

## 三房巷 (600370) \化工

### 一季度业绩环比修复，看好新产能落地弹性

#### 事件：

公司分别于3月29日及4月29日发布了2022年年报及2023年一季报，2022年公司实现营收228.37亿元，yoy+17.24%，实现归母净利8.18亿元，yoy+29.93%。1Q23实现营收49.52亿元，yoy-7.14%，归母净利1.02亿元，yoy-73.59%，扣非归母净利1.03亿元，yoy-73.06%。业绩符合预期。

#### ➤ 2022全年盈利受益于行业高景气，1Q23利润环比修复

22年公司毛利率为5.72%，yoy+0.90pct，净利率为3.58%，yoy+0.31pct，受益于聚酯瓶片行业在2022年的高景气行情，公司实现了史上最佳的年度业绩。1Q23公司毛利率为1.97%，yoy-7.12pct，环比4Q22下降1.28pct，净利率为2.06%，yoy-5.18pct，环比4Q22提升1.15pct。在2022年春夏旺季超买行情后，行业进入淡季，叠加春节前后扰动，行业利润率显著回调。公司海外业务占比较高，毛利中近9成来自海外业务，且PTA加工差拖累业绩，利润率波动更为显著，但在行业低库存与海外出口持续景气、内需逐步修复的背景下，1Q23行业利润率得到修复，公司业绩环比显著改善。

#### ➤ 看好公司新产能落地弹性，重回国内龙头位置

目前公司通过发行可转债完成了为兴佳新材料和兴业塑化合计300万吨瓶片项目的融资，一期150万吨预计今年投产，届时公司瓶片产能有望达到380万吨/年，重回国内瓶片产能第一的位置，借出口景气东风抢占海外广阔市场，并受益于内需市场的持续复苏，引领公司实现跨越式发展。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2023-25年收入分别为250/303/358亿元，对应增速分别为9.5%/21.3%/18.0%；归母净利分别为11.26/15.02/17.97亿元，对应增速分别为37.6%/33.4%/19.7%，CAGR为30.0%，EPS分别为0.29/0.39/0.46元。鉴于公司产能扩张弹性最大、产品出口率高、成长性强以及成为未来全球龙头的估值溢价，参考可比公司估值，我们给予其23年17倍PE，目标价4.93元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**1) 系统性风险；2) 公司在建产能建设进度不及预期的风险；3) 公司产量提升后销售不及预期的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,479	22,837	24,998	30,321	35,763
增长率(%)	19.51%	17.24%	9.46%	21.29%	17.95%
EBITDA(百万元)	1,441	1,777	2,186	2,920	3,380
净利润(百万元)	630	818	1,126	1,502	1,797
增长率(%)	12.63%	29.93%	37.61%	33.41%	19.66%
EPS(元/股)	0.16	0.21	0.29	0.39	0.46
市盈率(P/E)	18.50	14.24	10.35	7.76	6.48
市净率(P/B)	1.79	1.73	1.66	1.58	1.50
EV/EBITDA	9.33	7.78	6.55	5.41	4.62

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年4月28日收盘价

投资评级：

行业：

投资建议：

当前价格：

目标价格：

化学纤维

买入(维持评级)

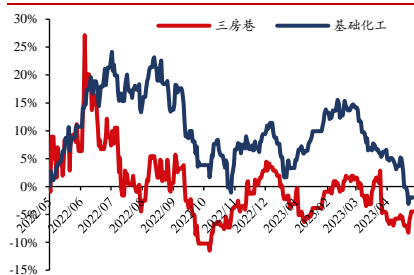
2.99元

4.93元

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,896/1,165
流通A股市值(百万元)	3,484
每股净资产(元)	1.77
资产负债率(%)	44.37
一年内最高/最低(元)	3.98/2.74

#### 股价相对走势



分析师：田照丰

执业证书编号：S0590522120001

电话：18611895566

邮箱：tianzhf@glsc.com.cn

分析师：吴诚

执业证书编号：S0590519070001

电话：0510-85611779

邮箱：wucheng@glsc.com.cn

#### 相关报告

- 《聚酯瓶片行业深度(二)趁海外产能出清扩产，瓶片业迎来加速成长期》，2023.03.22
- 《终端需求旺盛叠加低库存，瓶片新春开局良好》，2022.02.17
- 《三房巷(600370) 聚酯瓶片龙头，扩产与价差双驱动》2021.09.24

**财务预测摘要**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,606	2,274	2,500	3,032	3,576	营业收入	19,479	22,837	24,998	30,321	35,763
应收账款+票据	2,113	2,973	2,707	3,283	3,873	营业成本	18,540	21,531	23,274	28,013	33,001
预付账款	375	192	273	331	390	税金及附加	41	67	58	71	84
存货	2,150	2,621	2,626	3,161	3,724	营业费用	14	22	21	25	30
其他	204	188	225	255	285	管理费用	114	113	124	151	178
<b>流动资产合计</b>	<b>6,448</b>	<b>8,248</b>	<b>8,331</b>	<b>10,062</b>	<b>11,849</b>	财务费用	-2	168	98	142	167
长期股权投资	106	107	112	117	122	资产减值损失	-10	-77	-7	-9	-11
固定资产	3,529	2,934	5,377	6,688	6,380	公允价值变动收益	17	43	0	0	0
在建工程	69	1,216	15	15	15	投资净收益	38	107	34	34	34
无形资产	504	502	510	542	571	其他	-24	-4	10	3	3
其他非流动资产	925	1,374	1,367	1,347	1,322	<b>营业利润</b>	<b>794</b>	<b>1,005</b>	<b>1,459</b>	<b>1,947</b>	<b>2,330</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,133</b>	<b>6,134</b>	<b>7,381</b>	<b>8,709</b>	<b>8,410</b>	营业外净收益	-3	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11,582</b>	<b>14,382</b>	<b>15,712</b>	<b>18,771</b>	<b>20,259</b>	<b>利润总额</b>	<b>791</b>	<b>1,008</b>	<b>1,460</b>	<b>1,947</b>	<b>2,330</b>
短期借款	304	1,893	2,484	3,930	3,789	所得税	153	190	312	416	497
应付账款+票据	3,087	3,713	3,852	4,636	5,462	<b>净利润</b>	<b>637</b>	<b>818</b>	<b>1,148</b>	<b>1,531</b>	<b>1,833</b>
其他	1,166	1,365	2,080	2,509	2,957	少数股东损益	7	0	22	29	35
<b>流动负债合计</b>	<b>4,556</b>	<b>6,971</b>	<b>8,415</b>	<b>11,075</b>	<b>12,208</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>630</b>	<b>818</b>	<b>1,126</b>	<b>1,502</b>	<b>1,797</b>
长期带息负债	504	213	245	263	161	<b>财务比率</b>					
长期应付款	0	433	0	0	0		<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
其他	8	18	18	18	18	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>513</b>	<b>664</b>	<b>263</b>	<b>281</b>	<b>179</b>	营业收入	19.51%	17.24%	9.46%	21.29%	17.95%
<b>负债合计</b>	<b>5,069</b>	<b>7,634</b>	<b>8,679</b>	<b>11,356</b>	<b>12,387</b>	EBIT	-4.49%	49.10%	32.49%	34.14%	19.50%
少数股东权益	0	0	22	51	86	EBITDA	-6.50%	23.30%	23.01%	33.59%	15.77%
股本	3,896	3,896	3,896	3,896	3,896	归母净利润	12.63%	29.93%	37.61%	33.41%	19.66%
资本公积	872	872	872	872	872	<b>获利能力</b>					
留存收益	1,744	1,979	2,243	2,596	3,017	毛利率	4.82%	5.72%	6.90%	7.61%	7.72%
<b>股东权益合计</b>	<b>6,512</b>	<b>6,747</b>	<b>7,033</b>	<b>7,415</b>	<b>7,872</b>	净利率	3.27%	3.58%	4.59%	5.05%	5.12%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11,582</b>	<b>14,382</b>	<b>15,712</b>	<b>18,771</b>	<b>20,259</b>	ROE	9.67%	12.13%	16.06%	20.40%	23.09%
						ROIC	12.37%	12.76%	13.97%	16.98%	17.04%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债	43.77%	53.08%	55.24%	60.50%	61.14%
净利润	637	818	1,148	1,531	1,833	流动比率	1.42	1.18	0.99	0.91	0.97
折旧摊销	653	601	628	831	884	速动比率	0.83	0.77	0.63	0.58	0.62
财务费用	-2	168	98	142	167	<b>营运能力</b>					
存货减少	-612	-471	-5	-535	-563	应收账款周转率	9.95	7.81	9.66	9.66	9.66
营运资金变动	-1,469	-632	997	15	31	存货周转率	8.62	8.21	8.86	8.86	8.86
其它	715	443	-19	509	537	总资产周转率	1.68	1.59	1.59	1.62	1.77
<b>经营活动现金流</b>	<b>-79</b>	<b>928</b>	<b>2,847</b>	<b>2,493</b>	<b>2,888</b>	<b>每股指标(元)</b>					
资本支出	-658	-1,036	-2,304	-2,153	-580	每股收益	0.16	0.21	0.29	0.39	0.46
长期投资	0	0	0	0	0	每股经营现金流	-0.02	0.24	0.73	0.64	0.74
其他	48	-269	452	21	21	每股净资产	1.67	1.73	1.80	1.89	2.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-610</b>	<b>-1,306</b>	<b>-1,852</b>	<b>-2,132</b>	<b>-559</b>	<b>估值比率</b>					
债权融资	-1,346	1,297	624	1,463	-243	市盈率	18.50	14.24	10.35	7.76	6.48
股权融资	239	0	0	0	0	市净率	1.79	1.73	1.66	1.58	1.50
其他	-1,125	-286	-1,393	-1,292	-1,543	EV/EBITDA	9.33	7.78	6.55	5.41	4.62
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2,232</b>	<b>1,011</b>	<b>-769</b>	<b>171</b>	<b>-1,785</b>	EV/EBIT	17.05	11.76	9.19	7.57	6.25
<b>现金净增加额</b>	<b>-2,935</b>	<b>570</b>	<b>226</b>	<b>532</b>	<b>544</b>						

数据来源:公司公告, iFinD, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 4 月 28 日收盘价

## 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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695