

三友化工(600409)

报告日期: 2023年04月14日

全年业绩符合预期, 静待粘胶需求复苏

——三友化工点评报告

报告导读

公司发布 2022 年年度报告, 实现营收 236.80 亿元, 同比增加 2.15%; 实现归母净利润 9.89 亿元, 同比减少 40.83%; 实现扣非归母净利润 9.56 亿元, 同比减少 41.21%。Q4 单季度实现营收 55.66 亿元, 同比减少 5.94%, 环比减少 5.00%; 实现归母净利润 0.38 亿元, 同比减少 74.20%, 环比减少 82.60%; 实现扣非归母净利润 0.24 亿元, 同比减少 95.65%, 环比减少 88.00%。公司业绩符合预期。

投资要点

□ 受粘胶板块拖累, 公司 22 年增收不增利

公司 22 年实现营收 236.80 亿元, 同比小幅增长 2.15%, 主要是由于产品涨价, 22 年全年公司纯碱/粘胶短纤/烧碱均价分别为 2430/12,931/3251 元/吨, 分别同比上涨 25.44%/3.65%/60.97%, 销量分别为 334.55/66.36/50.44 万吨, 分别同比 +1.19%/-0.72%/7.27%。主要原料价格同比大幅上涨, 原盐/煤/石灰石/浆粕采购均价分别上涨 49.37%/20.88%/8.93%/12.92%, 公司毛利率有所下滑, 22 年毛利率 19.31%同比减少 2.81PCT。其中纯碱和粘胶短纤是影响公司盈利的主要产品, 2022 年纯碱/粘胶短纤毛利率分别为 34.86%、0.30%, 同比分别增加 3.39PCT、下降 11.67PCT, 22 年公司粘胶短纤子公司兴达化纤亏损 5.70 亿元, 拖累公司当期业绩。单季度看公司 22Q4 实现收入 55.66 亿元, 环比减少 5.00%; 实现归母净利润 0.38 亿元, 环比减少 82.60%, 主要受纯碱及粘胶短纤产品价格下跌及原材料原煤、浆粕价格上涨所致。此外公司 Q4 研发费用 1.63 亿元, 环比增加 1 亿, 导致 Q4 业绩低于预期。公司销售、管理费用保持平稳, 财务、研发费用分别增长 30%、49%。22 年公司存货周转率和应收账款周转率均有所改善, 经营现金流净额 24.06 亿元, 同比大幅增长 52.29%。

□ 粘胶行业无新增产能, 静待需求复苏

据公司统计, 2022 年纯碱、粘胶、氯碱和有机硅的行业产能利用率分别为 91%、73%、80%和 84%, 纯碱和有机硅预计 23 年下半年新增产能逐步释放, 粘胶短纤行业无新增产能, 我们预计随着国内纺服需求逐步恢复, 粘胶盈利有望逐步修复。公司为国内粘胶龙头企业, 当前粘胶产能 78 万吨, 若粘胶单吨上涨 100 元, 公司年化利润将增加 0.78 亿元。

□ “三链一群”产业规划, 打开未来成长空间

根据公司此前公告, 公司将依托自身优势, 计划投资 570 亿元构建“三链一群”产业布局(“三链一群”, 即“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)。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 20 万吨有机硅扩建项目预计 23 年 8 月投产, 届时公司将成为国内领先的有机硅新材料产业基地。我们认为, 随着公司规划项目陆续投产, 产业链将得到进一步延伸, 公司有望打开未来成长空间。

□ 盈利预测与估值

纺服需求弱复苏, 粘胶价格低于预期, 下调 23-24 年业绩。预计 2023-2025 年公司营收分别为 235.39/246.87/257.58 亿元, 同比-0.60%/+4.88%/+4.34%; 净利润分别为 13.01/21.10/22.53 亿元, 同比+31.58%/62.21%/6.76%, 对应 EPS 分别为 0.63、1.02、1.09, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

原料及产品价格大幅波动; 产品需求不及预期; 安全环保政策风险等。

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	¥ 6.49
总市值(百万元)	13,397.63
总股本(百万股)	2,064.35

股票走势图



相关报告

- 《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》 2022.12.13
- 《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

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23679.82	23538.79	24686.91	25757.70
(+/-) (%)	2.15%	-0.60%	4.88%	4.34%
归母净利润	988.69	1300.88	2110.10	2252.76
(+/-) (%)	-47.56%	31.58%	62.21%	6.76%
每股收益(元)	0.48	0.63	1.02	1.09
P/E	13.55	10.30	6.35	5.95

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)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	10313	12502	14304	16486
现金	4840	7175	8862	10907
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	903	613	670	784
其它应收款	80	44	50	62
预付账款	195	136	137	164
存货	1659	1897	1948	1932
其他	2636	2636	2636	2636
非流动资产	17293	16571	16036	15518
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	31	31	31	31
固定资产	14258	13654	13033	12396
无形资产	1029	1060	1101	1174
在建工程	382	386	389	391
其他	1593	1440	1482	1526
资产总计	27607	29073	30339	32005
流动负债	7562	8243	7853	8116
短期借款	601	1589	1301	1164
应付款项	3065	3292	3142	3335
预收账款	56	59	56	61
其他	3840	3304	3354	3556
非流动负债	5469	5349	5537	5452
长期借款	2690	2690	2690	2690
其他	2778	2659	2847	2761
负债合计	13031	13592	13391	13568
少数股东权益	1296	1581	1765	1908
归属母公司股东权益	13280	13900	15184	16528
负债和股东权益	27607	29073	30339	32005

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23680	23539	24687	25758
营业成本	19106	18929	19155	20075
营业税金及附加	313	306	321	335
营业费用	211	212	222	206
管理费用	1630	1624	1703	1752
研发费用	330	306	296	309
财务费用	350	295	291	262
资产减值损失	88	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	9	0	0	0
其他经营收益	49	0	0	0
营业利润	1710	1866	2698	2819
营业外收支	(21)	0	0	0
利润总额	1689	1866	2698	2819
所得税	365	280	405	423
净利润	1324	1586	2294	2397
少数股东损益	336	286	183	144
归属母公司净利润	989	1301	2110	2253
EBITDA	2955	3096	3945	4054
EPS (最新摊薄)	0.48	0.63	1.02	1.09

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	2.15%	-0.60%	4.88%	4.34%
营业利润	-32.42%	9.13%	44.57%	4.49%
归属母公司净利润	-47.56%	31.58%	62.21%	6.76%
获利能力				
毛利率	19.31%	19.58%	22.41%	22.06%
净利率	5.59%	6.74%	9.29%	9.30%
ROE	6.98%	8.66%	13.01%	12.73%
ROIC	7.24%	9.04%	11.81%	11.47%
偿债能力				
资产负债率	47.20%	46.75%	44.14%	42.39%
净负债比率	41.31%	42.81%	41.64%	41.22%
流动比率	1.36	1.52	1.82	2.03
速动比率	1.14	1.29	1.57	1.79
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.83	0.83	0.83
应收账款周转率	55.98	51.85	53.64	54.34
应付账款周转率	7.69	7.26	7.10	7.44
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.63	1.02	1.09
每股经营现金	1.17	1.52	1.65	1.78
每股净资产	6.43	6.73	7.36	8.01
估值比率				
P/E	13.55	10.30	6.35	5.95
P/B	1.01	0.96	0.88	0.81
EV/EBITDA	5.51	4.59	3.20	2.64

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2406	3141	3411	3675
净利润	1324	1586	2294	2397
折旧摊销	1159	935	955	973
财务费用	350	295	291	262
投资损失	(9)	0	0	0
营运资金变动	(61)	667	(212)	81
其它	(357)	(343)	83	(37)
投资活动现金流	(399)	(374)	(389)	(424)
资本支出	504	(308)	(310)	(313)
长期投资	(39)	0	0	0
其他	(864)	(66)	(78)	(110)
筹资活动现金流	(455)	(432)	(1335)	(1206)
短期借款	(1111)	988	(288)	(137)
长期借款	994	0	0	0
其他	(337)	(1419)	(1047)	(1069)
现金净增加额	1552	2335	1687	2045

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>