负债合计	303	238	227	273	314	少数股东损益	10	6	42	45	42
长期借款	132	84	84	84	84	归属于母公司净利润	65	100	164	241	310
应付债券	131	0	0	0	0	每股收益(元)	0.21	0.33	0.54	0.80	1.03
其他	17	28	22	22	22						
非流动负债合计	280	112	105	105	105	主要财务比率					
负债合计	583	350	332	379	420		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	95	105	147	192	233	成长能力					
实收资本(或股本)	192	215	302	302	302	营业收入	-3.7%	7.7%	28.3%	30.4%	22.6%
资本公积	78	443	369	369	369	营业利润	-32.9%	49.5%	66.8%	41.5%	23.9%
留存收益	336	418	560	752	989	归属于母公司净利润	-21.6%	55.0%	62.9%	47.2%	28.6%
其他	49	7	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	750	1,188	1,377	1,614	1,893	毛利率	26.2%	31.0%	34.8%	31.9%	31.4%
负债和股东权益总计	1,333	1,537	1,709	1,993	2,313	净利率	8.8%	12.7%	16.2%	18.3%	19.1%
						ROE	11.0%	11.6%	14.2%	18.2%	20.1%
						ROIC	9.6%	10.3%	14.1%	17.4%	18.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	43.7%	22.7%	19.4%	19.0%	18.2%
净利润	75	107	206	286	352	净负债率	40.4%	4.5%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	37	44	55	70	78	流动比率	1.60	2.47	2.91	3.33	4.00
财务费用	18	13	7	5	3	速动比率	1.03	1.75	1.92	2.21	2.80
投资损失	(1)	1	7	(45)	(61)	营运能力					
营运资金变动	(28)	(15)	(70)	(118)	(111)	应收账款周转率	6.3	7.5	8.4	7.9	7.7
其它	47	37	5	0	0	存货周转率	2.9	3.2	3.3	3.4	3.2
经营活动现金流	148	187	210	198	261	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
资本支出	(277)	(103)	(174)	(103)	(51)	每股指标(元)					
长期投资	(5)	(50)	0	0	0	每股收益	0.21	0.33	0.54	0.80	1.03
其他	(3)	(88)	47	45	61	每股经营现金流	0.77	0.87	0.70	0.66	0.86
投资活动现金流	(285)	(241)	(127)	(58)	10	每股净资产	2.17	3.58	4.07	4.71	5.49
债权融资	151	(177)	0	0	0	估值比率					
股权融资	41	388	13	0	0	市盈率	61.7	39.8	24.4	16.6	12.9
其他	(33)	(111)	(96)	(54)	(76)	市净率	6.1	3.7	3.2	2.8	2.4
筹资活动现金流	159	100	(83)	(54)	(76)	EV/EBITDA	28.5	21.6	14.5	10.6	8.8
汇率变动影响	(0)	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	38.4	28.3	18.1	13.0	10.5
现金净增加额	22	46	(0)	86	195						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn