

三友化工(600409)

报告日期: 2023年08月28日

粘胶盈利改善, 公司 Q2 业绩 V 型反转

——三友化工 23H1 点评报告

报告导读

公司发布 2023 年半年度报告, 实现营收 110.14 亿元, 同比下降 10.12%; 实现归母净利润 1.55 亿元, 同比下降 78.75%; 实现扣非归母净利润 1.54 亿元, 同比下降 78.86%。其中 Q2 单季度实现营收 55.56 亿元, 同比下降 12.97%, 环比增加 1.78%; 实现归母净利润 2.52 亿元, 同比下降 48.44%, 环比扭亏为盈; 实现扣非归母净利润 2.46 亿元, 同比下降 49.71%, 环比扭亏为盈, 业绩符合此前预告。

投资要点

□ 粘胶、氯碱等盈利改善, 公司 Q2 业绩扭亏为盈

23H1 公司营收同比小幅下滑主要系氯碱板块拖累, 上半年纯碱/粘胶/氯碱/有机硅收入同比分别变动+2.95%/-1.12%/-21.59%/-1.47%。从销量上看, 上半年除烧碱外各产品销量均有所增加, 但所有产品价格均有不同程度下滑, 23H1 纯碱/粘胶/烧碱/PVC/有机硅销量分别为 170.7/34.8/24.1/19.9/3.4 万吨, 同比变动+4.62%/+2.35%/-1.64%/+11.77%/+57.60%; 均价为 2359/12312/2699/5486/14756 元/吨, 同比分别变动-1.69%/-3.41%/-18.16%/-30.88%/-38.03%。价格下滑导致产品价差有所缩窄, 进而影响公司当期业绩, 其中粘胶、氯碱、有机硅是拖累公司盈利的主要产品, 23H1 公司粘胶、氯碱、有机硅业务分别亏损 1.60 亿元、1.03 亿元、2.26 亿元。23Q2 粘胶、烧碱、PVC、有机硅价差均较 Q1 出现不同程度改善, 其中粘胶和 PVC 改善最为明显, 环比分别+24.4%、+113.7%, 使得公司 Q2 毛利率环比提升 5.64 PCT 至 21.14%, 净利率环比提升 6.07 PCT 至 6.17%。上半年公司销售、管理费用小幅增长, 研发费用因本期投入增加, 同比大幅增加 153.48%。公司上半年经营现金流净额 3.80 亿元, 同比下降 80.06%, 主要系产品跌价及集中支付贷款所致。

□ 纯碱、粘胶价格上行, 公司盈利有望环比修复

根据百川盈孚, 8 月 27 日重质纯碱价格 3023 元/吨, 较月初上涨 780 元/吨, 主要系部分装置降负荷生产叠加新产能释放不及预期, 纯碱短期供不应求, 价格反弹。8 月 25 日粘胶短纤行业开工率 76.3%, 库存 12.34 万吨, 处于历史低位。随着纺服“金九银十”来临, 粘胶需求逐步向好, 龙头纷纷宣布提价, 8 月 28 日粘胶市场均价 13075 元/吨, 较月初上涨 475 元/吨。公司现有纯碱 340 万吨、粘胶 78 万吨年产能, 随着纯碱、粘胶价格上行, 公司盈利有望逐季环比修复。

□ 布局精细化工, 打开未来成长空间

7 月 19 日公司公告, 拟投资 19.62 亿元用地 499 亩在曹妃甸建设 4 万吨氯化亚砷、5 万吨氯乙酸、9.8 万吨烧碱项目。经公司初步测算, 项目预计实现年均收入 7.5 亿元(含税), 年利润达 1.85 亿元, 项目利润率达 24.67%。上述项目的布局意味着公司正由相对传统的化工迈向高附加值精细化工, 打开公司未来成长空间。

□ 盈利预测与估值

随着纯碱和粘胶盈利的持续修复, 预计公司业绩有望逐季环比改善, 维持 23-25 年公司归母净利润 9.14/14.73/15.50 亿元, 同比-7.54%、+61.14%、+5.26%的盈利预测。公司为粘胶、纯碱双龙头企业, 当前 PB 底部安全边际高, 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

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	¥ 5.87
总市值(百万元)	12,117.73
总股本(百万股)	2,064.35

股票走势图



相关报告

- 1 《PB 底部安全边际高, 粘胶盈利反转业绩弹性大》 2023.07.27
- 2 《Q1 业绩低于预期, 静待下游需求回暖》 2023.04.28
- 3 《全年业绩符合预期, 静待粘胶需求复苏》 2023.04.14

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	12.26	13.26	8.23	7.82

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	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

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	12.26	13.26	8.23	7.82
P/B	0.91	0.90	0.86	0.82
EV/EBITDA	5.51	5.25	3.95	3.51

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

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>