

三友化工 (600409.SH) 产销不足、原料高位拖累业绩，静待需求回暖

2022年10月31日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

张晓锋（分析师）

徐正凤（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

xuzhengfeng@kysec.cn

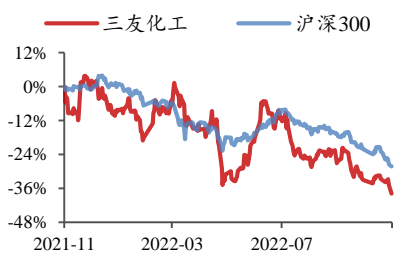
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

证书编号：S0790122070041

日期	2022/10/31
当前股价(元)	5.69
一年最高最低(元)	10.08/5.68
总市值(亿元)	117.46
流通市值(亿元)	117.46
总股本(亿股)	20.64
流通股本(亿股)	20.64
近3个月换手率(%)	56.9

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2业绩环比增长，看好公司“三链一群”产业布局—公司信息更新报告》-2022.8.26

《营收同比增长，纯碱景气上行，静待粘胶景气反转—公司信息更新报告》-2022.5.3

《周期转向成长，约570亿元投资打开未来成长空间—公司信息更新报告》-2022.3.16

● **产品产销不足及原料高位拖累业绩，未来成长空间较大，维持“买入”评级**
根据公司公告，2022年Q3公司实现营收58.59亿元，同比-3.46%；实现归母净利润2.20亿元，同比-37.95%。2022年Q3，受新冠肺炎疫情多点散发物流受阻、大宗原材料大幅涨价、环保管控升级等多重影响，公司主导产品产销量不足，原料高位，拖累公司业绩环比下滑。我们下调2022-2024年盈利预测，预计公司归母净利润分别为11.38（-2.65）、16.01（-1.90）、19.49（-2.10）亿元，对应EPS分别为0.55（-0.13）、0.78（-0.09）、0.94（-0.11）元，当前股价对应2022-2024年PE分别为10.3、7.3、6.0倍。未来公司将投资约570亿元发展“三链一群”产业计划，成长空间进一步打开，维持公司“买入”评级。

● **2022年Q3两碱景气高企支撑公司利润，其他主导产品产销不足**

根据公司公告，2022年Q3，公司纯碱含税售价为2,859元/吨，环比仅-1.67%，同比+24.67%；烧碱含税售价为3,484元/吨，环比仅-14.47%，同比+53.98%。两碱产品价格、利润处于历史高位，较好支撑公司利润。2022年Q3，粘胶短纤销量仅为14.30万吨，环比下降17.15%；公司浆粕、原煤含税采购价分别为7,307、899元/吨，环比分别+6.30%、+0.43%。2022年Q3，因环保管控、疫情反复等因素影响，公司主导产品产销不足，同时大宗原煤、浆粕等原材料环比上涨或维持高位，致公司业绩环比大幅下滑。

● **公司拟投资约570亿元构建“三链一群”产业布局，看好其长期成长**

根据公司公告，公司未来计划总投资规模约570亿元，构建“三链一群”产业布局。“两碱一化”方面，重点推进30万吨烧碱、30万吨/年新溶剂法绿色纤维素项目。有机硅方面，重点谋划上游硅石基地、单体产能扩建、发展下游硅橡胶等新材料产业。精细化工方面，以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。“双新”方面，重点发展光伏、海水淡化等项目。通过构建“三链一群”产业布局，公司成长空间进一步打开。

● **风险提示：**项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,780	23,182	26,347	25,122	25,107
YOY(%)	-13.3	30.4	13.7	-4.6	-0.1
归母净利润(百万元)	717	1,671	1,138	1,601	1,949
YOY(%)	5.0	133.0	-31.9	40.7	21.8
毛利率(%)	18.3	22.1	16.0	19.0	20.3
净利率(%)	4.2	8.0	4.7	6.9	8.4
ROE(%)	6.0	13.4	8.5	11.0	12.1
EPS(摊薄/元)	0.35	0.81	0.55	0.78	0.94
P/E(倍)	16.4	7.0	10.3	7.3	6.0
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7150	8706	8842	8205	8609
现金	2802	3039	3454	3293	3291
应收票据及应收账款	405	400	0	0	0
其他应收款	26	18	32	16	32
预付账款	102	74	126	65	126
存货	1392	2132	2186	1788	2115
其他流动资产	2423	3044	3044	3044	3044
非流动资产	17874	17283	18822	16820	15728
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15433	14932	16352	14422	13393
无形资产	862	843	810	780	749
其他非流动资产	1579	1508	1660	1618	1586
资产总计	25025	25989	27664	25025	24337
流动负债	8504	7418	8832	6074	4703
短期借款	2453	1713	6085	3691	1979
应付票据及应付账款	2956	2848	0	0	0
其他流动负债	3094	2857	2747	2384	2724
非流动负债	4075	4801	4341	3190	2225
长期借款	2838	3510	3050	1899	934
其他非流动负债	1237	1291	1291	1291	1291
负债合计	12579	12219	13173	9264	6927
少数股东权益	804	967	1056	1183	1335
股本	2064	2064	2064	2064	2064
资本公积	3545	3545	3545	3545	3545
留存收益	5976	7142	7813	8693	9770
归属母公司股东权益	11642	12803	13435	14578	16074
负债和股东权益	25025	25989	27664	25025	24337

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2086	1580	244	3300	3345
净利润	753	1849	1227	1728	2102
折旧摊销	1138	1181	1042	1119	1121
财务费用	281	269	300	347	196
投资损失	-17	-5	-6	-7	-9
营运资金变动	-276	-1974	-2309	125	-51
其他经营现金流	207	259	-9	-11	-14
投资活动现金流	-120	-62	-2577	890	-22
资本支出	130	67	2581	-884	29
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	10	5	5	6	8
筹资活动现金流	-1908	-1239	-1625	-1956	-1614
短期借款	-703	-741	4373	-2395	-1712
长期借款	339	672	-460	-1151	-965
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1544	-1170	-5538	1590	1062
现金净增加额	55	278	-3958	2234	1710

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17780	23182	26347	25122	25107
营业成本	14529	18054	22124	20361	20000
营业税金及附加	215	337	306	295	314
营业费用	180	206	250	231	235
管理费用	1451	1724	1713	1633	1632
研发费用	193	221	168	185	214
财务费用	281	269	300	347	196
资产减值损失	-144	-75	0	0	0
其他收益	64	46	50	55	54
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	17	5	6	7	9
资产处置收益	-2	2	-1	-1	-1
营业利润	857	2316	1532	2119	2564
营业外收入	65	31	39	43	45
营业外支出	37	41	60	39	44
利润总额	885	2306	1510	2123	2564
所得税	133	457	283	395	463
净利润	753	1849	1227	1728	2102
少数股东损益	36	178	89	127	152
归属母公司净利润	717	1671	1138	1601	1949
EBITDA	2275	3731	2802	3521	3808
EPS(元)	0.35	0.81	0.55	0.78	0.94

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-13.3	30.4	13.7	-4.6	-0.1
营业利润(%)	-6.3	170.2	-33.9	38.3	21.0
归属于母公司净利润(%)	5.0	133.0	-31.9	40.7	21.8
获利能力					
毛利率(%)	18.3	22.1	16.0	19.0	20.3
净利率(%)	4.2	8.0	4.7	6.9	8.4
ROE(%)	6.0	13.4	8.5	11.0	12.1
ROIC(%)	6.1	12.5	7.1	10.9	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	50.3	47.0	47.6	37.0	28.5
净负债比率(%)	34.3	26.6	47.0	21.7	4.3
流动比率	0.8	1.2	1.0	1.4	1.8
速动比率	0.7	0.9	0.7	1.0	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	39.8	57.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.7	7.3	17.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.81	0.55	0.78	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	0.77	0.12	1.60	1.62
每股净资产(最新摊薄)	5.64	6.20	6.51	7.06	7.79
估值比率					
P/E	16.4	7.0	10.3	7.3	6.0
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.4	4.4	7.0	4.6	3.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn