

2022年07月30日

三孚新科(688359)：深耕电子PCB化学品多年，异质结+PET铜箔打开第二增长极

推荐(首次覆盖)

投资要点

分析师：毛正

执业证书编号：S1050521120001

邮箱：maozheng@cfsc.com.cn

联系人：赵心怡

执业证书编号：S1050122030021

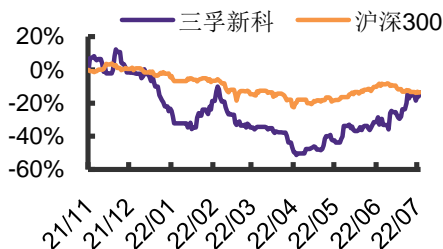
邮箱：zhaoxy@cfsc.com.cn

基本数据

2022-07-29

当前股价(元)	57.87
总市值(亿元)	53.3
总股本(百万股)	92.2
流通股本(百万股)	48.1
52周价格范围(元)	28.82-70
日均成交额(百万元)	45.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

电子PCB化学品领域深耕多年，打破国外垄断地位

目前PCB行业正处于新一轮增长周期中，顺势又将迎来一轮新的发展。PCB行业本轮发展主要源于新能源汽车、5G通信、云计算以及物联网、XR设备等技术发展带来的PCB需求放量。随着下游需求的有力带动，Prismark预计2025年全球PCB产值将提升至863.3亿美元，中国大陆PCB产值将达到460.4亿美元。

PCB水平沉铜专用化学品是技术壁垒较高的PCB关键材料之一，该领域长期以来被美国安美特、台湾超特等公司所垄断，公司是境内少数掌握该项技术的内资厂商之一。目前，公司的PCB水平沉铜专用化学品整体性能与国外先进水平相当，已在胜宏科技、健鼎科技、奥士康、崇达技术和世运电路等客户中实现了规模化应用。近年来，随着公司在PCB应用领域投入的加大，水平沉铜专用化学品和化学镍金专用化学品等技术实现突破，产品逐步得到推广，PCB领域销售收入逐渐增大，且已成为公司产品的最大应用领域。2017年至2021年，公司电子化学品营业收入占比从36.2%上升至66.9%。目前国内PCB沉铜工艺和化学镍金工艺每年对电子化学品的需求量预计在100亿元以上，公司的市场占有率不足1%，国产替代空间巨大。

光伏HJT电镀领域已实现规模应用，量产在即

HJT电池具有转换效率高、制造工序少、薄硅片应用、温度系数低、无光致衰减和电位衰减、可双面发电等一系列优势，被认为是光伏行业的第三次变革方向。近年来，行业内外对此共识度正不断强化，这意味着万亿级的替代市场即将拉开序幕。集邦新能源数据显示，2021年全球HJT规划产能约148.2GW，其中在建/待建产能达141.9GW。随着设备国产化进度加快及工艺升级，多家厂商近期开始加快量产招标，市场空间广阔。

公司的高效单晶异质结太阳能电池电镀添加剂为公司的储备产品，目前已在福建钜能电力有限公司实现了小规模应用，其性能指标等情况符合客户要求。高效单晶异质结太阳能电池电镀，是传统丝网印刷银浆工艺的最佳替代方案之一，作为其核心原料，高效单晶异质结太阳能电池电镀添加剂产品具有广阔的应用空间。

PET铜箔添加剂供货认证阶段，开启第二增长极

线

目前作为动力电池材料的铜箔，在电池充放电使用过程中，负极材料体积会随之变化，铜箔不停的处于拉伸-恢复的过程，引起容量降低性能下降，电阻增加，产热增加等安全隐患。PET复合铜箔可有效提升电池的安全性及续航能力，有望替代纯铜铜箔。目前重庆金美等PET铜箔头部企业均以开始进入阶段性供货认证阶段，该技术和公司当前电子化学品电镀技术有强相关性。随着未来研发项目逐步落地，公司有望打开锂电池PET符合铜箔的新市场。

公司与哈工大、北航等国内新材料领域一流高校合作密切，成立有三孚研究院作为新材料品种研发平台，在诸如异质结、PET铜箔化学添加剂领域均有相当的技术储备和产业化能力。

■ 盈利预测

预测公司2022-2024年收入分别为5.1、6.23、7.49亿元，EPS分别为0.88、1.10、1.36元，当前股价对应PE分别为64、51、41倍，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

行业景气度下行风险、募投项目进展不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	376	510	623	749
增长率（%）	31.0%	35.8%	22.1%	20.2%
归母净利润（百万元）	53	81	102	126
增长率（%）	6.2%	53.1%	25.2%	23.6%
摊薄每股收益（元）	0.58	0.88	1.10	1.36
ROE（%）	9.3%	12.4%	13.2%	13.9%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	376	510	623	749
现金及现金等价物	158	167	192	241	营业成本	259	298	367	434
应收款	206	280	341	410	营业税金及附加	2	3	4	4
存货	52	49	61	72	销售费用	23	47	55	66
其他流动资产	71	73	81	89	管理费用	23	34	36	47
流动资产合计	487	569	675	813	财务费用	-1	-4	-5	-6
非流动资产:					研发费用	19	31	37	45
金融类资产	37	37	37	37	费用合计	65	108	124	152
固定资产	53	115	148	169	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	61	25	10	4	公允价值变动	9	0	0	0
无形资产	11	11	11	11	投资收益	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	59	102	129	159
其他非流动资产	32	32	32	32	加: 营业外收入	7	0	0	0
非流动资产合计	157	182	201	216	减: 营业外支出	0	0	0	0
资产总计	643	751	876	1,028	利润总额	66	102	129	159
流动负债:					所得税费用	7	11	14	17
短期借款	13	13	13	13	净利润	59	91	115	142
应付账款、票据	27	41	51	60	少数股东损益	6	9	11	13
其他流动负债	18	18	18	18	归母净利润	53	83	104	129
流动负债合计	66	82	94	106					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他非流动负债	9	9	9	9	营业收入增长率	31.0%	35.8%	22.1%	20.2%
非流动负债合计	9	9	9	9	归母净利润增长率	6.2%	56.1%	25.9%	23.7%
负债合计	75	92	104	115	盈利能力				
所有者权益					毛利率	31.2%	41.7%	41.0%	42.1%
股本	92	92	92	92	四项费用/营收	17.4%	21.1%	19.8%	20.3%
股东权益	569	659	772	913	净利率	15.6%	17.9%	18.5%	19.0%
负债和所有者权益	643	751	876	1,028	ROE	9.3%	12.6%	13.5%	14.1%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	11.6%	12.2%	11.8%	11.2%
净利润	59	91	115	142	营运能力				
少数股东权益	6	9	11	13	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
折旧摊销	5	6	12	15	应收账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8
公允价值变动	9	0	0	0	存货周转率	5.0	6.1	6.1	6.1
营运资金变动	-105	-56	-70	-77	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	-27	50	69	94	EPS	0.58	0.90	1.13	1.40
投资活动现金净流量	-63	-25	-19	-15	P/E	100.5	64.4	51.1	41.3
筹资活动现金净流量	100	-1	-2	-2	P/S	14.2	10.5	8.6	7.1
现金流量净额	9	24	48	77	P/B	9.8	8.5	7.3	6.2

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind2020行业最具人气分析师，东方财富2021最佳分析师第二名；2021年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

刘煜：新加坡南洋理工大学集成电路设计专业硕士，曾于中科寒武纪任芯片设计工程师，2021年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

赵心怡：香港中文大学电子工程学士，香港科技大学硕士，电子与金融复合背景，2022年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。