

三孚股份 (603938.SH)

“四硅”产品高景气，硅基新材料布局日益完善

买入

核心观点

全年盈利大幅增长，四季度三氯氢硅景气度下降。公司发布2022年年度报告，全年营收26.5亿元(同比+65.6%)，归母净利润7.5亿元(同比+123.2%)。其中单四季度营收6.0亿元(同比+27.4%，环比-16.6%)；归母净利润1.3亿元(同比+41.7%，环比-42.6%)。公司全年毛利率为41.2%，同比增长7.3pcts，三费率为3.4%，同比降低0.7pcts，其中销售费用/管理费用/财务费用率分别为0.7/2.7/-0.1%，同比-0.2/-0.5/-0.1pcts，研发费用率到达4.1%，全年净利率为28.1%，同比增长7.1pcts，业绩符合预期。

四氯化硅产品快速放量，硫酸钾受出口政策影响开工率较低。分板块来看，年产5万吨三氯氢硅项目于2022年11月进入试生产阶段，硅系列产品全年营收13.5亿元(同比+93.2%)，三氯氢硅/四氯化硅销量分别为6.1/2.4万吨(同比+2.1%/+42.4%)，毛利率达到60.3%，同比增加17.1pcts。钾系列产品全年营收8.3亿元(同比+9.8%)，氢氧化钾/硫酸钾销量分别为7.2/3.7万吨(同比+1.2%/-57.1%)，毛利率为18.7%，同比下降8.0pcts。公司新建的硅烷偶联剂产能逐步释放，全年实现营收3.1亿元，产销量分别为1.4/1.2万吨，均价为2.62万元/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11.5万吨/年、四氯化硅5万吨/年、氢氧化钾5.6万吨/年、硫酸钾10万吨/年。公司在建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4月投产；持续推进“年产3万吨氯丙烯项目”；启动硅烷偶联剂三期项目设计工作，扩大硅烷偶联剂生产规模、完善产品序列。公司目前已形成“四硅-两气-两钾”生产系统，未来将在基础化工、高纯电子材料、无机硅、有机硅四大产业链板块持续发力，电子气体(电子级二氯二氢硅、电子级三氯氢硅、电子级四氯化硅)、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有望快速放量，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：维持“买入”评级。

预计2023-2025年归母净利润5.83/7.46/8.14亿元，同比增速-22.0/27.8/9.1%；摊薄EPS为2.14/2.73/2.98元，当前股价对应PE=16/12/11x，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

证券分析师：薛聪
010-88005107
0755-81981378

yanglin6@guosen.com.cn
S0980520120002

xuecong@guosen.com.cn
S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	33.04元
总市值/流通市值	9030/9030百万元
52周最高价/最低价	64.88/32.02元
近3个月日均成交额	106.42百万元

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)-硅产业链布局显成效，龙头规模优势有望凸显》——2022-10-13
- 《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

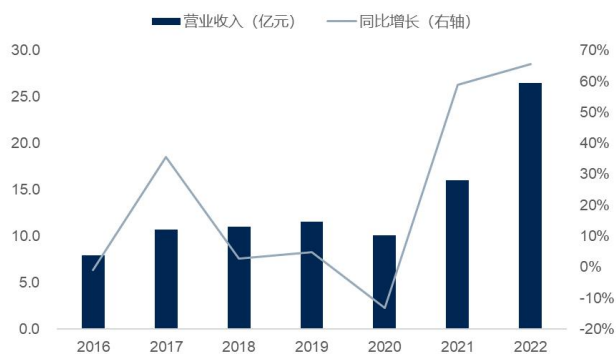
盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,599	2,648	3,005	3,652	4,174
(+/-%)	58.9%	65.6%	13.5%	21.5%	14.3%
净利润(百万元)	336	748	583	746	814
(+/-%)	244.8%	122.8%	-22.0%	27.8%	9.1%
每股收益(元)	1.72	2.74	2.14	2.73	2.98
EBIT Margin	28.6%	36.7%	23.2%	23.9%	22.6%
净资产收益率(ROE)	21.6%	32.9%	21.3%	22.3%	20.4%
市盈率(PE)	19.2	12.1	15.5	12.1	11.1
EV/EBITDA	14.1	9.6	12.4	10.0	9.4
市净率(PB)	4.15	3.97	3.29	2.70	2.26

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

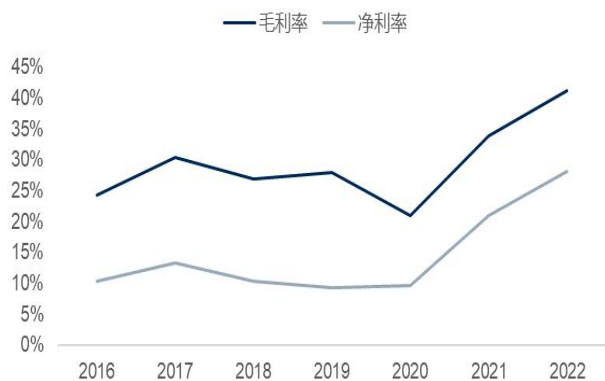
全年盈利大幅增长，四季度三氯氢硅景气度下降。公司发布 2022 年年度报告，全年营收 26.5 亿元（同比+65.6%），归母净利润 7.5 亿元（同比+123.2%）。其中单四季度营收 6.0 亿元（同比+27.4%，环比-16.6%）；归母净利润 1.3 亿元（同比+41.7%，环比-42.6%）。公司全年毛利率为 41.2%，同比增长 7.3pcts，三费率为 3.4%，同比降低 0.7pcts，全年净利率为 28.1%，同比增长 7.1 pcts，业绩符合预期。

图1：三孚股份营业收入及增速


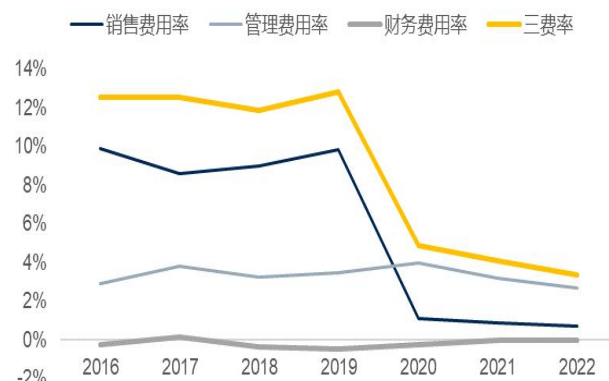
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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


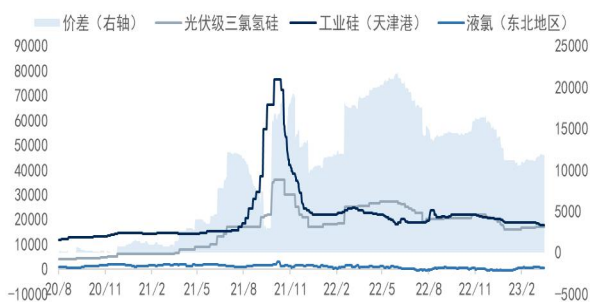
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

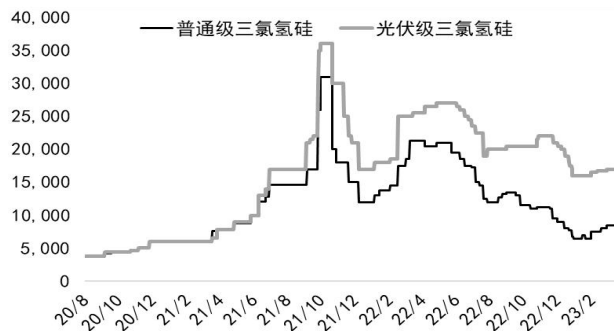
四氯化硅产品快速放量，硫酸钾受出口政策影响开工率较低。分板块来看，年产 5 万吨三氯氢硅项目于 2022 年 11 月进入试生产阶段，硅系列产品全年营收 13.5 亿元（同比+93.2%），三氯氢硅/四氯化硅销量分别为 6.1/2.4 万吨（同比+2.1%/+42.4%），毛利率达到 60.3%，同比增加 17.1pcts。钾系列产品全年营收 8.3 亿元（同比+9.8%），氢氧化钾/硫酸钾销量分别为 7.2/3.7 万吨（同比+1.2%/-57.1%），毛利率为 18.7%，同比下降 8.0pcts。公司新建的硅烷偶联剂产能逐步释放，全年实现营收 3.1 亿元，产销量分别为 1.4/1.2 万吨，均价为 2.62 万元/吨，为公司业绩贡献增量。

图5: 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6: 光伏级、普通级三氯氢硅价格 (元/吨)

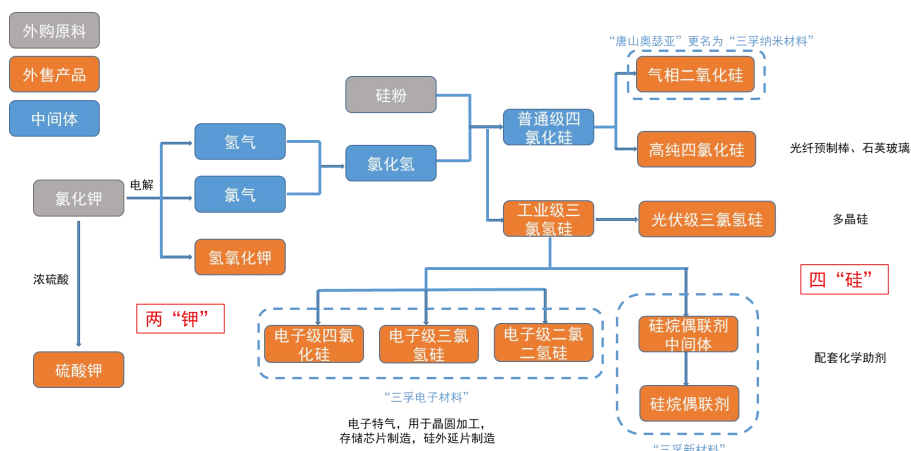


资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

布局电子级四氯化硅, 进一步增加特种气体规模。公司 2023 年 2 月公司发布公告, 控股子公司三孚电子材料投资 2.3 亿元, 新建年产 500 吨电子级四氯化硅及原年产 500 吨电子级二氯二氢硅项目充装排扩容项目, 以增加公司电子级产品品种, 提高公司电子气体产品市场占有率。电子级四氯化硅是一种高端半导体用电子化学品, 主要用于薄膜沉积与蚀刻工艺, 随着半导体制程的先进化, 电子级四氯化硅被使用于逻辑芯片与存储芯片等领域, 目前主要依靠进口, 国内规模化生产电子级四氯化硅的企业较少。本项目有利于满足国内市场对电子级四氯化硅的需求, 对推进电子级四氯化硅国产替代进口具有积极意义。

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 11.5 万吨/年、四氯化硅 5 万吨/年、氢氧化钾 5.6 万吨/年、硫酸钾 10 万吨/年。公司在建 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 4 月投产; 持续推进“年产 3 万吨氯丙烯项目”; 启动硅烷偶联剂三期项目设计工作, 扩大硅烷偶联剂生产规模、完善产品序列。公司目前已形成“四硅-两气-两钾”生产系统, 未来将在基础化工、高纯电子材料、无机硅、有机硅四大产业链板块持续发力, 电子气体 (电子级二氯二氢硅、电子级三氯氢硅、电子级四氯化硅)、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有望快速放量, 未来成长可期。

图7: 三孚股份产业链布局



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：预计 2023-2025 年归母净利润 5.83/7.46/8.14 亿元，同比增速 -22.0%/27.8%/9.1%；摊薄 EPS 为 2.14/2.73/2.98 元，当前股价对应 PE=16/12/11x，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）					
2021	2022	2023E	2024E	2025E	2021	2022	2023E	2024E	2025E		
现金及现金等价物	213	310	1317	1903	2572	营业收入	1599	2648	3005	3652	4174
应收款项	441	610	247	300	343	营业成本	1058	1558	2002	2447	2898
存货净额	145	266	159	194	231	营业税金及附加	18	26	30	37	42
其他流动资产	166	229	259	315	360	销售费用	14	19	30	33	33
流动资产合计	1018	1725	2082	2812	3606	管理费用	51	72	246	261	256
固定资产	1111	1350	1342	1319	1287	财务费用	(0)	(1)	6	(8)	(18)
无形资产及其他	137	134	128	123	118	投资收益	3	3	0	0	0
投资性房地产	56	122	122	122	122	资产减值及公允价值变动	0	16	0	0	0
长期股权投资	0	5	15	25	35	其他收入	(69)	(137)	0	0	0
资产总计	2322	3336	3689	4401	5168	营业利润	392	857	691	883	963
短期借款及交易性金融负债	48	127	0	0	0	营业外净收支	(2)	2	0	0	0
应付款项	259	254	159	194	231	利润总额	390	859	691	883	963
其他流动负债	229	286	395	474	553	所得税费用	55	116	107	137	149
流动负债合计	536	667	554	668	784	少数股东损益	(1)	(5)	0	0	0
长期借款及应付债券	148	318	318	318	318	归属于母公司净利润	336	748	583	746	814
其他长期负债	54	51	51	51	51						
长期负债合计	202	370	370	370	370	现金流量表（百万元）					
负债合计	738	1037	923	1038	1154	净利润	336	748	583	746	814
少数股东权益	29	24	24	24	24	资产减值准备	0	16	10	1	(0)
股东权益	1555	2275	2742	3339	3990	折旧摊销	52	76	104	128	137
负债和股东权益总计	2322	3336	3689	4401	5168	公允价值变动损失	0	(16)	0	0	0
						财务费用	(0)	(1)	6	(8)	(18)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(18)	(353)	462	(29)	(9)
每股收益	1.72	2.74	2.14	2.73	2.98	其它	(1)	(20)	(10)	(1)	0
每股红利	0.10	0.18	0.43	0.55	0.60	经营活动现金流	369	451	1149	845	942
每股净资产	7.97	8.33	10.04	12.23	14.61	资本开支	0	(343)	(100)	(100)	(100)
ROIC	27%	41%	28%	40%	44%	其它投资现金流	98	(258)	210	0	0
ROE	22%	33%	21%	22%	20%	投资活动现金流	98	(606)	100	(110)	(110)
毛利率	34%	41%	33%	33%	31%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	29%	37%	23%	24%	23%	负债净变化	78	170	0	0	0
EBITDA Margin	32%	40%	27%	27%	26%	支付股利、利息	(19)	(49)	(117)	(149)	(163)
收入增长	59%	66%	13%	22%	14%	其它融资现金流	(574)	10	(127)	0	0
净利润增长率	245%	123%	-22%	28%	9%	融资活动现金流	(457)	252	(243)	(149)	(163)
资产负债率	33%	32%	26%	24%	23%	现金净变动	11	97	1006	586	669
息率	0.2%	0.5%	1.3%	1.7%	1.8%	货币资金的期初余额	203	213	310	1317	1903
P/E	19.2	12.1	15.5	12.1	11.1	货币资金的期末余额	213	310	1317	1903	2572
P/B	4.1	4.0	3.3	2.7	2.3	企业自由现金流	0	223	1055	738	827
EV/EBITDA	14.1	9.6	12.4	10.0	9.4	权益自由现金流	0	402	923	745	842

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