

三友化工(600409)

报告日期: 2022年12月13日

收购工业硅补齐硅产业链, 三链一群规划进一步完善

——三友化工事件点评报告

事件:

2022年12月14日公司发布公告, 拟不超过10.50亿元现金收购“佳辉硅业”、“佳辉硅化工”两个公司剥离负债后不低于67%的股权及相关资产。

投资要点

□ 收购三佳集团硅化工子公司, 补齐硅产业链

12月14日, 公司发布“关于投资收购山西三佳新能源科技集团有限公司硅化工板块资产的公告”, 本次收购价格不超过10.50亿元, 标的公司现有产品涉及5万吨/年工业硅、8万吨/年有机硅、5万吨/年离子膜烧碱等产能, 补齐公司工业硅短板, 本次收购工业硅产能大约可以满足10万吨/年有机硅的生产; 根据百川盈孚数据, 工业硅行业目前成本17782元/吨, 公司具备电力成本优势, 我们预计达产后公司工业硅成本优于同行平均水平。

□ 老规划项目有望推进, 产能快速扩充

佳辉矿业项目原计划分两期建设, 一期5万吨/年工业硅已于2011年投产, 佳辉硅化工项目一期8万吨/年有机硅、5万吨/年离子膜烧碱已于2014年投产; 由于资金链断裂, 后续工程停工多年; 根据原项目规划佳辉矿业仍有15万吨/年工业硅产能, 佳辉硅化工仍有12万吨/年有机硅、5000吨/年白炭黑、2.5万吨/年离子膜烧碱产能规划。我们预计随着公司资金的投入, 未来内蒙古规划项目有望落地, 届时公司将新增20万吨/年工业硅、20万吨/年有机硅、5000吨/年白炭黑、7.5万吨/年离子膜烧碱, 公司工业硅及有机硅产能快速扩充。

□ “三链一群”产业规划进一步完善, 协同优势有望显现

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。当前公司纯碱盈利保持稳定, 但短期内粘胶及氯碱业务盈利处于历史底部; 我们认为本次收购工业硅5万吨/年, 公司产业链将得到进一步延伸, 并且可与有机硅产业形成协同效应, 充分发挥产业链一体化优势。中长期来看, 公司行业地位和竞争力有望进一步增强, 实现业绩和估值增长。

□ 盈利预测及估值

由于粘胶氯碱等产品盈利低于预期, 下调公司2022-2024年EPS分别至0.59/0.84/1.24元, 现价对应PE分别为11.93/8.34/5.63倍。公司是纯碱、粘胶双龙头, 成本优势明显, 新增工业硅、有机硅、莱赛尔纤维等产能打开新成长空间, 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; 收购产能投产进度不及预期等。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥6.99
总市值(百万元)	14,429.80
总股本(百万股)	2,064.35

股票走势图



相关报告

- 《粘胶拖累业绩, 静待需求复苏——三友化工点评报告》 2022.10.30
- 《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

财务摘要

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	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	1731.16	2561.86
(+/-) (%)	63.23%	-27.59%	43.08%	47.98%
每股收益(元)	0.81	0.59	0.84	1.24
P/E	8.64	11.93	8.34	5.63

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	13323	16557
现金	3039	5803	7382	10057
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	117	124
存货	2132	2078	2218	2689
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	29216	31739
流动负债	7418	9331	9242	9793
短期借款	1713	2441	2202	2119
应付款项	2848	3541	3757	4222
预收账款	46	229	127	170
其他	2811	3119	3155	3283
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	13497	14204
少数股东权益	967	1289	1481	1645
归属母公司股东权益	12803	13331	14237	15890
负债和股东权益	25989	28126	29216	31739

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1580	2886	3459	4150
净利润	1849	1532	1924	2725
折旧摊销	1181	971	989	1007
财务费用	269	272	254	227
投资损失	(5)	0	0	0
营运资金变动	(583)	507	364	558
其它	(1132)	(395)	(71)	(367)
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	(1576)	(1180)
短期借款	(741)	728	(239)	(84)
长期借款	416	0	0	0
其他	(914)	(553)	(1338)	(1096)
现金净增加额	279	2764	1579	2676

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	23182	23980	26027	31017
营业成本	18054	19317	20699	24234
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	254	227
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	2263	3206
营业外收支	(10)	0	0	0
利润总额	2306	1802	2263	3206
所得税	457	270	339	481
净利润	1849	1532	1924	2725
少数股东损益	178	322	192	164
归属母公司净利润	1671	1210	1731	2562
EBITDA	3614	3044	3505	4440
EPS (最新摊薄)	0.81	0.59	0.84	1.24

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%	25.59%	41.69%
归属母公司净利润	63.23%	-27.59%	43.08%	47.98%
获利能力				
毛利率	22.12%	19.45%	20.47%	21.87%
净利率	7.98%	6.39%	7.39%	8.79%
ROE	12.75%	8.52%	11.41%	15.41%
ROIC	10.73%	9.06%	10.70%	13.48%
偿债能力				
资产负债率	47.02%	48.02%	46.20%	44.75%
净负债比率	37.09%	42.51%	39.09%	36.49%
流动比率	1.17	1.24	1.44	1.69
速动比率	0.89	1.02	1.20	1.42
营运能力				
总资产周转率	0.92	0.89	0.91	1.02
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	6.65	7.08
每股指标(元)				
每股收益	0.81	0.59	0.84	1.24
每股经营现金	0.77	1.40	1.68	2.01
每股净资产	6.20	6.46	6.90	7.70
估值比率				
P/E	8.64	11.93	8.34	5.63
P/B	1.13	1.08	1.01	0.91
EV/EBITDA	5.89	5.27	4.07	2.65

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>