

证券研究报告
化学原料
2022年08月25日



三友化工（600409.SH）2022年中报点评： Q2业绩环比改善，“三链一群”布局打开成长空间

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(证券分析师)	董伯骏(证券分析师)
S0350521080004	S0350521080009
liy103@ghzq.com.cn	dongbj@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/08/25

表现	1M	3M	12M
三友化工	4.0%	4.6%	-48.5%
沪深300	-2.3%	3.3%	-16.0%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	23182	24669	25881	27441
增长率(%)	30	6	5	6
归母净利润 (百万元)	1671	1613	1954	2215
增长率(%)	133	-3	21	13
摊薄每股收益 (元)	0.81	0.78	0.95	1.07
ROE(%)	13	11	12	12
P/E	10.75	9.09	7.50	6.62
P/B	1.40	1.02	0.90	0.79
P/S	0.77	0.59	0.57	0.53
EV/EBITDA	5.74	5.28	4.56	4.02

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《盈利能力大幅提升, 前瞻性规划引领长远发展 (买入) *化学原料*董伯骏, 李永磊》——2022-03-16

《纯碱、有机硅景气高涨, 看好公司成长 (买入) *纯碱*董伯骏, 李永磊》——2021-08-27

Q2业绩环比改善，“三链一群”布局打开成长空间

事件：2022年8月24日，三友化工发布2022年中报：实现营业收入122.55亿元，同比增加9.46%；实现归属于上市公司股东的净利润7.30亿元，同比下降37.46%；加权平均净资产收益率为5.61%，同比减少4.07个百分点。销售毛利率19.84%，同比下降5.04个百分点；销售净利率7.33%，同比下降3.64个百分点。

其中，2022年Q2实现营收63.83亿元，同比增加14.78%，环比增加8.70%；实现归母净利润4.90亿元，同比下降14.58%，环比增加104.17%；加权平均净资产收益率为3.75%，同比下降0.92个百分点，环比增加1.89个百分点。销售毛利率22.54%，同比下降3.33个百分点，环比增加5.63个百分点；销售净利率9.40%，同比下降1.68个百分点，环比增加4.33个百分点。

点评：

主要产品盈利修复，Q2业绩环比改善

2022年上半年，公司实现营业收入122.55亿元，同比增加9.46%；实现归母净利润7.30亿元，同比下降37.46%。受新冠肺炎疫情多点散发物流受阻、大宗原材料大幅涨价、环保管控升级等影响，公司主导产品产销量同比减少，但得益于纯碱、粘胶短纤、烧碱等产品价格上涨，公司营收保持增长趋势。公司纯碱销售均价为2397元/吨，同比增长63.88%，营收为39.11亿元，同比增长51.87%；粘胶短纤均价为12755元/吨，同比增长3.65%，营收为43.35亿元，同比增长3.32%；烧碱均价为3290元/吨，同比增长144.18%，营收为43.35亿元，同比增长130.51%。受到主要原材料原盐、原煤等产品价格大幅上涨影响，公司上半年营业成本为180.54亿元，同比增长24.26%；毛利率为19.84%，同比下降5.04个百分点。

2022Q2，公司主要产品价格持续上行，同时原材料价格涨幅相对较小，毛利率环比改善。其中，公司纯碱销售均价为2573元/吨，同比+58.60%，环比+15.50%，营收为20.65亿元，同比+47.77%，环比+11.84%；粘胶短纤均价为13240元/吨，同比+0.18%，环比+8.06%，营收为22.85亿元，同比+24.01%，环比+11.49%；烧碱均价为3605元/吨，同比+170.93%，环比+20.54%，营收为4.30亿元，同比+150.03%，环比+14.92%。公司原盐采购均价为265.94元/吨，同比+67.10%，环比+1.80%；原煤采购均价为792.46元/吨，同比+57.80%，环比+5.84%。

项目建设稳步推进，产能持续扩张

公司长期致力于主业发展，当前纯碱、粘胶短纤维年产能分别达到340万吨、78万吨，是国内纯碱、化纤知名企业；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，行业内均有较大影响力。2022年上半年，公司全力推进20万吨有机硅单体项目建设，完成主要设备订货，桩基施工，目前已进入土建施工阶段，该项目将采用多项自主研发新技术和国内领先的大型流化床装置，预计2023年3月建成投产，项目建成后，公司有机硅单体总规模将达到40万吨/年，规模及成本优势显著；公司深化“两碱一化”循环经济产业链，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，编制完成环评、环评报告；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。

构建“三链一群”产业布局，引领长远发展

公司按照“向海洋转身、向绿色转型、向高质量转变”的发展思路，加快发展特色海洋经济，壮大循环经济规模，依托公司中长期发展规划，研究制定了“三链一群”产业发展计划，即构建“两碱一化”循环经济产业链、有机硅新材料产业链、精细化工产业链、新能源新材料“双新”战略产业集群产业布局，努力将公司打造成为河北省沿海经济带盐化工、化工新材料领域的领军企业。“三链一群”产业发展计划合计规划了50万吨烧碱及下游精细化工产品、40万吨有机硅及下游系列产品、30万吨绿色纤维素纤维等产能，目前一期6万吨绿色纤维素纤维以及20万吨有机硅项目已经项目的前期工作或建设中，其余项目也在陆续推进。公司成立转型发展推进工作领导小组，结合考核部门，强化“三链一群”重点工作督导，按旬按月汇报，切实推进重点任务实施。随着布局产能的陆续投放，公司的产业链优势有望增强，业绩有望持续增长。

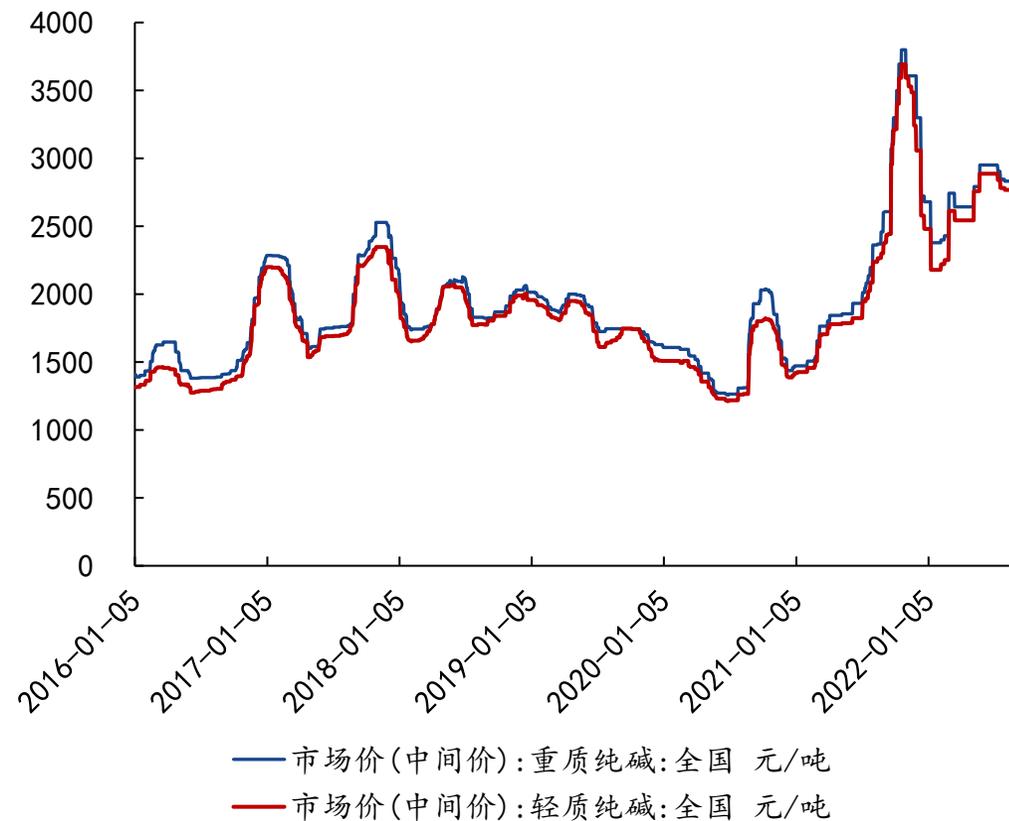
Q2业绩环比改善，“三链一群”布局打开成长空间

图表：“三链一群”产业发展计划

	投资金额	十四五规划	十五五规划
“两碱一化”循环经济产业链	100亿元	发展30万吨烧碱及下游产品项目，推进建设一期单线6万吨/年新溶剂法绿色纤维素纤维生产线，推进纯碱副产物资源化利用技术开发项目，开发碱渣基新型环保工程材料等绿色建筑材料技术，推进功能性树脂及氯下游产品技术开发项目。	推进二、三期合计24万吨/年新溶剂法绿色纤维素纤维项目发展。
有机硅新材料产业链	90亿元	建设20万吨/年有机硅扩建工程，发展107胶、110胶和硅油等有机硅下游系列产品项目，发展功能性有机硅新材料系列产品开发项目，谋划在硅石资源丰富地区建设工业硅基地。	在南堡开发区新征500亩土地重点发展四期年产20万吨单体扩建项目及下游项目。
精细化工产业链	160亿元	以30万吨/年离子膜烧碱为核心带动，配套氯下游高端新材料、功能性树脂等精细化工产品项目，基本达到氯平衡。	择机扩建25万吨离子膜烧碱项目；谋划氯下游、氢下游高端新材料、功能性树脂等精细化工产品，保障氯平衡，远期发展氢能产业链。择机配套发展或参与园区热电联产项目。
新能源新材料“双新”战略产业集群	220亿元	谋划发展500MW光伏发电、5万吨/日海水淡化、溴素、镁等下游高附加值新材料等项目，建设区域新能源产业基地，分期建设海水淡化项目，开发附加值高、经济效益好的溴系、镁系精细化工新材料产品。	适时逐步发展3.5GW光伏发电、10万吨/日海水淡化、绿电制氢、氢能利用等项目。

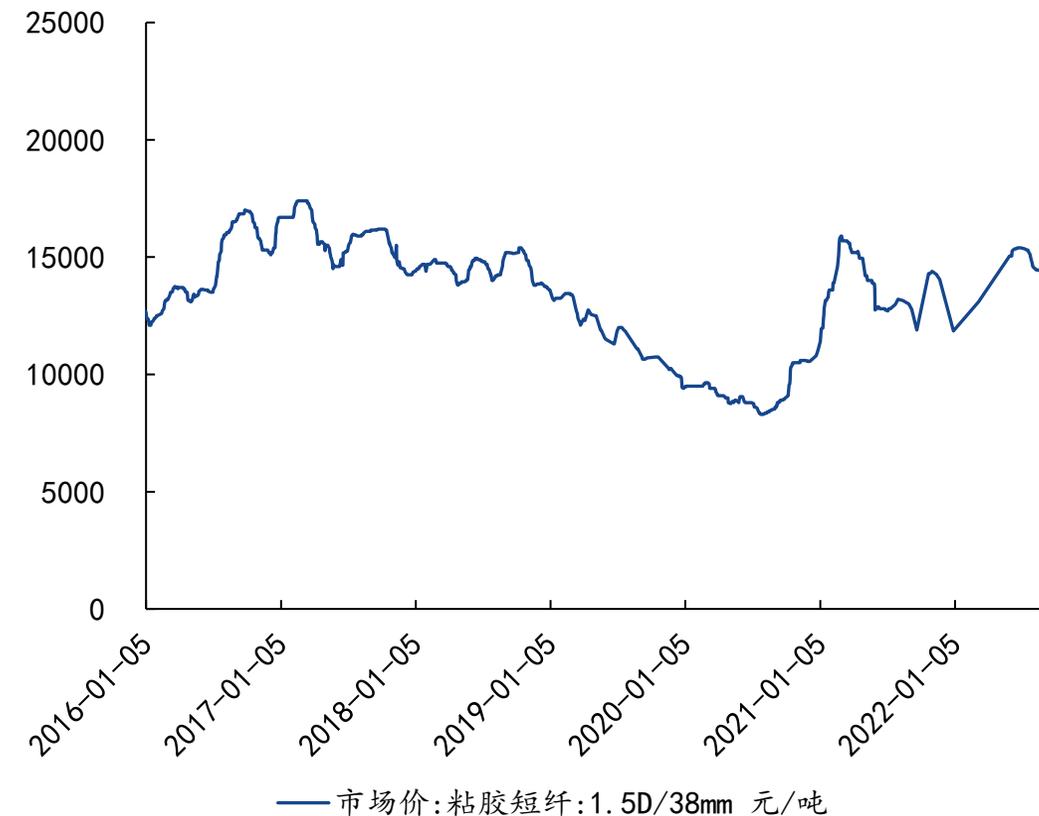
资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图表：纯碱价格（元/吨）



资料来源: wind, 国海证券研究所

图表：粘胶短纤价差（元/吨）



资料来源: Wind, 国海证券研究所

预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为16.13、19.54、22.15亿元，EPS为0.78、0.95、1.07元/股，对应PE为9.09、7.50、6.62倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；产能投放不及预期；原材料价格波动的风险；未来需求下滑；新项目进度不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	23182	24669	25881	27441
增长率(%)	30	6	5	6
归母净利润（百万元）	1671	1613	1954	2215
增长率(%)	133	-3	21	13
摊薄每股收益（元）	0.81	0.78	0.95	1.07
ROE(%)	13	11	12	12
P/E	10.75	9.09	7.50	6.62
P/B	1.40	1.02	0.90	0.79
P/S	0.77	0.59	0.57	0.53
EV/EBITDA	5.74	5.28	4.56	4.02

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

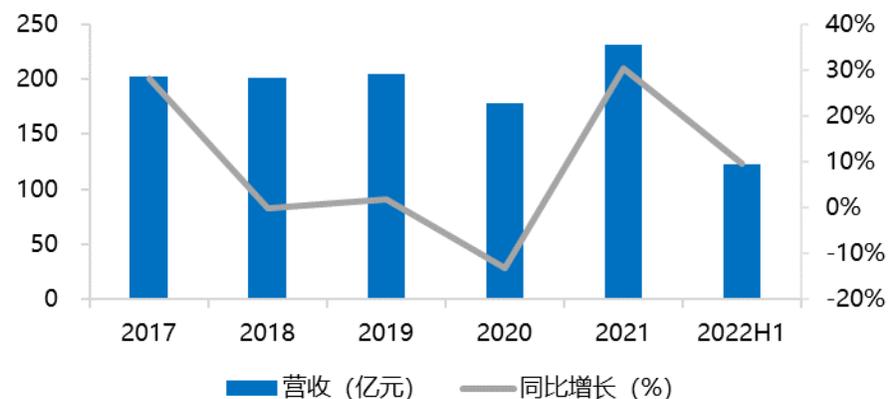
分产品经营数据

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q2同比	2022Q2环比
纯碱产量 (万吨)	86.27	78.90	85.47	87.19	87.01	87.62	81.83	81.78	81.34	75.74	-13.56%	-6.88%
纯碱销量 (万吨)	81.65	80.11	89.60	85.13	89.91	86.14	83.43	71.13	82.89	80.26	-6.83%	-3.17%
纯碱产销率	94.64%	101.53%	104.83%	97.64%	103.33%	98.31%	101.96%	86.98%	101.91%	105.97%		
纯碱营收 (亿元)	10.38	8.74	11.15	11.62	11.78	13.97	16.93	19.83	18.46	20.65	47.77%	11.84%
纯碱均价 (元/吨)	1271.84	1091.41	1244.46	1364.91	1310.11	1622.11	2029.00	2788.47	2227.41	2572.61	58.60%	15.50%
粘胶短纤维产量 (万吨)	17.73	17.31	18.90	21.02	20.64	17.71	18.07	11.76	17.40	18.23	2.94%	4.77%
粘胶短纤维销量 (万吨)	16.71	18.03	20.33	21.03	20.15	13.95	17.92	14.82	16.73	17.26	23.73%	3.17%
粘胶短纤维产销率	94.25%	104.16%	107.57%	100.05%	97.63%	78.77%	99.17%	126.02%	96.15%	94.68%		
粘胶短纤维营收 (亿元)	15.23	16.48	16.95	19.79	23.53	18.43	22.01	18.86	20.50	22.85	24.01%	11.49%
粘胶短纤维均价 (元/吨)	9109.12	9140.62	8336.43	9410.37	11677.07	13216.27	12282.25	12727.60	12253.22	13240.22	0.18%	8.06%
烧碱产量 (万吨)	12.25	11.17	14.06	13.88	13.06	12.87	11.57	9.71	12.40	12.00	-6.76%	-3.23%
烧碱销量 (万吨)	12.24	11.21	14.06	13.67	12.98	12.93	11.79	9.32	12.52	11.94	-7.66%	-4.63%
烧碱产销率	99.92%	100.36%	100.00%	98.49%	99.39%	100.47%	101.90%	95.98%	100.97%	99.50%		
烧碱营收 (亿元)	2.02	1.52	1.81	1.85	1.77	1.72	2.36	3.15	3.74	4.30	150.03%	14.92%
烧碱均价 (元/吨)	1653.32	1352.30	1284.41	1355.48	1363.58	1330.72	2002.48	3380.76	2990.94	3605.26	170.93%	20.54%
PVC产量 (万吨)	11.00	8.74	10.99	11.64	11.78	11.01	7.92	5.40	8.97	8.58	-22.07%	-4.35%
PVC销量 (万吨)	10.72	9.13	11.00	11.37	11.36	11.35	8.34	5.03	8.54	9.22	-18.77%	7.96%
PVC产销率	97.45%	104.46%	100.09%	97.68%	96.43%	103.09%	105.30%	93.15%	95.21%	107.46%		
PVC营收 (亿元)	6.38	4.91	8.21	9.99	10.52	9.41	7.03	7.03	6.83	7.27	-22.75%	6.53%
PVC均价 (元/吨)	5951.48	5381.58	7467.34	8782.52	9265.18	8289.61	8430.06	9606.18	7988.30	7884.47	-4.89%	-1.30%
二甲基硅氧烷混合环体产量 (万吨)	1.59	1.55	1.50	1.45	1.46	1.16	0.94	1.04	1.03	1.21	4.31%	17.48%
二甲基硅氧烷混合环体销量 (万吨)	1.46	1.64	1.61	1.50	1.40	1.20	0.96	1.03	0.92	1.25	4.17%	35.87%
二甲基硅氧烷混合环体产销率	91.82%	105.81%	107.33%	103.45%	95.89%	103.45%	102.13%	99.04%	89.32%	103.31%		
二甲基硅氧烷混合环体营收 (亿元)	2.30	2.13	2.29	2.75	2.61	2.84	2.67	3.29	2.33	2.79	-1.67%	19.77%
二甲基硅氧烷混合环体均价 (元/吨)	15716.67	13027.77	14216.53	18348.78	18604.84	23573.71	27760.94	31787.46	25297.11	22322.95	-5.31%	-11.76%

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

2022H1营收同比增长9.46%

图表：2022H1营收同比增长9.46%



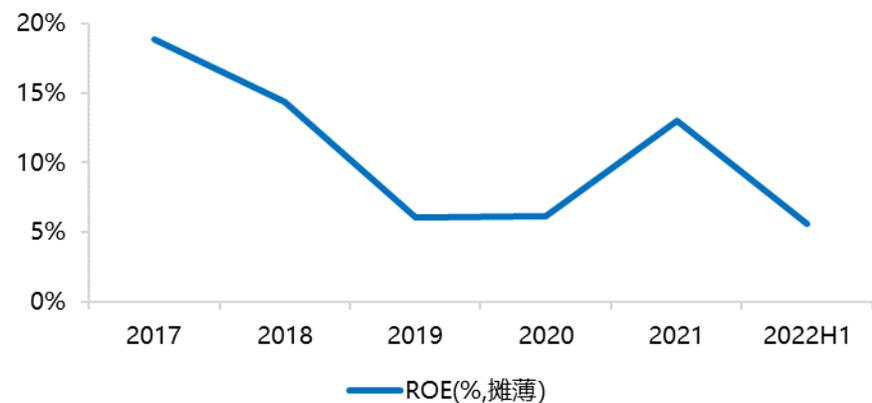
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1归母净利润同比下降37.46%



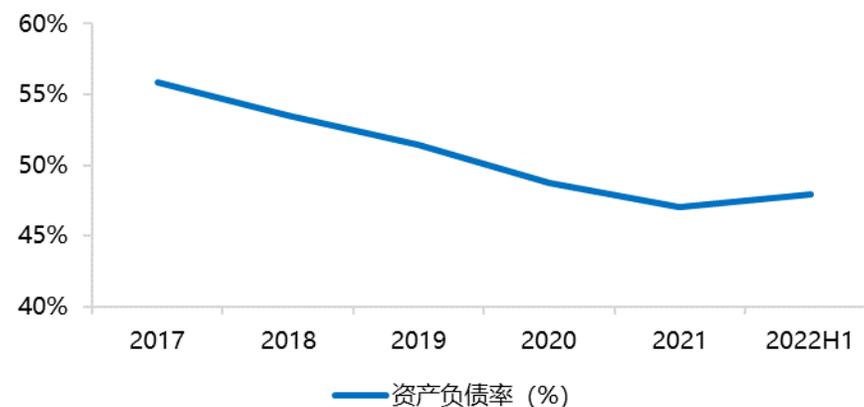
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1净资产收益率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

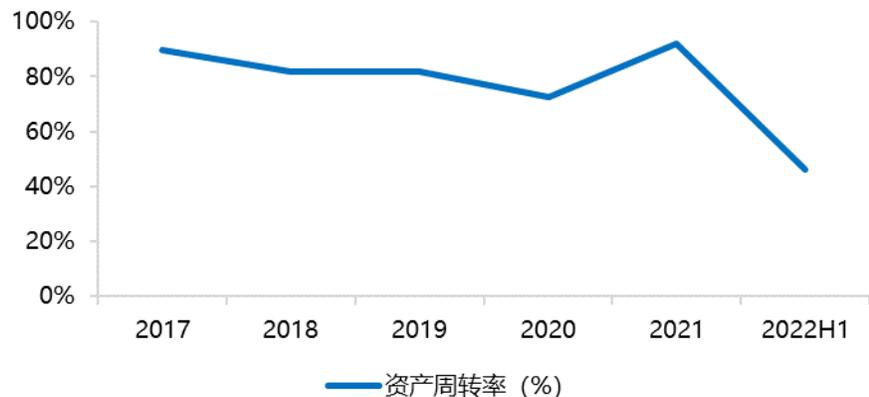
图表：2022H1资产负债率增加



资料来源：wind，国海证券研究所

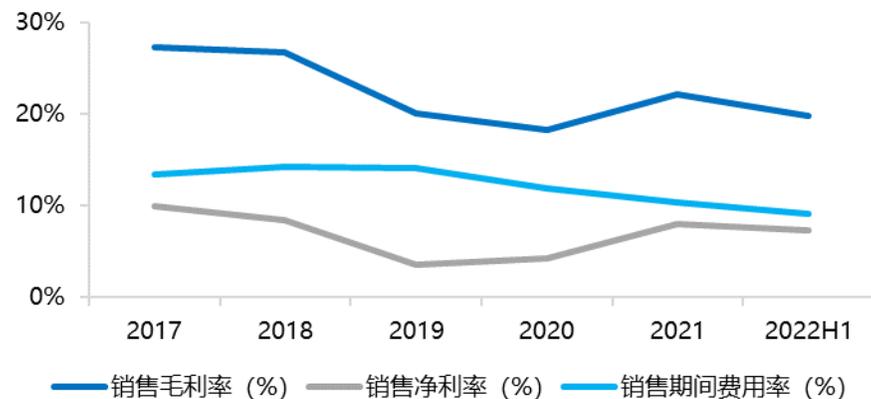
2022H1经营活动现金流同比增加172.92%

图表：2022H1资产周转率下降



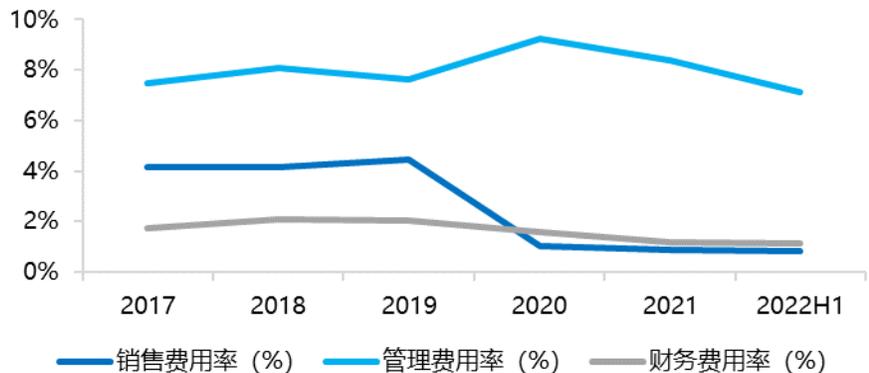
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1净利率下降



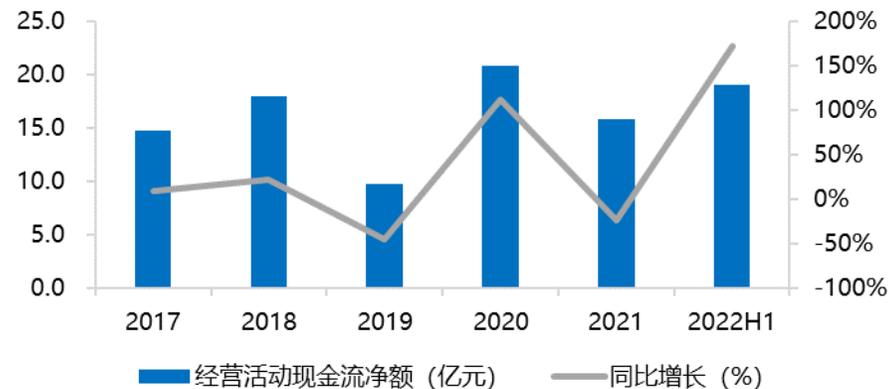
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：2022H1期间费用率下降



资料来源：wind，国海证券研究所

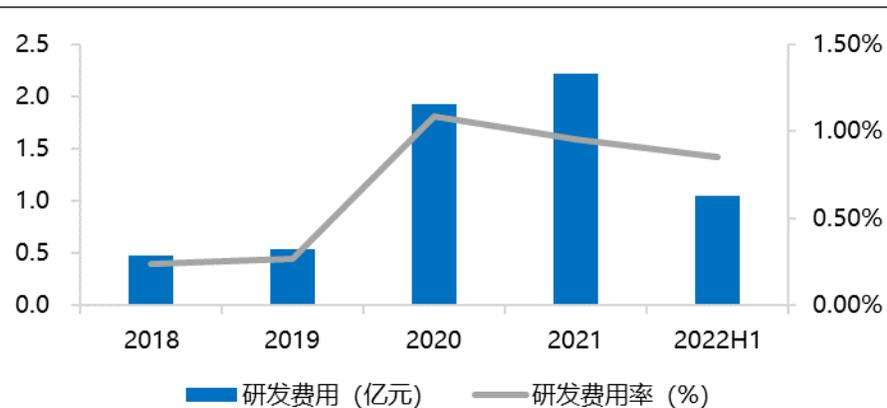
图表：2022H1经营活动现金流同比增加172.92%



资料来源：wind，国海证券研究所

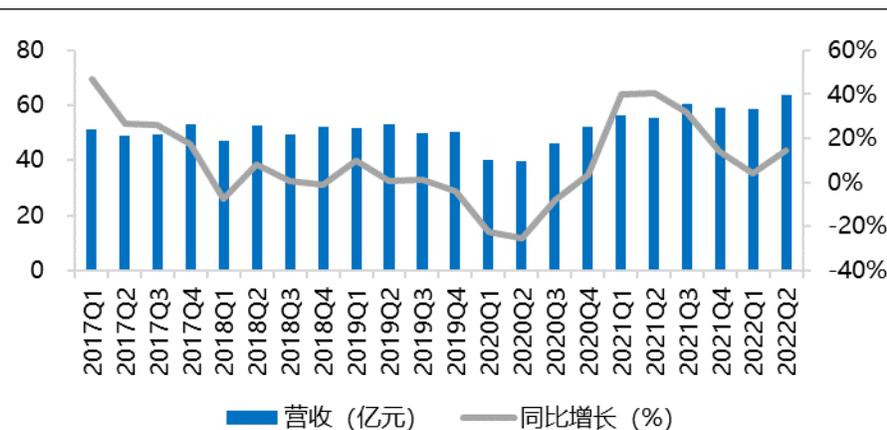
2022Q2归母净利润同减14.58%

图表：2022H1研发费用1.05亿元



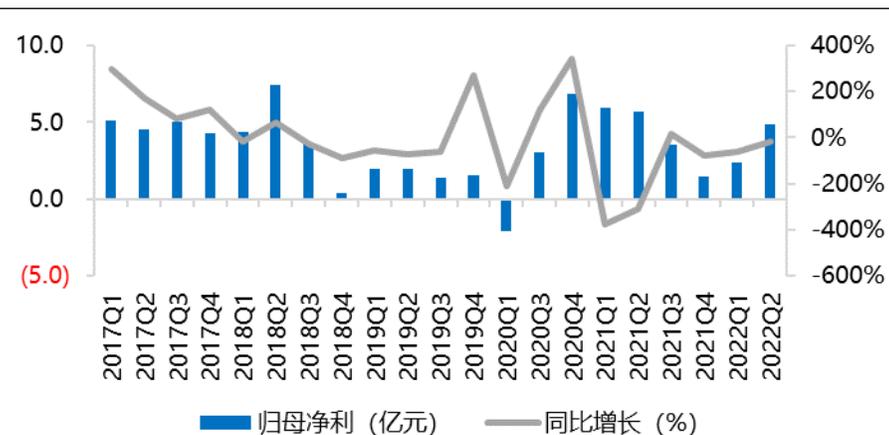
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2营收同增14.78%



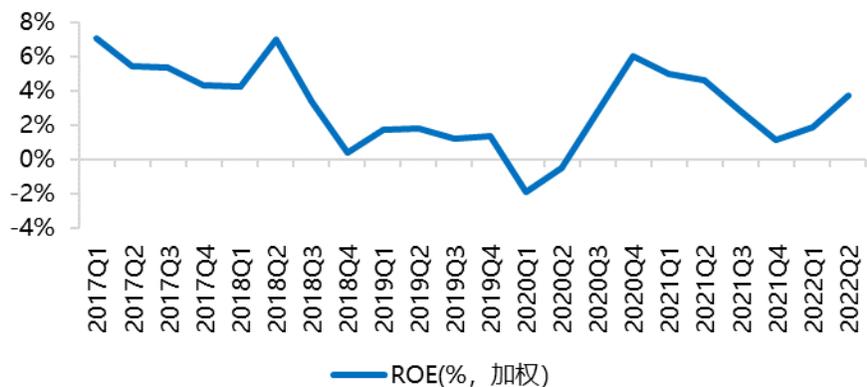
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2归母净利同减14.58%



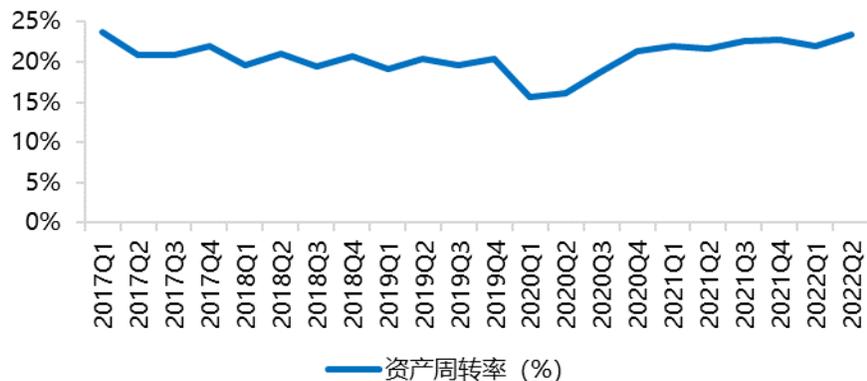
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度净资产收益率



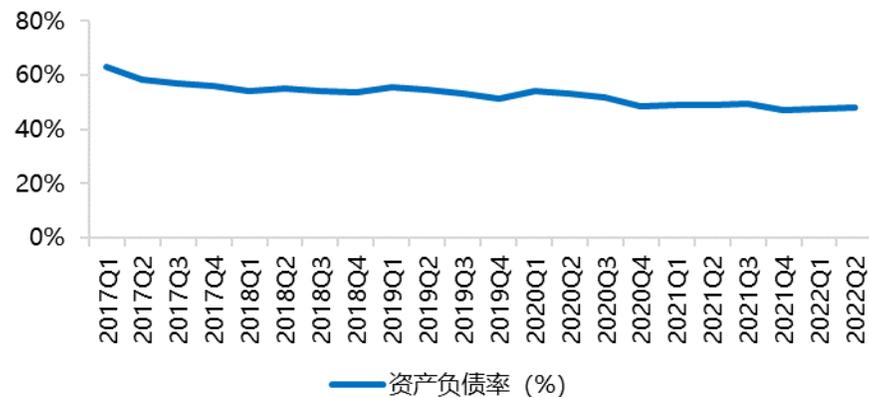
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产周转率



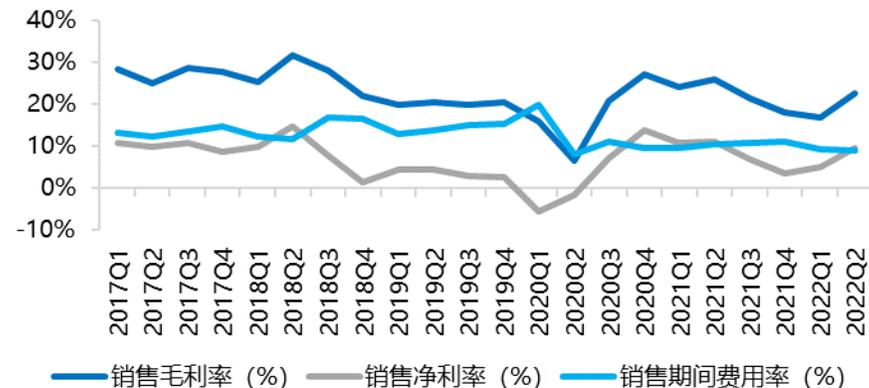
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind，国海证券研究所

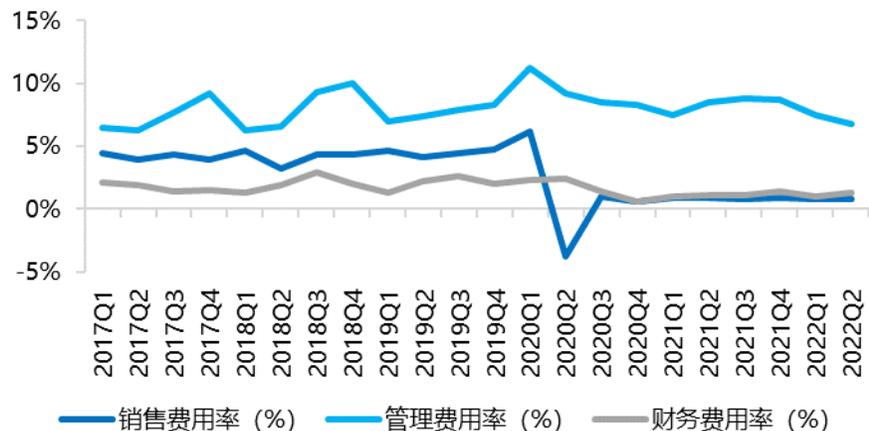
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind，国海证券研究所

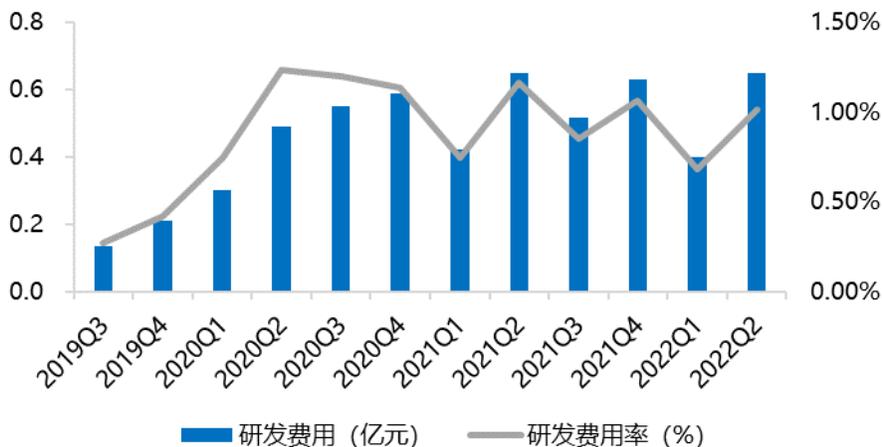
二季度期间费用率下降

图表：2022Q2期间费用率下降



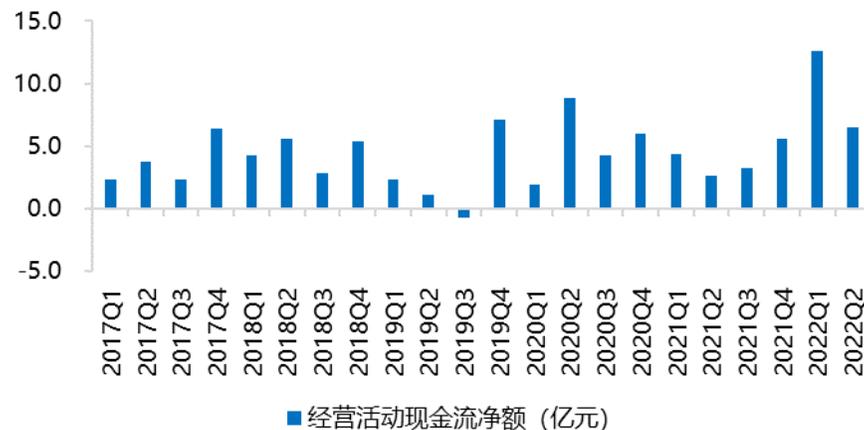
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



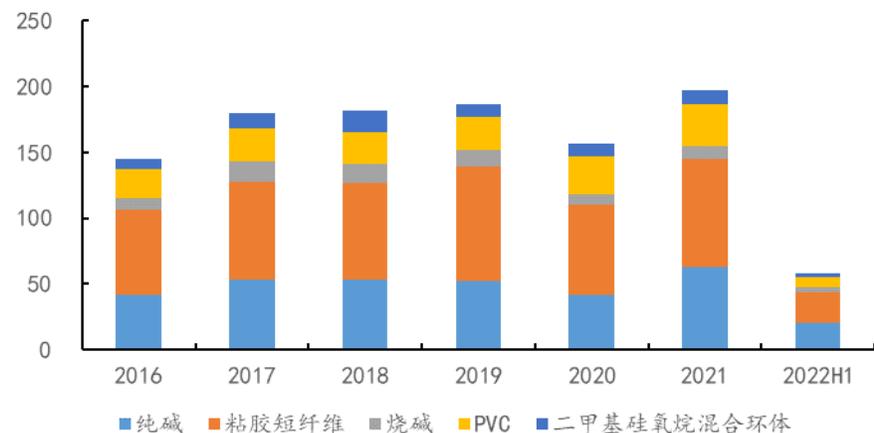
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2经营活动现金流



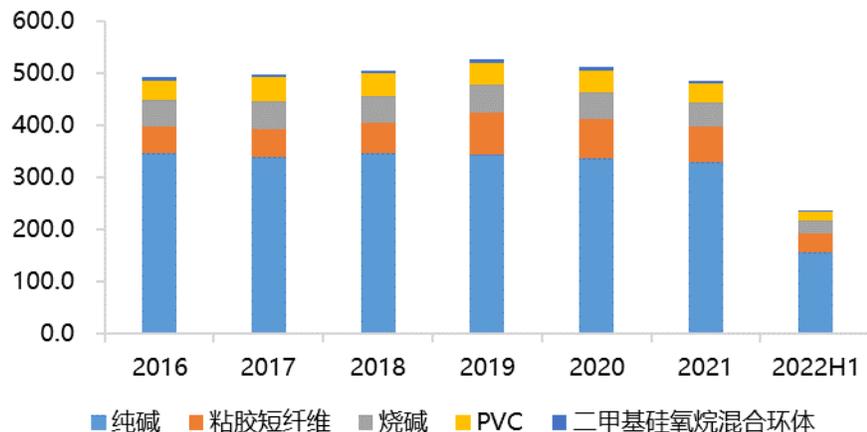
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况（亿元）



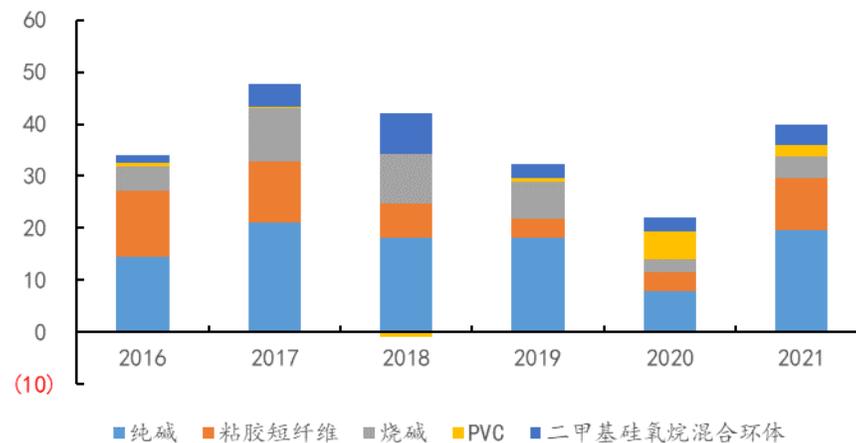
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主营产品销售情况（万吨）



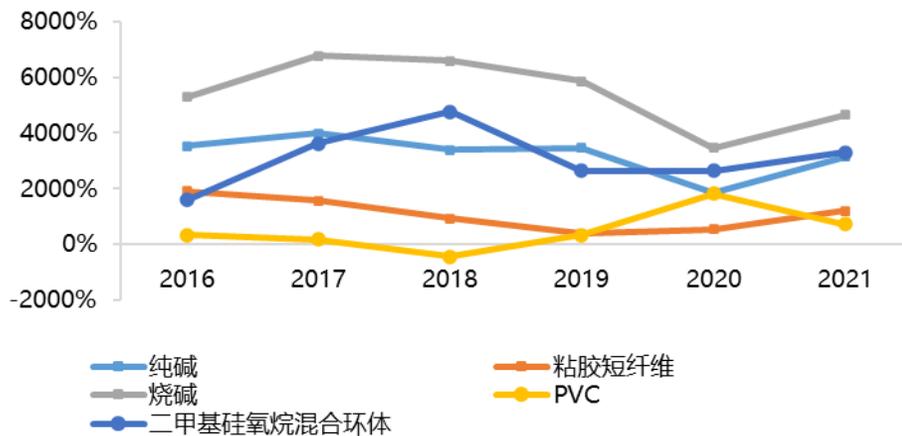
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利情况（亿元）



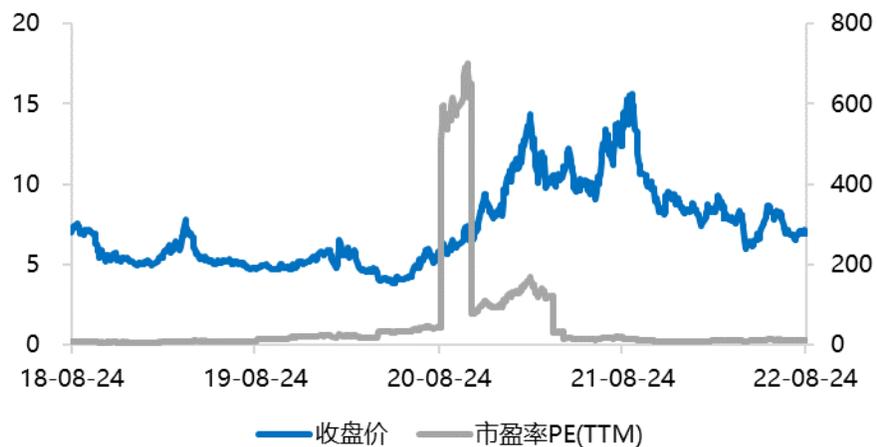
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



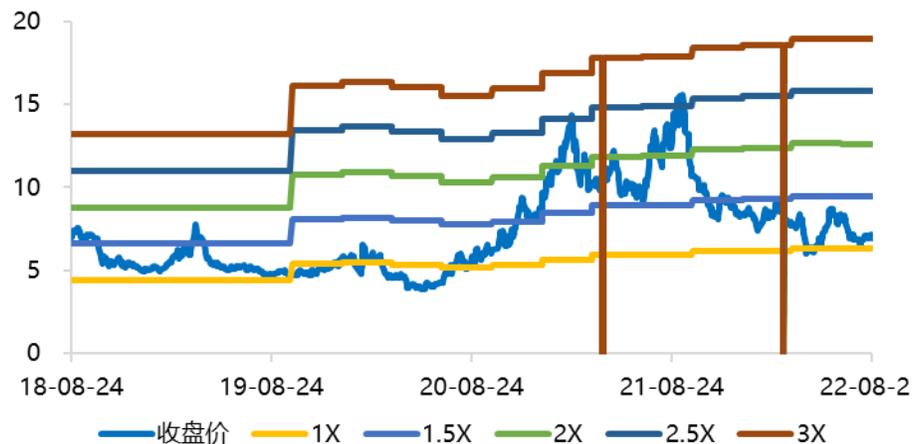
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：收盘价及PE（TTM）



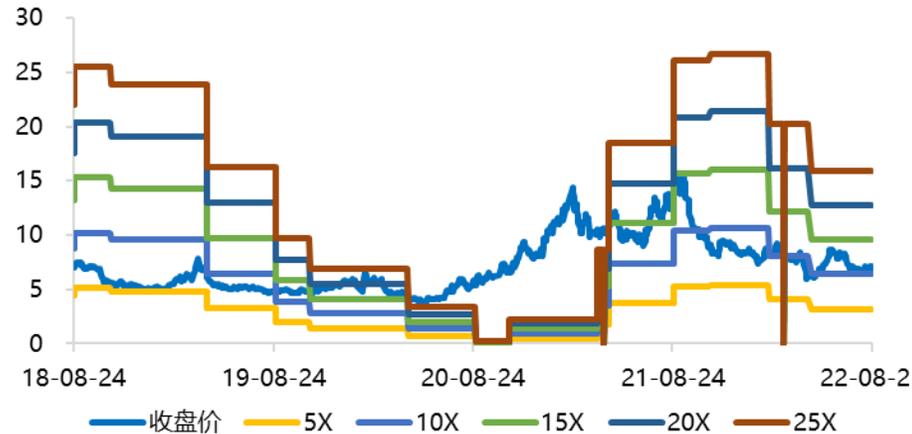
资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind，国海证券研究所

三友化工盈利预测表

证券代码: 600409		股价: 7.10			投资评级: 买入(维持)				日期: 20220825						
资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				每股指标与估值						
2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E				
现金及现金等价物	3039	2000	2261	2690	营业收入	23182	24669	25881	27441	每股指标					
应收款项	400	445	463	493	营业成本	18054	19943	20631	21774	EPS	0.81	0.78	0.95	1.07	
存货净额	2132	1823	1945	2099	营业税金及附加	337	296	311	329	BVPS	6.20	6.98	7.93	9.00	
其他流动资产	3136	2896	3174	3389	销售费用	206	222	233	247	估值					
流动资产合计	8706	7164	7844	8671	管理费用	1724	1529	1553	1564	P/E	10.7	9.1	7.5	6.6	
固定资产	14932	18078	19252	20620	财务费用	269	208	215	212	P/B	1.4	1.0	0.9	0.8	
在建工程	235	435	454	518	其他费用/(-收入)	221	222	233	247	P/S	0.8	0.6	0.6	0.5	
无形资产及其他	2116	2575	3014	3489	营业利润	2316	2240	2714	3076	财务指标					
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	-10	0	0	0	2021A	2022E	2023E	2024E		
资产总计	25989	28251	30564	33298	利润总额	2306	2240	2714	3076	盈利能力					
短期借款	1713	2110	2000	2000	所得税费用	457	448	543	615	ROE	13%	11%	12%	12%	
应付款项	2848	2976	3108	3280	净利润	1849	1792	2171	2461	毛利率	22%	19%	20%	21%	
预收帐款	46	132	98	112	少数股东损益	178	179	217	246	期间费率	9%	8%	8%	7%	
其他流动负债	2811	2671	2823	2911	归属于母公司净利润	1671	1613	1954	2215	销售净利率	7%	7%	8%	8%	
流动负债合计	7418	7888	8030	8303	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力					
长期借款及应付债券	3510	3510	3510	3510	经营活动现金流	1580	3954	3638	4081	收入增长率	30%	6%	5%	6%	
其他长期负债	1291	1291	1291	1291	净利润	1671	1613	1954	2215	利润增长率	133%	-3%	21%	13%	
长期负债合计	4801	4801	4801	4801	少数股东权益	178	179	217	246	营运能力					
负债合计	12219	12689	12830	13104	折旧摊销	1234	1344	1402	1513	总资产周转率	0.89	0.87	0.85	0.82	
股本	2064	2064	2064	2064	公允价值变动	0	0	0	0	应收账款周转率	57.96	55.40	55.85	55.65	
股东权益	13770	15562	17733	20195	营运资金变动	-1974	577	-168	-124	存货周转率	10.87	13.53	13.30	13.08	
负债和股东权益总计	25989	28251	30564	33298	投资活动现金流	-62	-5183	-3053	-3440	偿债能力					
					资本支出	-62	-5182	-3053	-3440	资产负债率	47%	45%	42%	39%	
					长期投资	0	-4	-3	-3	流动比	1.17	0.91	0.98	1.04	
					其他	0	2	3	3	速动比	0.88	0.67	0.72	0.78	
					筹资活动现金流	-1239	190	-325	-212						
					债务融资	-418	397	-110	0						
					权益融资	0	0	0	0						
					其它	-821	-208	-215	-212						
					现金净增加额	278	-1039	261	429						

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。

汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年化工行业研究经验。

陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。

分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 本报告中的分析师均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，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597