

# 三联虹普 (300384)

证券研究报告

2022年08月08日

66 及可再生技术龙头，己二腈国产化及 ESG 推广只是开始，产业红利逐级传导

三联为国内合成纤维及其原材料行业提供技术整体解决方案，持续将国内外实验室或中试技术系统转化为具备市场化竞争力的成套工艺解决方案，领域涉及涤纶及尼龙，近年在可再生材料方面快速布局。三联提供工艺包及配套核心非标设备进而锁定生产线构建核心竞争力，拥有自主知识产权全流程工艺装备技术，整体达到世界先进水平。

**公司在涤纶及锦纶领域有较强产业引导力，未来有望充分受益高端尼龙国产化带来的发展红利。**

其中三联曾于 90 年代为涤纶国产化奠定重要基础，打破锦纶技术封锁，形成的聚合、纺丝成套技术已覆盖国内 80% 产能；引领锦纶从 2000 年 30 万吨/年增至 2019 年 380 万吨/年，成为我国第二大化纤品种。当前以 PA66 为代表的高端锦纶产业迎来重要国产化拐点，核心原料突破后需进一步攻克聚合环节（即从 66 盐至切片），形成不同类型聚合物以更好匹配下游应用。

伴随 66 国产化加快，我们预计未来相关聚合及纺丝环节迎来重要发展周期，三联最早涉足锦纶工程服务，其 PA66 纺丝-SSP 技术路线可有效提升高端锦纶长丝性能品质，占绝对优势地位，未来相关订单或将贡献显著业绩增量。

**此外，公司聚焦资源循环再生实现节能减排，具有成熟技术布局，符合未来品牌需求及产业方向，培育新的核心增长点。**

① 控股子公司 Polymetrix 已成为世界首屈一指掌握从废旧瓶子-分拣-清洗-SSP-再生食品级聚酯瓶片全产业链核心技术的公司，未来环保及 ESG 政策普及将有效提升再生聚酯产业渗透；

② 再生锦纶方面于 21 年与台华签署合同，率先落地万吨级化学法再生项目，突破物理法生产限制，技术全球领先；

③ 在生物基高分子材料领域取得重大突破，成功签署国内首条单线年产 4 万吨 Lyocell 纤维项目。

截至 22Q1 末，再生及可降解材料新签合同额已突破 21 全年水平。

## 维持盈利预测，维持买入评级

公司深耕化纤产业链多年，聚合反应工程学领域核心技术壁垒深厚，一方面己二腈国产化有望带动公司下游订单需求增长；另一方面公司近年新拓再生及可降解材料等新方向，受益再生市场快速成长打造新增量。我们预计公司 22-24 年 EPS 分别 0.8/1.0/1.3 元，PE 分别 25x/20x/16x。

**风险提示：**终端需求不及预期；全球供应链紧张导致项目结算周期波动；外汇波动等风险。

## 投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.57 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	318.60
流通 A 股股本(百万股)	219.60
A 股总市值(百万元)	6,234.97
流通 A 股市值(百万元)	4,297.62
每股净资产(元)	6.91
资产负债率(%)	34.17
一年内最高/最低(元)	29.00/13.84

## 作者

**孙海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

1 《三联虹普-首次覆盖报告:国内领先高分子材料服务商，锦纶+再生双极驱动，技术引领实力护航》 2022-07-20

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	875.40	840.43	1,143.52	1,472.50	1,848.25
增长率(%)	4.08	(4.00)	36.06	28.77	25.52
EBITDA(百万元)	235.67	175.55	324.90	407.13	508.38
净利润(百万元)	168.23	190.54	251.86	319.36	406.01
增长率(%)	(8.42)	13.26	32.18	26.80	27.13
EPS(元/股)	0.45	0.32	0.79	1.00	1.27
市盈率(P/E)	44.02	61.91	25.06	19.76	15.55
市净率(P/B)	3.11	2.94	2.70	2.44	2.18
市销率(P/S)	7.21	7.51	5.52	4.29	3.41
EV/EBITDA	12.90	33.60	12.61	8.60	6.68

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	500.55	536.08	1,170.64	1,833.90	1,949.20	营业收入	875.40	840.43	1,143.52	1,472.50	1,848.25
应收票据及应收账款	8.06	8.43	29.85	19.45	33.90	营业成本	547.43	493.41	684.66	873.49	1,090.84
预付账款	39.73	63.27	77.59	95.67	127.17	营业税金及附加	6.09	5.39	7.56	9.81	12.13
存货	173.69	188.30	271.37	335.38	428.08	销售费用	30.26	17.28	24.76	30.33	39.37
其他	1,071.11	1,211.00	1,286.97	1,288.32	1,325.33	管理费用	64.32	65.92	89.32	110.44	136.96
<b>流动资产合计</b>	<b>1,793.14</b>	<b>2,007.09</b>	<b>2,836.42</b>	<b>3,572.71</b>	<b>3,863.67</b>	研发费用	70.39	78.58	90.33	119.27	144.16
长期股权投资	110.47	113.45	113.45	113.45	113.45	财务费用	5.96	2.26	1.73	1.62	1.24
固定资产	185.68	168.81	151.69	134.57	117.46	资产/信用减值损失	0.16	(4.49)	0.02	(1.44)	(1.97)
在建工程	174.27	202.16	202.16	202.16	202.16	公允价值变动收益	4.85	(1.38)	9.57	7.21	11.39
无形资产	93.06	81.21	71.93	62.64	53.36	投资净收益	40.55	48.46	41.36	43.46	44.42
其他	616.18	602.85	606.10	604.81	604.36	其他	(94.70)	(88.25)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,179.67</b>	<b>1,168.47</b>	<b>1,145.31</b>	<b>1,117.63</b>	<b>1,090.78</b>	<b>营业利润</b>	<b>200.11</b>	<b>223.24</b>	<b>296.12</b>	<b>376.77</b>	<b>477.41</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,008.31</b>	<b>3,241.69</b>	<b>3,981.73</b>	<b>4,690.34</b>	<b>4,954.45</b>	营业外收入	2.65	1.53	1.60	1.20	1.18
短期借款	0.00	0.00	340.00	390.00	420.00	营业外支出	4.00	1.49	2.00	2.50	1.99
应付票据及应付账款	305.08	264.80	514.08	475.50	770.06	<b>利润总额</b>	<b>198.76</b>	<b>223.28</b>	<b>295.72</b>	<b>375.48</b>	<b>476.59</b>
其他	191.88	113.76	671.97	1,108.80	731.64	所得税	25.12	23.53	35.63	44.09	54.54
<b>流动负债合计</b>	<b>496.96</b>	<b>378.57</b>	<b>1,526.06</b>	<b>1,974.31</b>	<b>1,921.70</b>	<b>净利润</b>	<b>173.64</b>	<b>199.74</b>	<b>260.08</b>	<b>331.39</b>	<b>422.05</b>
长期借款	80.00	184.53	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	5.42	9.21	8.23	12.03	16.04
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>168.23</b>	<b>190.54</b>	<b>251.86</b>	<b>319.36</b>	<b>406.01</b>
其他	83.84	66.72	75.43	75.33	72.49	每股收益(元)	0.45	0.32	0.79	1.00	1.27
<b>非流动负债合计</b>	<b>163.84</b>	<b>251.25</b>	<b>75.43</b>	<b>75.33</b>	<b>72.49</b>						
<b>负债合计</b>	<b>947.35</b>	<b>1,056.25</b>	<b>1,601.48</b>	<b>2,049.64</b>	<b>1,994.20</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
少数股东权益	29.57	39.91	46.16	55.54	67.70	<b>成长能力</b>					
股本	320.75	318.60	318.60	318.60	318.60	营业收入	4.08%	-4.00%	36.06%	28.77%	25.52%
资本公积	874.19	847.66	847.66	847.66	847.66	营业利润	-5.89%	11.56%	32.64%	27.24%	26.71%
留存收益	837.12	980.16	1,171.57	1,420.67	1,728.42	归属于母公司净利润	-8.42%	13.26%	32.18%	26.80%	27.13%
其他	(0.68)	(0.89)	(3.74)	(1.77)	(2.13)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,060.95</b>	<b>2,185.44</b>	<b>2,380.25</b>	<b>2,640.70</b>	<b>2,960.25</b>	毛利率	37.47%	41.29%	40.13%	40.68%	40.98%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,008.31</b>	<b>3,241.69</b>	<b>3,981.73</b>	<b>4,690.34</b>	<b>4,954.45</b>	净利率	19.22%	22.67%	22.02%	21.69%	21.97%
						ROE	8.28%	8.88%	10.79%	12.35%	14.04%
						ROIC	31.38%	55.07%	68.72%	277.86%	-189.94%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	资产负债率	31.49%	32.58%	40.22%	43.70%	40.25%
净利润	173.64	199.74	251.86	319.36	406.01	净负债率	-14.17%	-15.62%	-32.96%	-52.35%	-50.33%
折旧摊销	28.80	28.09	26.40	26.40	26.40	流动比率	2.33	2.58	1.86	1.81	2.01
财务费用	2.42	0.83	1.73	1.62	1.24	速动比率	2.11	2.34	1.68	1.64	1.79
投资损失	(40.55)	(48.46)	(41.36)	(43.46)	(44.42)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	472.97	(81.90)	231.37	318.23	(226.97)	应收账款周转率	42.25	101.91	59.74	59.74	69.29
其它	(311.31)	56.91	17.80	19.24	27.44	存货周转率	4.71	4.64	4.98	4.85	4.84
<b>经营活动现金流</b>	<b>325.98</b>	<b>155.21</b>	<b>487.80</b>	<b>641.40</b>	<b>189.69</b>	总资产周转率	0.30	0.27	0.32	0.34	0.38
资本支出	34.09	34.46	(8.70)	0.10	2.84	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	2.99	2.97	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.45	0.32	0.79	1.00	1.27
其他	(846.37)	(92.44)	30.91	28.93	18.80	每股经营现金流	1.02	0.49	1.53	2.01	0.60
<b>投资活动现金流</b>	<b>(809.29)</b>	<b>(55.01)</b>	<b>22.21</b>	<b>29.03</b>	<b>21.64</b>	每股净资产	6.38	6.73	7.33	8.11	9.08
债权融资	7.25	(16.05)	189.82	63.77	6.47	<b>估值比率</b>					
股权融资	(9.47)	(79.58)	(65.27)	(70.93)	(102.50)	市盈率	44.02	61.91	25.06	19.76	15.55
其他	9.88	0.35	0.00	0.00	0.00	市净率	3.11	2.94	2.70	2.44	2.18
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7.66</b>	<b>(95.29)</b>	<b>124.54</b>	<b>(7.17)</b>	<b>(96.03)</b>	EV/EBITDA	12.90	33.60	12.61	8.60	6.68
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	11.17	19.15	13.73	9.20	7.05
<b>现金净增加额</b>	<b>(475.65)</b>	<b>4.91</b>	<b>634.55</b>	<b>663.27</b>	<b>115.30</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com