

## 公司研究

## 粘胶短纤、纯碱景气上行，Q2 业绩环比显著改善

## ——三友化工（600409.SH）2022 年半年度报告点评

## 要点

**事件：**公司发布 2022 年半年度报告，2022 年上半年公司实现营业收入 123 亿元，同比增长 9.5%；归母净利润 7.3 亿元，同比下降 37.5%。其中 Q2 单季度公司实现营收 64 亿元，同比增长 14.8%，环比增长 8.7%；实现归母净利润 5 亿元，同比下降 15%，环比增长 104%。

**点评：**

**粘胶短纤、纯碱景气上行，Q2 业绩环比显著改善：**2022 年上半年，国内纯碱、烧碱市场需求呈复苏态势，市场稳步上移，带动公司主营产品价格上涨。22 年上半年，粘胶短纤价差 5945 元/吨，同比+25 元/吨；纯碱价差 845 元/吨，同比+370 元/吨；PVC 价差 3331 元/吨，同比-479 元/吨。22 年 Q2 公司纯碱均价为 2573 元/吨，环比+15.5%，同比+58.6%；粘胶短纤均价 13240 元/吨，环比+8%，同比+0.2%；烧碱均价 3605 元/吨，环比+20.5%，同比+171%；PVC 均价 7884 元/吨，环比-1.3%，同比-4.9%；有机硅均价为 22323 元/吨，环比-11.8%，同比-5.3%。其中，粘胶短纤和纯碱 Q2 价格环比上涨，带动公司 Q2 业绩环比显著改善。

**公司项目稳步推进，加速构建“三链一群”产业布局：**公司产能持续扩张，目前公司主营产品纯碱、粘胶短纤维年产能分别达到 340 万吨、78 万吨，PVC、烧碱、有机硅单体年产能分别达到 52.5 万吨、53 万吨、20 万吨，规模经济效益显著，行业竞争力明显提升。公司布局“两碱一化”产业链，推进高纯碳酸钠等新产品开发，已完成 6 万吨莱赛尔项目备案；发展硅基新材料产业链，加速推进 20 万吨有机硅单体项目建设，已进入土建施工阶段；并布局精细化工产业链，开展项目可研编制等前期工作，加快推进烧碱产能指标落实。此外，公司完成多次短平快项目助力产业转型升级，加快布局“三链一群”产业格局。

**下游需求持续提升，公司作为纯碱龙头有望受益：**2022 年上半年国内纯碱市场行业开工相对稳定，供需呈紧平衡态势。光伏领域下游玻璃需求持续提升，根据 CPIA 保守预测口径，2022 年国内光伏新增装机量 75GW，将大幅提振纯碱需求。传统需求方面，稳增长政策持续发力，多地出台房地产宽松政策，有望为纯碱需求贡献增量。新能源领域，政策支持下国内新能源汽车高速增长，碳酸锂需求增加将拉动纯碱需求提升。纯碱行业景气度高，公司未来业绩有望进一步提升。

**盈利预测、估值与评级：**公司是国内知名的纯碱粘胶双龙头企业，拥有化纤、纯碱、氯碱、有机硅四大主业的循环经济体系企业。公司“三链一群”产业发展计划将进一步打开成长空间。我们维持公司 22-24 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 18.37、20.27、22.00 亿元，对应 EPS 分别为 0.89、0.98、1.07 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济波动风险，环保风险，原材料价格波动风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	17,780	23,182	26,518	27,849	30,251
营业收入增长率	-13.33%	30.38%	14.39%	5.02%	8.62%
净利润（百万元）	717	1,671	1,837	2,027	2,200
净利润增长率	5.00%	133.04%	9.91%	10.34%	8.53%
EPS（元）	0.35	0.81	0.89	0.98	1.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.16%	13.05%	12.99%	13.32%	13.43%
P/E	20	9	8	7	6
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-24

## 买入（维持）

当前价：6.92 元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

021-52523800

caijiahao@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	20.64
总市值(亿元)	142.85
一年最低/最高(元)	5.79/16.08
近 3 月换手率：	106.12%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	4.41	1.26	-31.60
绝对	1.32	4.37	-46.17

资料来源：Wind

## 相关研报

粘胶纯碱双龙头成本优势突出，“三链一群”打开成长空间——三友化工（600409.SH）投资价值分析报告（2022-07-08）

纯碱、粘胶景气提升，21 年业绩大幅增长——三友化工（600409.SH）21 年业绩快报公告点评（2022-02-19）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	17,780	23,182	26,518	27,849	30,251
营业成本	14,529	18,054	20,570	21,631	23,412
折旧和摊销	1,137	1,180	1,206	1,211	1,215
税金及附加	215	337	398	418	454
销售费用	180	206	594	533	720
管理费用	1,451	1,724	2,121	2,228	2,420
研发费用	193	221	265	278	303
财务费用	281	269	110	57	28
投资收益	17	5	5	5	5
营业利润	857	2,316	2,523	2,760	2,975
利润总额	885	2,306	2,512	2,749	2,965
所得税	133	457	497	544	587
净利润	753	1,849	2,015	2,205	2,378
少数股东损益	36	178	178	178	178
归属母公司净利润	717	1,671	1,837	2,027	2,200
EPS(元)	0.35	0.81	0.89	0.98	1.07

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,086	1,580	3,041	3,405	3,477
净利润	717	1,671	1,837	2,027	2,200
折旧摊销	1,137	1,180	1,206	1,211	1,215
净营运资金增加	-534	2,056	723	237	454
其他	767	-3,328	-725	-69	-392
投资活动产生现金流	-120	-62	-125	-125	-125
净资本支出	-124	-62	-130	-130	-130
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	4	0	5	5	5
融资活动现金流	-1,908	-1,239	-2,295	-970	-1,030
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,242	-351	-1,679	33	33
无息负债变化	327	723	426	221	361
净现金流	55	278	621	2,310	2,322

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	18.3%	22.1%	22.4%	22.3%	22.6%
EBITDA 率	14.4%	17.0%	14.4%	14.5%	13.9%
EBIT 率	8.0%	11.9%	9.9%	10.1%	9.9%
税前净利润率	5.0%	9.9%	9.5%	9.9%	9.8%
归母净利润率	4.0%	7.2%	6.9%	7.3%	7.3%
ROA	3.1%	7.1%	7.7%	7.9%	8.1%
ROE (摊薄)	6.2%	13.1%	13.0%	13.3%	13.4%
经营性 ROIC	6.5%	11.0%	10.7%	12.0%	13.2%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	49%	47%	42%	40%	39%
流动比率	0.84	1.17	1.64	1.99	2.30
速动比率	0.68	0.89	1.24	1.59	1.89
归母权益/有息债务	1.74	2.02	3.03	3.24	3.46
有形资产/有息债务	3.43	3.88	5.33	5.62	5.95

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	24,293	25,989	26,245	27,759	29,496
货币资金	2,802	3,039	3,659	5,970	8,292
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	405	400	468	488	528
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	26	18	20	21	23
存货	1,392	2,132	2,429	2,554	2,765
其他流动资产	2,423	3,044	3,377	3,510	3,751
流动资产合计	7,153	8,706	10,038	12,633	15,455
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	15,433	14,932	13,850	12,762	11,669
在建工程	311	234	228	223	220
无形资产	862	843	844	846	847
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	38	738	738	738	738
非流动资产合计	17,140	17,283	16,207	15,126	14,041
总负债	11,847	12,219	10,966	11,220	11,614
短期借款	2,453	1,713	0	0	0
应付账款	2,456	2,510	2,860	3,007	3,255
应付票据	501	338	385	405	439
预收账款	55	46	53	56	61
其他流动负债	27	-9	-9	-9	-9
流动负债合计	8,473	7,418	6,131	6,353	6,714
长期借款	1,281	1,697	1,730	1,764	1,797
应付债券	1,557	1,813	1,813	1,813	1,813
其他非流动负债	390	1,082	1,082	1,082	1,082
非流动负债合计	3,375	4,801	4,834	4,867	4,901
股东权益	12,446	13,770	15,279	16,538	17,881
股本	2,064	2,064	2,064	2,064	2,064
公积金	4,064	4,136	4,320	4,522	4,577
未分配利润	5,458	6,551	7,698	8,576	9,685
归属母公司权益	11,642	12,803	14,134	15,214	16,379
少数股东权益	804	967	1,146	1,324	1,503

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.01%	0.89%	2.24%	1.92%	2.38%
管理费用率	8.16%	7.44%	8.00%	8.00%	8.00%
财务费用率	1.58%	1.16%	0.41%	0.21%	0.09%
研发费用率	1.08%	0.95%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税率	15%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.25	0.25	0.46	0.50	0.54
每股经营现金流	1.01	0.77	1.47	1.65	1.68
每股净资产	5.64	6.20	6.85	7.37	7.93
每股销售收入	8.61	11.23	12.85	13.49	14.65

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	20	9	8	7	6
PB	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.6	5.7	5.5	4.8	4.2
股息率	3.5%	3.5%	6.6%	7.2%	7.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE