

三友化工(600409)

报告日期: 2023年07月26日

PB 底部安全边际高, 粘胶盈利反转业绩弹性大

——三友化工更新报告

投资要点

□ 棉价涨纸浆跌, 看好粘胶盈利反转

粘胶短纤下游为纱线(纺织服装), 受18年粘胶新产能集中投放, 叠加近几年需求不佳, 根据百川盈孚, 19/20/21/22年粘胶短纤行业毛利润为-1389/-1050/319/-928元/吨, 连续多年盈利承压。粘胶短纤盈利多年不佳, 且预计短期无新增产能, 我们认为在棉价上涨及纸浆价格下跌背景下, 粘胶盈利有望底部反转, 公司作为粘胶龙头有望受益。

□ 库存低位, 短期新增供给对价格冲击有限

根据万得, 当前纯碱现货价格2165万元/吨, 1月交割期货价格为1573元/吨, 期现货价差达592元/吨, 充分反应市场对于未来纯碱价格的悲观预期。虽然23年行业新增产能800万吨, 但远兴能源500万吨是逐条点火, 产能陆续爬坡释放, 我们预计23年实际新增供给仅150-200万吨。当前纯碱库存低位, 工厂库存仅28.23万吨, 加之进入三季度, 纯碱企业陆续进行检修季, 我们认为短期新增供给对纯碱价格冲击有限。

□ 粘胶纯碱双龙头企业, PB底部安全边际高

公司现有粘胶产能78万吨, 纯碱产能340万吨, 为粘胶纯碱双龙头企业。根据万得, 近10年公司ROE均值约10%, 经营性净现金均值约12.9亿元。根据公司股东回报规划, 在公司发展处成熟阶段, 无重大资金支出时现金分红利润分配占比不低于80%, 有重大开支时现金分红利润分配占比不低于40%, 且公司每年以现金方式分配的利润不低于当年归母净利润的30%。按照ROE 10%, 分红率30%测算, 公司当前股息率约3.19%。当前公司PB 0.94倍, 处于上市20年来较底部, 我们认为公司创收及盈利能力较强, 当前股价安全边际高。

□ 盈利预测与估值

公司为粘胶、纯碱双龙头企业, 粘胶盈利修复公司有望大幅受益, 此外纯碱短期新增产能对价格冲击有限, 我们预计公司业绩有望逐步修复。预计23-25年公司归母净利润分别为9.14/14.73/15.50亿元, 同比-7.54%、+61.14%、+5.26%, 维持买入评级。

□ 风险提示

产品价格波动风险; 原材料价格波动风险; 宏观经济波动风险; 安全生产风险。

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23680	22628	23298	24019
(+/-) (%)	2.15%	-4.44%	2.96%	3.10%
归母净利润	989	914	1473	1550
(+/-) (%)	-40.83%	-7.54%	61.14%	5.26%
每股收益(元)	0.48	0.44	0.71	0.75
P/E	12.53	13.55	8.41	7.99

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 李辉

执业证书号: S1230521120003

lihui01@stocke.com.cn

研究助理: 沈国琼

shenguoqiong@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 6.00
总市值(百万元)	12,386.10
总股本(百万股)	2,064.35

股票走势图



相关报告

- 《Q1业绩低于预期, 静待下游需求回暖》2023.04.28
- 《全年业绩符合预期, 静待粘胶需求复苏》2023.04.14
- 《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

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

- 1) 给出盈利预测: 公司为粘胶、纯碱双龙头企业, 粘胶盈利修复公司有望大幅受益, 此外纯碱短期新增产能对价格冲击有限, 我们预计公司业绩有望逐步修复。预计 23-25 年公司归母净利润分别为 9.14/14.73/15.50 亿元, 同比-7.54%、+61.14%、+5.26%。
- 2) 估值指标: 公司当前粘胶产能 78 万吨、纯碱产能 340 万吨, 为粘胶、纯碱双龙头企业, 基于此我们选择国内纯碱、粘胶相关业务企业, 中泰化学(粘胶、PVC、氯碱等)、远兴能源(纯碱)、中盐化工(纯碱、PVC、烧碱等)作为可比公司。根据万得, 当前粘胶可比公司 23 年 PE 为 34.97, 纯碱可比公司平均 PE 为 8.35。公司为粘胶、纯碱双龙头企业, 粘胶盈利修复公司作为龙头业绩弹性大, 23 年 PE 为 13.55 倍, 低于粘胶可比公司, 维持买入评级。
- 3) 投资评级: 买入

● 关键假设

- 1)棉花带动粘胶价格上行, 原材料溶解浆维持低位, 粘胶盈利修复
- 2)短期纯碱新增产能对价格冲击有限

● 我们与市场的观点的差异

- 1) 市场认为粘胶盈利修复较弱, 我们认为粘胶短纤盈利多年不佳, 且预计短期无新增产能, 在棉价上涨及纸浆价格下跌背景下, 粘胶盈利有望底部反转, 公司作为粘胶龙头有望受益。
- 2) 市场认为下半年纯碱价格大幅下行, 我们认为虽然 23 年行业新增产能 800 万吨, 但远兴能源 500 万吨是逐条点火, 产能陆续爬坡释放, 我们预计 23 年实际新增供给仅 150-200 万吨。当前纯碱库存低位, 工厂库存仅 28.23 万吨, 加之进入三季度, 纯碱企业陆续进行检修季, 我们认为短期新增供给对纯碱价格冲击有限。

● 股价上涨的催化因素

股价上涨的可观测指标: 粘胶价差扩大; 纯碱现货或者期货价格上涨。

● 风险提示

产品价格波动风险; 原材料价格波动风险; 宏观经济波动风险; 安全生产风险。

正文目录

1 粘胶：棉价涨纸浆跌，看好粘胶盈利反转	5
1.1 23/24 年棉花库销比下降，看好棉花涨价	5
1.2 棉价涨纸浆跌，粘胶盈利有望底部反转	6
2 纯碱：库存低位，短期新增供给对价格冲击有限	7
2.1 行业新增产能较多，长期纯碱价格预期走弱	7
2.2 库存低位，短期新增供给对价格冲击有限	8
3 粘胶纯碱双龙头，PB 历史底部安全边际高	9
3.1 粘胶为公司核心收入，价差修复公司有望受益	9
3.2 公司纯碱成本处行业中上水平，具备一定竞争优势	9
3.3 公司质地较优，PB 历史底部安全边际高	10
4 盈利预测与估值	10
4.1 盈利预测	10
4.2 估值	11
5 风险提示	12

图表目录

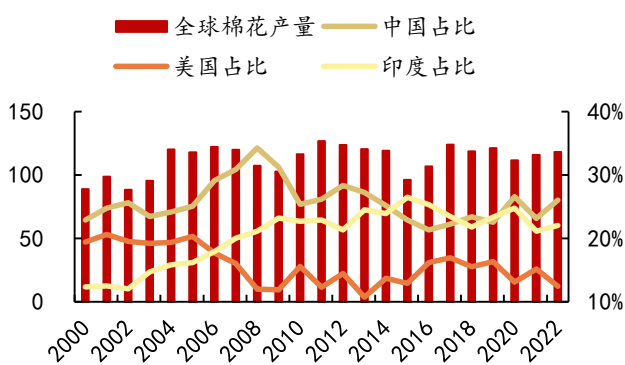
图 1: 22 年中国棉花产量占全球 26.0% (百万包, %)	5
图 2: 22 年新疆棉花产量占全国 90.2% (万吨, %)	5
图 3: 22 年新疆棉花播种面积同比下降 0.4% (千公顷, %)	5
图 4: USDA 6 月下调 23/24 年全球棉花库销比至 79.3	5
图 5: 棉花期货价格快速上升 (元/吨)	6
图 6: 内外棉价差由负转正, 并逐步拉大 (元/吨)	6
图 7: 21 年至今行业无新增产能	6
图 8: 粘胶行业集中度高	6
图 9: 棉花-粘胶价差逐步拉大 (元/吨)	7
图 10: 棉花带动粘胶涨价, 原料跌价, 粘胶盈利逐步修复	7
图 11: 粘胶月度开工率持续提升 (%)	7
图 12: 粘胶工厂库存持续下降 (万吨)	7
图 13: 氨碱和联碱法产能当前占比较高	8
图 14: 天然碱成本行业大幅领先	8
图 15: 悲观预期下, 纯碱期货大幅贴水 (元/吨)	8
图 16: 当前纯碱库存低位 (万吨)	8
图 17: 粘胶短纤是公司第一大收入	9
图 18: 三友粘胶短纤毛利率较其他上市公司高	9
图 19: 三友纯碱成本处于纯碱上市公司中上水平 (元/吨)	10
图 20: 近 10 年 ROE 均值近 10%, 经营净现金流均值 12.9 亿元	10
图 21: 公司 PB 处于历史底部	10
表 1: 23 年大量纯碱新产能释放, 预计后续呈供需宽松格局	8
表 2: 盈利预测核心假设	11
表 3: 可比公司估值情况	11
表附录: 三大报表预测值	13

1 粘胶：棉价涨纸浆跌，看好粘胶盈利反转

1.1 23/24 年棉花库销比下降，看好棉花涨价

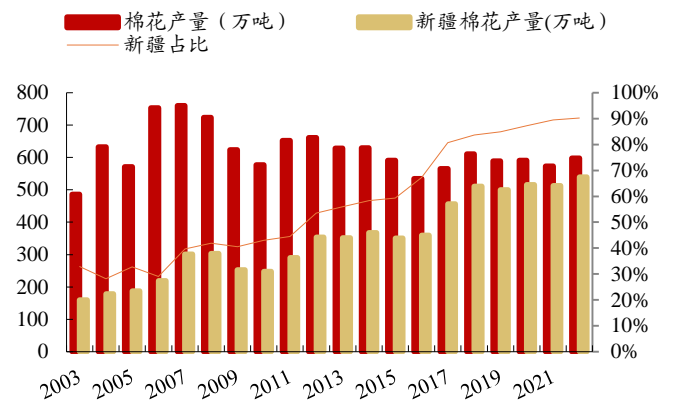
新疆播种面积下降，预计 23/24 年产量同比下降 12%。根据美国农业部，22/23 年全球棉花产量 117.97 百万包（约 2572 万吨），其中中国占比 26.0%，居全球第一。而我国棉花经过多年发展，已经形成以新疆为主的主要格局，根据国家统计局数据，22 年新疆棉花产量占全国的 90%。根据中国棉花协会，23/24 年新疆整体棉花种植面积预计下降 4.5%，加上播种完毕后连续遭遇大雨、霜冻天气，全疆今年棉花产量预计下滑，其中 USDA 6 月预计 23/24 年我国棉花产量减少约 3.70 百万包（约 80.66 万吨），同比下降 12.1%。

图1： 22 年中国棉花产量占全球 26.0%（百万包，%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

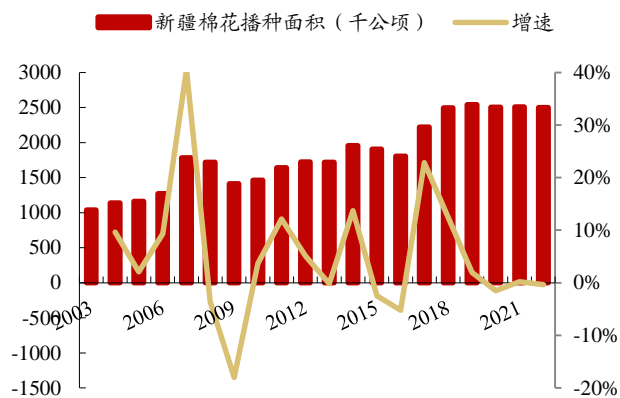
图2： 22 年新疆棉花产量占全国 90.2%（万吨，%）



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

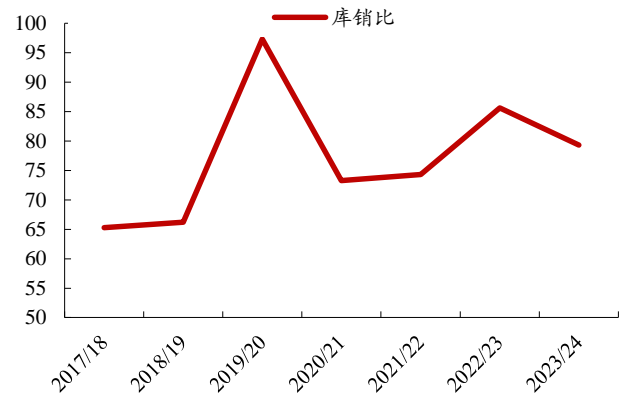
受我国棉花产量下降影响，USDA 6 月预计 23/24 棉花库销比降至 79.3。根据美国农业部预测，受我国棉花产量下降影响，即使在下调美国弃种率以及考虑巴基斯坦产量恢复的情况下，23/24 年度全球棉花产量 116.72 百万包（2544 万吨），同比下降 1.06%，而 23/24 全球棉花消费量预计 117 百万包（2551 万吨），同比增长 6.59%。在此背景下，全球棉花期末库存消费比较去年下降 6.30 个百分点，至 79.3%，我们认为库销比下降有望支撑棉花价格上行。

图3： 22 年新疆棉花播种面积同比下降 0.4%（千公顷，%）



资料来源：国家统计局，Wind，浙商证券研究所

图4： USDA 6 月下调 23/24 年全球棉花库销比至 79.3



资料来源：USDA，浙商证券研究所

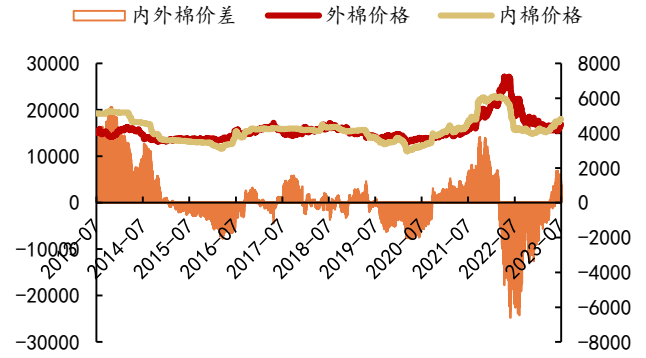
新疆棉花产量同比下降预期下，国内棉花期货价格快速上涨。USDA 预计 23/24 年度我国棉花消费量与去年同期持平，在产量预计下降 80.66 万吨情况下，国内供需缺口拉大，自 3 月底以来国内棉花期货价格大幅上涨，当前价格为 17220 元/吨，较 3 月底涨 2895 元/吨。在此同时，棉花现货价格亦出现同步上涨，较 3 月底涨 2643 元/吨。当前内外棉价差已由负转正，当前价差为 1026 元/吨。我们认为供需紧平衡下棉花价格有望继续上行。

图5：棉花期货价格快速上升（元/吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所（备注：数据截至 23.7.26）

图6：内外棉价差由负转正，并逐步拉大（元/吨）

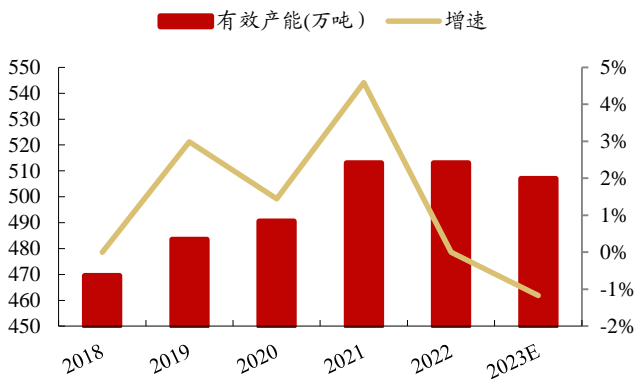


资料来源：Wind，浙商证券研究所（备注：数据截至 23.7.25）

1.2 棉价涨纸浆跌，粘胶盈利有望底部反转

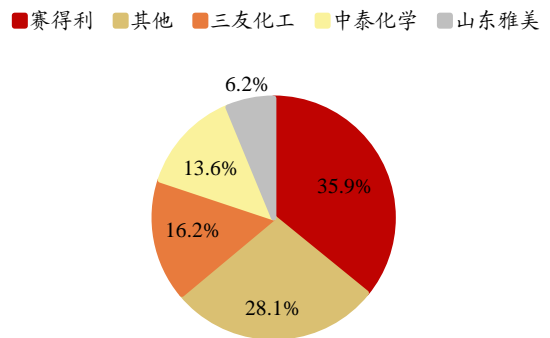
粘胶连续多年无新增产能，行业供给高度集中。根据百川盈孚，当前粘胶短纤有效产能为 507 万吨，21 年至今无新增产能，甚至有 6 万吨落后产能退出。当前粘胶短纤行业供给高度集中，行业 CR4 高达 71.9%。

图7：21 年至今行业无新增产能



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

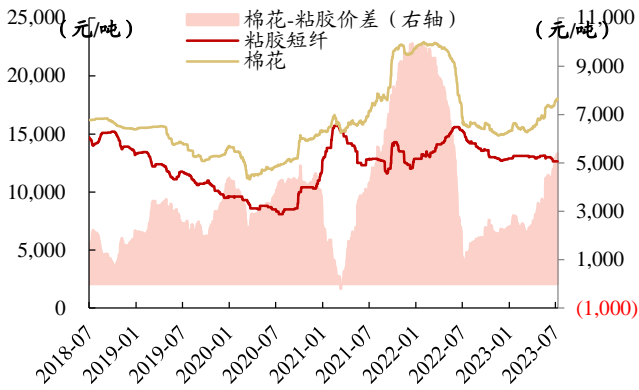
图8：粘胶行业集中度高



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所（备注：数据截至 23 年 6 月）

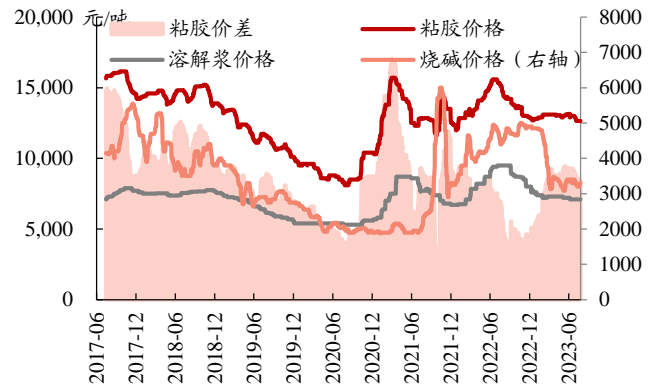
性能相近，棉花有望带动粘胶价格上行。粘胶纤维和棉花同属于纤维素纤维，其性能最接近棉花，棉花产量下降，有望拉动粘胶纤维的需求。近期棉花价格持续上行，4 月以来棉价上涨近 2639 元/吨至 17952 元/吨，棉花与粘胶短纤价格已扩至 5302 元/吨左右。我们认为后续棉花有望带动粘胶价格上行。

图9: 棉花-粘胶价差逐步拉大 (元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (备注: 数据截至 23.07.25)

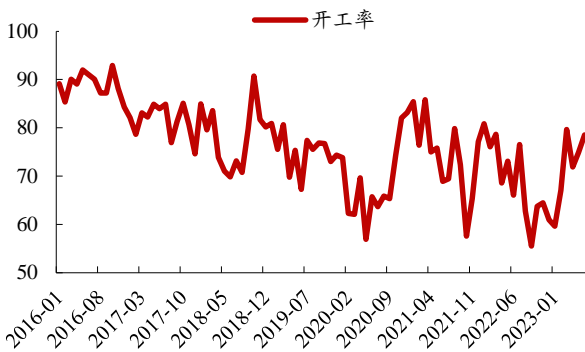
图10: 棉花带动粘胶涨价, 原料跌价, 粘胶盈利逐步修复



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (备注: 数据截至 23.07.25)

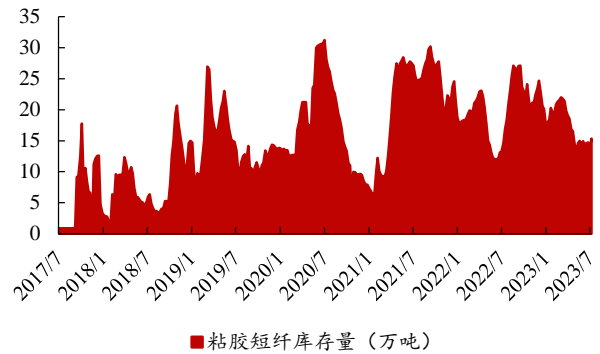
棉花带动价格上行, 原料价格高位回落, 粘胶价差快速修复。粘胶主要原材料溶解浆自 22 年 9 月以来快速下行, 当前价格 7100 元/吨, 较 22 年同期下跌 2400 元/吨。粘胶盈利快速修复, 由 22 年底的 2000 元/吨扩大至当前的 3357 元/吨。根据百川盈孚, 当前粘胶短纤开工率高位, 为 75.48%, 工厂库存自 22 年 9 月以来持续下降至当前的 15.35 万吨。当前粘胶高开工低库存, 我们看好粘胶盈利反转。

图11: 粘胶月度开工率持续提升 (%)



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所 (备注: 数据截至 23 年 6 月)

图12: 粘胶工厂库存持续下降 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所 (备注: 数据截至 23.07.21)

2 纯碱: 库存低位, 短期新增供给对价格冲击有限

2.1 行业新增产能较多, 长期纯碱价格预期走弱

23 年行业新增产能较多, 长期看纯碱价格预期走弱。根据百川盈孚, 2022 年纯碱行业总产能为 3485 万吨, 2023 年行业新增产能较多, 预计全年新增 800 万吨, 其中远兴能源 500 万吨、金大地 200 万吨。受行业短期新增产能较多影响, 我们预计后续纯碱将呈现供需宽松的格局, 根据我们测算, 23/24/25 年供给或将过剩 223/288/288 万吨。供大于求背景下, 预期后续纯碱价格走弱。

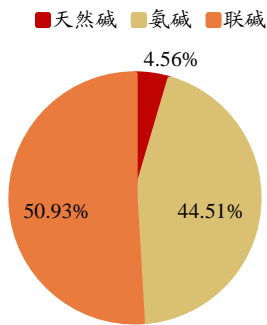
表1: 23年大量纯碱新产能释放, 预计后续呈供需宽松格局

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
产能(万吨)	3357	3416	3485	4285	4405	4405
产量(万吨)	2555	2716	2852	3058	3216	3304
开工率	76.1%	79.5%	81.8%	71.4%	73%	75%
进口(万吨)	35.6	23.7	11.4	30	30	30
出口(万吨)	137.9	75.9	205.5	200	250	280
实际需求(万吨)	2453	2664	2658	2664	2708	2765
实际供给(万吨)				2888	2996	3054
供给过剩(万吨)				223	288	288

资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

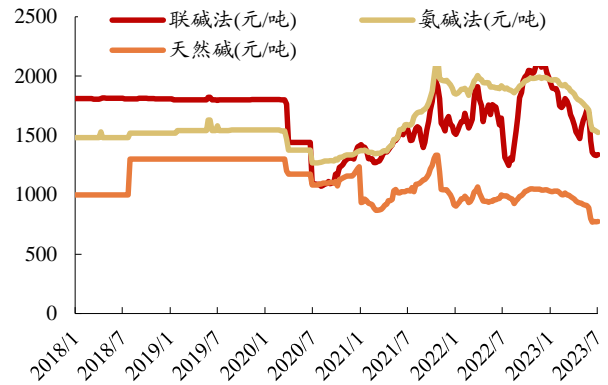
供过于求背景下, 纯碱落后产能或将逐步退出。根据百川盈孚, 截至23年6月纯碱行业产能为3505万吨, 其中联碱法、氨碱法、天然碱工艺产能占比分别为50.93%、44.51%、4.56%, 当前联碱和氨碱为行业主流工艺。从成本端看, 天然碱较其他工艺具有一定的领先优势, 当前天然碱/联碱/氨碱成本为776/1339/1526元/吨, 23H2远兴能源预计新增500万吨天然碱产能, 我们认为在低成本新产能冲击下, 行业落后产能或将逐步退出。

图13: 氨碱和联碱法产能当前占比较高



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所 (截至22年末)

图14: 天然碱成本行业大幅领先



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

2.2 库存低位, 短期新增供给对价格冲击有限

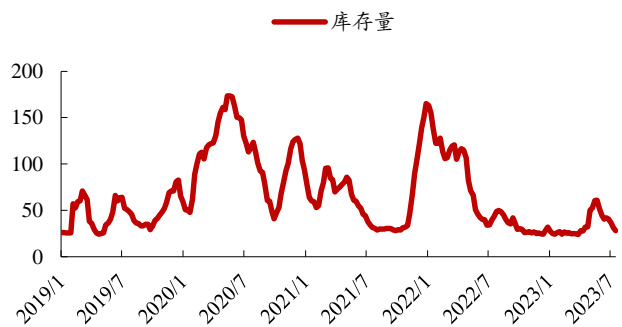
根据万得, 当前纯碱现货价格2165元/吨, 1月交割期货价格为1573元/吨, 期现货价差达592元/吨, 充分反应市场对于未来纯碱价格的悲观预期。虽然23年行业新增产能800万吨, 但远兴能源500万吨是逐条点火, 产能陆续爬坡释放, 我们预计23年实际新增供给仅150-200万吨。当前纯碱库存低位, 工厂库存仅28.23万吨, 加之进入三季度, 纯碱企业陆续进行检修季, 我们认为短期新增供给对纯碱价格冲击有限。

图15: 悲观预期下, 纯碱期货大幅贴水(元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (备注: 数据截至23.07.26)

图16: 当前纯碱库存低位(万吨)



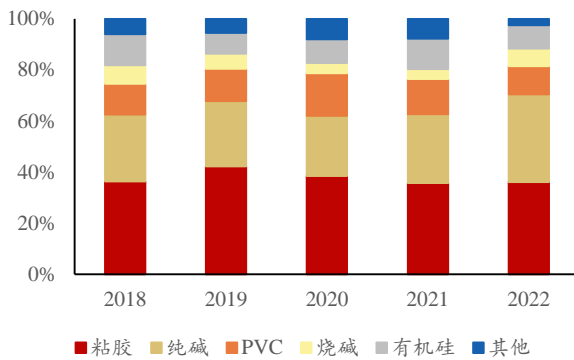
资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所 (备注: 数据截至23.07.21)

3 粘胶纯碱双龙头，PB 历史底部安全边际高

3.1 粘胶为公司核心收入，价差修复公司有望受益

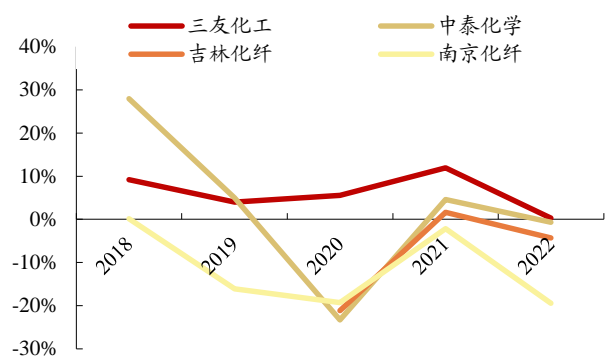
粘胶为公司第一大收入产品，价差修复公司有望受益。根据公司公告，截至 22 年公司粘胶产能 78 万吨，产品市占率约 17%，居行业前列。近年来粘胶一直是公司第一大收入，占比达 35%-42%。粘胶短纤下游为纱线（纺织服装），受 18 年粘胶新产能集中投放，叠加近几年需求不佳，根据百川盈孚，19/20/21/22 年粘胶短纤行业毛利润为-1389/-1050/319/-928 元/吨，连续多年盈利承压。粘胶短纤盈利多年不佳，且预计短期无新增产能，我们认为在棉价上涨及纸浆价格下跌背景下，粘胶盈利有望底部反转，公司作为粘胶龙头有望受益。

图 17：粘胶短纤是公司第一大收入



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：三友粘胶短纤毛利率较其他上市公司高



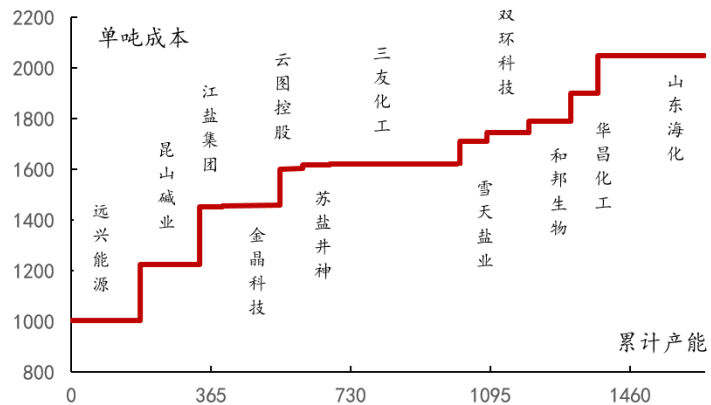
资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

产业协同加产品差别化率，赋予公司领先行业的盈利能力。虽然粘胶短纤盈利多年承压，但近年公司粘胶盈利能力一直高于其他上市公司，22 年公司粘胶短纤毛利率 0.30%，中泰化学、吉林化纤、南京化纤毛利率分别为-0.68%、-4.29%以及-19.40%。我们认为一方面得益于公司产业间协同，据公司公告，22 年生产的烧碱超过 85%用于粘胶短纤维生产；另一方面公司粘胶短纤产品差别化率行业第一，是国内唯一拥有三代纤维产品的公司，高附加值产品赋予公司高于行业的盈利能力。

3.2 公司纯碱成本处行业中上水平，具备一定竞争优势

22 年公司纯碱市占率约 12%，规模以及循环经济赋予公司一定成本优势。截至 22 年公司纯碱产能 340 万吨，市占率约 12%，国内规模行业领先，此外“两碱一化”循环经济模式及浓海水综合利用等赋予公司一定成本优势。22 年公司纯碱单吨成本约 1622 元/吨，处于纯碱上市公司中上水平。我们认为一方面当前纯碱库存低位，短期新增供给对纯碱价格冲击有限；另一方面在后续纯碱价格走弱时，公司成本领先有望赋予公司一定竞争优势。

图19: 三友纯碱成本处于纯碱上市公司中上水平(元/吨)

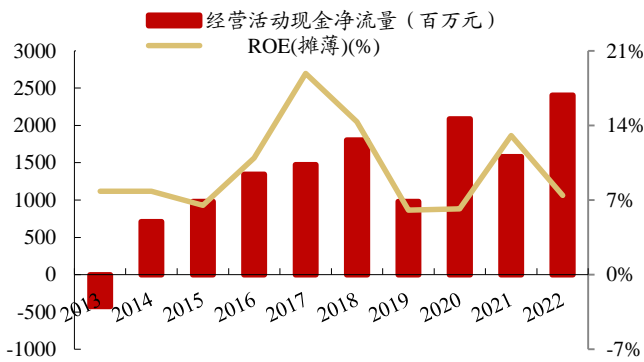


资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所(注: 2022年)

3.3 公司质地较优, PB 历史底部安全边际高

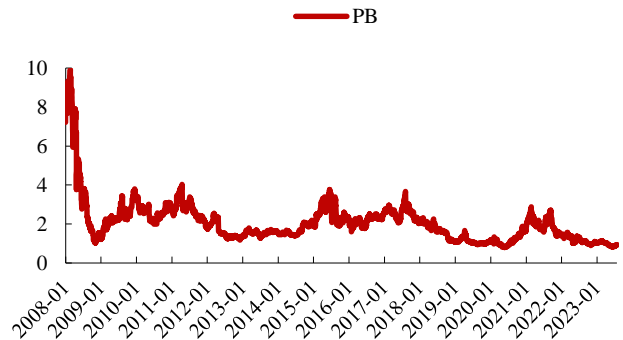
根据万得, 近 10 年公司 ROE 均值约 10%, 经营性净现金均值约 12.9 亿元。根据公司股东回报规划, 在公司发展处成熟阶段, 无重大资金支出时现金分红利润分配占比不低于 80%, 有重大开支时现金分红利润分配占比不低于 40%, 且公司每年以现金方式分配的利润不低于当年归母净利润的 30%。按照 ROE 10%, 分红率 30% 测算, 公司当前股息率约 3.19%。当前公司 PB 0.94 倍, 处于上市 20 年来较底部, 我们认为公司创收及盈利能力较强, 当前股价安全边际高。

图20: 近 10 年 ROE 均值近 10%, 经营净现金流均值 12.9 亿元



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 公司 PB 处于历史底部



资料来源: Wind, 浙商证券研究所(备注: 23.07.26)

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

粘胶: 粘胶短纤盈利连续多年承压, 鉴于粘胶与棉花的良好替代性, 我们认为棉花价格上涨有望带动粘胶价格上行, 预计公司 23-25 年粘胶含税价格为 14000、14500、15000 元/吨 (不含税为 12389、12832、13274 元/吨)。产品价格上行, 叠加主要原材料溶解浆等价格高位回落, 粘胶盈利逐步修复, 预计 23-25 年公司粘胶毛利率为 7.18%、14.28%、17.13%。公司现有粘胶产能 78 万吨 (预计在 25 年之前新增 6 万吨莱赛尔产能), 当前粘胶行业维持高

开工低库存运行，未来随着国内外粘胶需求向好，预计 23-25 年公司销量分别为 72、76、80 万吨。

纯碱：23 年下半年新增产能较多，长期看纯碱价格将有所走弱，预计 23-25 年公司纯碱价格为 2124、1770、1726 元/吨（不含税）。产品价格下行，公司纯碱盈利能力将有所下滑，预计 23-25 年公司纯碱毛利率为 29.38%、15.25%、13.08%。公司现有纯碱产能 340 万吨，预计公司 23-25 年纯碱销量分别为 330、330、330 万吨。

根据万得，22 年公司纯碱和粘胶合计收入占比超 70%，我们认为随着粘胶盈利底部修复，公司业绩有望逐步好转。预计 23-25 年公司归母净利润分别为 9.14/14.73/15.50 亿元，同比-7.54%、+61.14%、+5.26%。

表2：盈利预测核心假设

	2022A	2023E	2024E	2025E
纯碱				
产能（万吨）	340	340	340	340
销量（万吨）	335	330	330	330
价格（元/吨）	2429	2,124	1,770	1,726
收入（百万元）	8,127	7,009	5,841	5,695
成本（百万元）	5,293	4,950	4,950	4,950
毛利率	34.86%	29.38%	15.25%	13.08%
粘胶				
产能（万吨）	78	78	84	84
销量（万吨）	65	72	76	80
价格（元/吨）	13160	12389	12832	13274
收入（百万元）	8,556	8,920	9,752	10,619
成本（百万元）	8,531	8,280	8,360	8,800
毛利率	0.30%	7.18%	14.28%	17.13%
总营收（百万元）	23680	22628	23298	24019
总成本（百万元）	19,106	18,665	18,715	19,375
毛利率	19.31%	17.51%	19.67%	19.34%

资料来源：Wind，浙商证券研究所（备注：不含税价为含税价/1.13）

4.2 估值

公司当前粘胶产能 78 万吨、纯碱产能 340 万吨，为粘胶、纯碱双龙头企业，基于此我们选择国内纯碱、粘胶相关业务企业，中泰化学（粘胶、PVC、氯碱等）、远兴能源（纯碱）、中盐化工（纯碱、PVC、烧碱等）作为可比公司。根据万得，当前粘胶可比公司 23 年 PE 为 34.97，纯碱可比公司平均 PE 为 8.35。公司为粘胶、纯碱双龙头企业，粘胶盈利修复公司作为龙头业绩弹性大，23 年 PE 为 13.55 倍，低于粘胶可比公司，维持买入评级。

表3：可比公司估值情况

股票代码	简称	20230726				EPS（元）				PE（倍）			
		收盘价(元)		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
粘胶 002092.SZ	中泰化学	7.21	0.28	0.21	0.41	0.43	27.17	34.97	17.55	16.90			
	000683.SZ 远兴能源	7.55	0.73	0.99	1.17	1.33	10.68	7.64	6.43	5.69			
纯碱 600328.SH	中盐化工	9.45	1.27	1.04	1.11	1.17	8.93	9.06	8.51	8.06			
	纯碱平均						9.81	8.35	7.47	6.87			
	600409.SH 三友化工	6.00	0.48	0.44	0.71	0.75	13.80	13.55	8.41	7.99			

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：三友化工为浙商证券预测，其他为万得一致预期）

5 风险提示

1.产品价格波动风险:

当前纯碱及粘胶贡献公司绝大部分营收及利润,若纯碱价格大幅下滑,或者粘胶价格上涨不及预期,公司业绩将受到影响。

2.原材料价格波动风险:

若上游能源及原材料价格大幅波动,公司不能及时向下游转移成本,将影响公司产品毛利率。

3.宏观经济波动风险:

公司主要产品纯碱、粘胶终端下游主要是玻璃、纺织服装,若宏观经济下行,公司产品需求承压也将影响公司业绩。

4.安全生产风险:

若公司装置出现不可抗力停产,将影响公司产品产量,进而影响公司业绩。

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	11956	13026	14405
现金	4840	6683	7673	8956
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	903	590	633	731
其它应收款	80	43	47	58
预付账款	195	134	134	159
存货	1659	1871	1904	1865
其他	2636	2636	2636	2636
非流动资产	17293	16571	16036	15518
金融资产类	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	1439	1482	1526
资产总计	27607	28527	29061	29923
流动负债	7562	8169	7739	7946
短期借款	601	1589	1301	1164
应付款项	3065	3246	3070	3218
预收账款	56	56	53	57
其他	3840	3277	3315	3506
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	13518	13277	13397
少数股东权益	1296	1496	1624	1723
归属母公司股东权益	13280	13513	14160	14802
负债和股东权益	27607	28527	29061	29923

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2406	2651	2722	2929
净利润	1324	1115	1601	1649
折旧摊销	1159	935	955	973
财务费用	350	298	300	278
投资损失	(9)	0	0	0
营运资金变动	(61)	620	(235)	44
其它	(357)	(316)	101	(14)
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)	(434)	(1344)	(1222)
短期借款	(1111)	988	(288)	(137)
长期借款	994	0	0	0
其他	(337)	(1422)	(1056)	(1085)
现金净增加额	1552	1843	989	1283

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	23680	22628	23298	24019
营业成本	19106	18665	18715	19375
营业税金及附加	313	294	303	312
营业费用	211	204	210	192
管理费用	1630	1561	1608	1633
研发费用	330	294	280	288
财务费用	350	298	300	278
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	1312	1884	1940
营业外收支	(21)	0	0	0
利润总额	1689	1312	1884	1940
所得税	365	197	283	291
净利润	1324	1115	1601	1649
少数股东损益	336	201	128	99
归属母公司净利润	989	914	1473	1550
EBITDA	2955	2544	3139	3191
EPS (最新摊薄)	0.48	0.44	0.71	0.75

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	2.15%	-4.44%	2.96%	3.10%
营业利润	-26.16%	-23.31%	43.62%	3.02%
归属母公司净利润	-40.83%	-7.54%	61.14%	5.26%
获利能力				
毛利率	19.31%	17.51%	19.67%	19.34%
净利率	5.59%	4.93%	6.87%	6.87%
ROE	6.98%	6.18%	9.57%	9.60%
ROIC	7.24%	6.86%	9.06%	8.93%
偿债能力				
资产负债率	47.20%	47.39%	45.69%	44.77%
净负债比率	41.31%	43.05%	42.00%	41.74%
流动比率	1.36	1.46	1.68	1.81
速动比率	1.14	1.23	1.44	1.58
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.81	0.81	0.81
应收账款周转率	55.98	50.85	53.15	54.02
应付账款周转率	7.69	7.21	7.07	7.40
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.44	0.71	0.75
每股经营现金	1.17	1.28	1.32	1.42
每股净资产	6.43	6.55	6.86	7.17
估值比率				
P/E	12.53	13.55	8.41	7.99
P/B	0.93	0.92	0.87	0.84
EV/EBITDA	5.51	5.35	4.03	3.59

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>