

三友化工(600409)

报告日期: 2022年10月30日

粘胶拖累业绩, 静待需求复苏

——三友化工点评报告

报告导读

公司发布 2022 年三季报, 实现营收 181.14 亿元, 同比增长 4.92%; 实现归属净利润 9.50 亿元, 同比下降 37.57%; 实现扣非归属净利润 9.32 亿元, 同比下降 37.67%。Q3 单季度实现营收 58.59 亿元, 同比下降 3.46%, 环比下降 8.21%; Q3 单季度实现归属净利润 2.20 亿元, 同比下降 37.95%, 环比下降 54.97%; Q3 单季度实现扣非归属净利润 2.02 亿元, 同比下降 43.42%, 环比下降 58.27%; 业绩符合预期, 维持“买入”评级。

投资要点

□ 粘胶亏损加大, 拖累公司 Q3 盈利

公司营收小幅增长主要由于产品涨价, 前三季度纯碱/粘胶短纤均价分别为 2443/13078 元/吨, 同比上涨 47.74%/5.53%, 销量分别为 247.69/48.29 万吨, 同比下降-4.54%/-7.17%。原料价格同比大幅上涨, 原盐/煤/浆粕采购均价分别上涨 70.85%/37.92%/11.22%, 价差收窄导致公司毛利率下滑, 前三季度毛利率 20.04%同比减少 3.53PCT, 净利率 6.65%减少 2.83PCT。其中 Q3 纯碱/粘胶短纤销量 84.54/14.3 万吨, 环比变化 5.33%/-17.15%, 粘胶短纤销量环比下降明显预计主要由于需求低迷亏损加大, 公司主动减产。纯碱、粘胶、氯碱和有机硅价差均较 Q2 不同程度收窄, 导致 Q3 毛利率 20.47%, 同比减少 0.68PCT, 环比减少 2.07PCT, 净利率 5.25%, 同比下降 1.49PCT, 环比下降 4.16PCT。公司期间费用保持平稳, 费用率小幅降低。应收账款周转率和存货周转率略有降低。公司前三季度经营性现金流净额 24.98 亿元, 同比增长 144.42%, 负债率 48.62%, 同比降低 0.96PCT。

Q4 下游需求进入淡季, 预计产品销量环比持平。根据百川盈孚数据, 烧碱价格高位, 纯碱行业开工率 87%供给偏紧, 价格有望保持平稳。粘胶短纤价格盈利降至历史低位, 下行空间有限。粘胶行业开工率降至 62%低位, 减产去库存。随着后续保交付等稳增长措施落地, 下游需求有望逐渐复苏。

□ 投资设立全资子公司, 推动“三链一群”产业规划

2022 年 9 月 20 日公司发布公告, 投资设立全资子公司以推动“三链一群”产业发展计划。公司 Q3 在建工程 3.90 亿元, 同比提高 19.27%, 环比提高 46.61%; 公司依托自身优势, 计划投资 570 亿元构建“三链一群”产业布局。其中规划 55 万吨烧碱及下游深加工, 30 万吨莱赛尔纤维, 40 万吨有机硅, 4GW 光伏发电、15 万吨/天海水淡化等项目。我们认为, 随着上述规划项目投产, 公司产业链将得到进一步延伸, 行业地位和竞争力将进一步增强, 并将打开公司未来成长空间。

□ 盈利预测及估值

纺织服装需求低迷粘胶短纤盈利低于预期, 下调公司 2022-2024 年 EPS 分别至 0.59/0.99/1.31 元 (原预测分别为 0.93/1.12/1.26 元), 现价对应 PE 分别为 10.17/6.04/4.55 倍。公司是纯碱、粘胶双龙头, 成本优势明显, 产能扩张打开未来成长空间, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

原料及产品价格大幅波动; 安全生产及环保政策风险; 新项目投产不及预期等。

投资评级: 买入(维持)

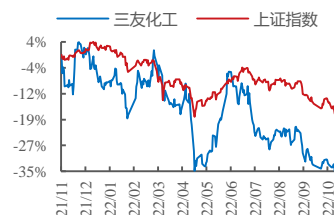
分析师: 李辉
 执业证书号: S1230521120003
 lihui01@stocke.com.cn

分析师: 张玉龙
 执业证书号: S1230521110003
 zhangyulong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 5.96
总市值(百万元)	12,303.52
总股本(百万股)	2,064.35

股票走势图



相关报告

- 《二季度改善明显, 产品售价稳步提升——三友化工中报点评》 2022.08.25
- 《【浙商化工】三友化工: 分化明显, 2 季度有望持续改善》 2022.05.04
- 《【浙商化工】三友化工: 21 年业绩符合预期, “三链一群”规划打开成长空间》 2022.03.16

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	23182.25	23980.32	26026.73	31016.93
(+/-) (%)	30.38%	3.44%	8.53%	19.17%
归母净利润	1671.01	1209.96	2035.62	2705.73
(+/-) (%)	63.23%	-27.59%	68.24%	32.92%
每股收益(元)	0.81	0.59	0.99	1.31
P/E	7.36	10.17	6.04	4.55

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	8706	11574	13582	17014
现金	3039	5803	7686	10535
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	400	510	532	610
其它应收款	18	31	31	33
预付账款	74	108	114	123
存货	2132	2078	2176	2669
其他	3044	3044	3044	3044
非流动资产	17283	16553	15893	15182
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	14932	14257	13573	12877
无形资产	843	810	781	741
在建工程	234	267	294	315
其他	1275	1219	1246	1249
资产总计	25989	28126	29475	32196
流动负债	7418	9331	9163	9759
短期借款	1713	2441	2202	2119
应付款项	2848	3541	3685	4191
预收账款	46	229	127	170
其他	2811	3119	3148	3279
非流动负债	4801	4175	4255	4410
长期借款	1697	1697	1697	1697
其他	3104	2478	2558	2713
负债合计	12219	13506	13419	14170
少数股东权益	967	1289	1515	1688
归属母公司股东权益	12803	13331	14541	16339
负债和股东权益	25989	28126	29475	32196

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1580	2886	3761	4320
净利润	1849	1532	2262	2878
折旧摊销	1181	971	989	1007
财务费用	269	272	252	223
投资损失	(5)	0	0	0
营运资金变动	(583)	507	287	601
其它	(1132)	(395)	(29)	(389)
投资活动现金流	(62)	(298)	(304)	(295)
资本支出	580	(302)	(301)	(301)
长期投资	(1)	0	0	0
其他	(641)	4	(2)	7
筹资活动现金流	(1239)	175	(1575)	(1176)
短期借款	(741)	728	(239)	(84)
长期借款	416	0	0	0
其他	(914)	(553)	(1336)	(1092)
现金净增加额	279	2764	1883	2849

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	23182	23980	26027	31017
营业成本	18054	19317	20303	24058
营业税金及附加	337	336	364	434
营业费用	206	216	234	279
管理费用	1724	1799	1952	2326
研发费用	221	240	260	310
财务费用	269	272	252	223
资产减值损失	107	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0
其他经营收益	48	0	0	0
营业利润	2316	1802	2661	3386
营业外收支	(10)	0	0	0
利润总额	2306	1802	2661	3386
所得税	457	270	399	508
净利润	1849	1532	2262	2878
少数股东损益	178	322	226	173
归属母公司净利润	1671	1210	2036	2706
EBITDA	3614	3044	3902	4616
EPS (最新摊薄)	0.81	0.59	0.99	1.31

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	30.38%	3.44%	8.53%	19.17%
营业利润	98.99%	-22.21%	47.68%	27.26%
归属母公司净利润	63.23%	-27.59%	68.24%	32.92%
获利能力				
毛利率	22.12%	19.45%	21.99%	22.44%
净利率	7.98%	6.39%	8.69%	9.28%
ROE	12.75%	8.52%	13.27%	15.88%
ROIC	10.73%	9.06%	12.20%	13.88%
偿债能力				
资产负债率	47.02%	48.02%	45.53%	44.01%
净负债比率	37.09%	42.51%	39.32%	36.58%
流动比率	1.17	1.24	1.48	1.74
速动比率	0.89	1.02	1.24	1.47
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.89	0.90	1.01
应收账款周转率	57.59	52.69	49.95	54.34
应付账款周转率	7.27	6.98	6.58	7.12
每股指标(元)				
每股收益	0.81	0.59	0.99	1.31
每股经营现金	0.77	1.40	1.82	2.09
每股净资产	6.20	6.46	7.04	7.91
估值比率				
P/E	7.36	10.17	6.04	4.55
P/B	0.96	0.92	0.85	0.75
EV/EBITDA	5.89	4.57	3.04	2.00

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>