

三友化工 (600409.SH)

原材料价格高位产销不足拖累业绩，看好“三链一群”产业布局

事件：公司发布 2022 年三季度报，报告期内公司实现营收 181.14 亿元，同比+4.92%，归母净利润 9.50 亿元，同比-37.57%，其中三季度单季度实现营收 58.59 亿元，同比-3.46%；归母净利润 2.20 亿元，同比-37.95%，公司业绩符合预期。

原材料价格高位叠加产销不足，公司三季度业绩环比下滑。公司 2022 年 Q3 单季度毛利率 20.47%，环比减少 2.07 个百分点，净利率 5.25%，环比减少 4.15 个百分点，主要烧碱、PVC、有机硅等产品价格下滑，原盐、溶解浆等原材料价格上涨所致；前三季度经营现金流净额 24.98 亿元，同比+144.30%，主要是公司纯碱、烧碱、粘胶售价上涨，销售回现比提升，销售商品收到的现金同比增加所致；前三季度在建工程 3.90 亿元，同比+19.29%。三季度由于环保管控、疫情反复等因素影响，公司产品产销量不足，大宗原材料原盐、原煤、浆粕、硅块等价格保持高位，公司三季度盈利环比下滑，整体业绩符合预期。根据百川数据，目前粘胶短纤主流价 13200 元/吨，行业开工下滑至 63% 左右，工厂库存 24 万吨，处于近两年库存中枢偏高位置，生产厂家处于亏损线附近。供给端看，未来两年新增产能较少，行业产能逐步出清，行业龙头集中度有望进一步提高，随着下游需求回暖，粘胶行业盈利有望逐渐修复。

成立子公司发展曹妃甸精细化工产业，“三链一群”布局有序推进。公司投资约 570 亿元构建“三链一群”产业布局，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。建设 30 万吨烧碱及下游产品、30 万吨新溶剂法绿色纤维素纤维、20 万吨有机硅扩建、光伏发电、日海水淡化、绿电制氢、氢能利用等项目。2022 年 9 月 20 日，公司公告拟投资 10 亿元成立唐山三友精细化工有限公司，重点发展曹妃甸精细化工产业链，发展海洋精细化工项目，推动园区海洋化工、石化等产业有效整合，逐步向新材料领域转型升级，打开公司中长期发展空间。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 12.65/14.62/19.20 亿元，同比-24.3%/15.6%/31.3%，当前股价对应 PE 为 9.6/8.3/6.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新项目投产进度不及预期、产品价格大幅波动、下游需求增速下滑。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,780	23,182	25,335	25,715	27,229
增长率 yoy (%)	-13.3	30.4	9.3	1.5	5.9
归母净利润(百万元)	717	1,671	1,265	1,462	1,920
增长率 yoy (%)	5.0	133.0	-24.3	15.6	31.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.35	0.81	0.61	0.71	0.93
净资产收益率(%)	6.0	13.4	9.0	9.6	11.4
P/E(倍)	17.0	7.3	9.6	8.3	6.3
P/B(倍)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7

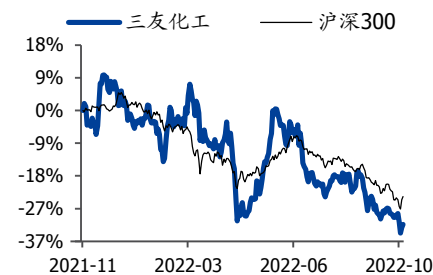
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 11 月 2 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	化学纤维
前次评级	买入
11月2日收盘价(元)	5.90
总市值(百万元)	12,179.66
总股本(百万股)	2,064.35
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	16.72

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 杜鹏

执业证书编号: S0680520090001

邮箱: dupeng@gszq.com

相关研究

- 1、《三友化工 (600409.SH): 全年业绩符合预期, “三链一群” 产业布局驱动未来成长》2022-03-16



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7153	8706	9510	9853	12256
现金	2802	3039	4017	4130	6547
应收票据及应收账款	405	400	445	413	495
其他应收款	26	18	31	19	33
预付账款	105	74	121	77	132
存货	1392	2132	1853	2170	2005
其他流动资产	2423	3044	3044	3044	3044
非流动资产	17140	17283	18047	17340	17437
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15433	14932	15617	14935	15055
无形资产	862	843	810	780	749
其他非流动资产	845	1508	1619	1626	1632
资产总计	24293	25989	27556	27193	29693
流动负债	8473	7418	8205	7463	8906
短期借款	2453	1713	1884	2072	2280
应付票据及应付账款	2956	2848	3716	2911	3966
其他流动负债	3063	2857	2606	2479	2660
非流动负债	3375	4801	4218	3350	2633
长期借款	2838	3510	2927	2060	1342
其他非流动负债	537	1291	1291	1291	1291
负债合计	11847	12219	12423	10813	11539
少数股东权益	804	967	1066	1182	1332
股本	2064	2064	2064	2064	2064
资本公积	3545	3545	3545	3545	3545
留存收益	5976	7142	7991	8944	10249
归属母公司股东权益	11642	12803	14067	15198	16823
负债和股东权益	24293	25989	27556	27193	29693

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2086	1580	3830	1764	4684
净利润	753	1849	1363	1578	2070
折旧摊销	1138	1181	1018	1083	1133
财务费用	281	269	274	273	246
投资损失	-17	-5	-6	-7	-9
营运资金变动	-276	-1974	1182	-1161	1245
其他经营现金流	207	259	-2	-2	-2
投资活动现金流	-120	-62	-1775	-368	-1220
资本支出	130	67	764	-706	97
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	10	5	-1011	-1074	-1123
筹资活动现金流	-1908	-1239	-1076	-1283	-1048
短期借款	-703	-741	171	188	207
长期借款	339	672	-583	-867	-718
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	-664	-604	-537
现金净增加额	55	278	979	113	2417

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17780	23182	25335	25715	27229
营业成本	14529	18054	20415	20610	21390
营业税金及附加	215	337	380	386	408
营业费用	180	206	304	347	368
管理费用	1451	1724	2280	2186	2314
研发费用	193	221	279	283	300
财务费用	281	269	274	273	246
资产减值损失	-144	-75	-241	-244	-259
其他收益	64	46	49	51	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	2	2	2
营业利润	857	2316	1699	1935	2526
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	1678	1939	2526
所得税	133	457	315	361	456
净利润	753	1849	1363	1578	2070
少数股东损益	36	178	99	116	150
归属母公司净利润	717	1671	1265	1462	1920
EBITDA	2275	3731	2805	3102	3687
EPS (元)	0.35	0.81	0.61	0.71	0.93

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-13.3	30.4	9.3	1.5	5.9
营业利润(%)	-6.3	170.2	-26.6	13.9	30.5
归属于母公司净利润(%)	5.0	133.0	-24.3	15.6	31.3
获利能力					
毛利率(%)	18.3	22.1	19.4	19.9	21.4
净利率(%)	4.0	7.2	5.0	5.7	7.1
ROE(%)	6.0	13.4	9.0	9.6	11.4
ROIC(%)	5.2	10.1	7.0	7.8	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	48.8	47.0	45.1	39.8	38.9
净负债比率(%)	34.1	31.5	16.9	10.8	-6.4
流动比率	0.8	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	39.8	57.6	60.0	60.0	60.0
应付账款周转率	4.8	6.2	6.2	6.2	6.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.81	0.61	0.71	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	0.77	1.86	0.85	2.27
每股净资产(最新摊薄)	5.64	6.20	6.81	7.36	8.15
估值比率					
P/E	17.0	7.3	9.6	8.3	6.3
P/B	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.6	4.7	5.6	4.9	3.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 11 月 2 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com