

# 三友化工 (600409.SH) Q2 业绩环比大幅改善，粘胶短纤景气有望上行

2023 年 08 月 30 日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**金益腾（分析师）**
**张晓锋（分析师）**

jinyiteng@kysec.cn

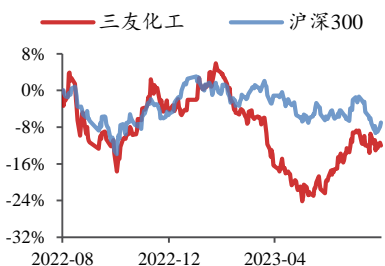
zhangxiaofeng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

日期	2023/8/29
当前股价(元)	5.91
一年最高最低(元)	7.40/5.18
总市值(亿元)	122.00
流通市值(亿元)	122.00
总股本(亿股)	20.64
流通股本(亿股)	20.64
近 3 个月换手率(%)	56.37

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《产销不足、原料高位拖累业绩，静待需求回暖——公司信息更新报告》  
-2022.10.31

### ● 2023 年 Q2 业绩较 Q1 环比改善，粘胶景气逐步上行，维持“买入”评级

根据公司 2023 年中报，2023 年 H1 公司实现营收 110.14 亿元，同比-10.12%；实现归母净利 1.55 亿元，同比-78.75%。对应 Q2 单季度，公司实现营收 55.56 亿元，同比-12.96%；实现归母净利 2.52 亿元，同比-48.44%。2023 年 H1，受国内外需求不足、行业新增产能投放等不利因素影响，公司产品如有机硅、PVC 产品价格同比下降幅度较大，导致公司业绩同比大幅下降。我们下调 2023-2024 年及新增 2025 年盈利预测，预计公司归母净利分别为 10.07(-5.94)、10.16(-9.33)、11.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.49 (-0.29)、0.49 (-0.45)、0.57 元，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 12.1、12.0、10.5 倍。2023 年 Q2 以来，粘胶短纤景气度逐步上行，公司有望明显受益，维持公司“买入”评级。

### ● 2023 年 Q2 粘胶短纤景气上行，煤价下跌缓解公司成本压力

根据公司经营数据显示，2023 年 Q2，公司粘胶短纤不含税销售均价为 12,381 元/吨，环比+1.13%；浆粕采购均价为 6,025 元/吨，环比-8.54%，即粘胶短纤-浆粕价差较 2023 年 Q1 有所扩大，粘胶短纤景气环比上行。同时，纯碱销售均价分别为 2,192 元/吨，环比分别-13.23%；但原盐、原煤采购均价环比分别-0.64%、-23.08%，成本端亦有所缓解，纯碱盈利能力仍然较强，支撑公司业绩。根据公司中报数据，公司控股子公司青海五彩碱业主营纯碱的生产与销售，2023 年 H1，该子公司实现净利润 4.04 亿元，进一步支撑公司 Q2 业绩。

### ● 2023 年 H1 粘胶产能较 2022 年底减少，粘胶景气有望继续上行

根据公司中报，截至 2023 年 6 月底，国内粘胶产能约 500 万吨，较 2022 年底减少约 10 万吨。2023 年 H1，粘胶行业无新增产能投放，行业平均开工率达约 74%，行业库存逐步下降，侧面反映下游需求较为强劲。根据 Wind 数据，2023 年以来，棉花-粘胶价差持续扩大。截至 8 月 29 日，棉花-粘胶价差为 5,023 元/吨，较大的棉-粘价差有望推动粘胶景气上行，公司作为粘胶龙头有望明显受益。

● **风险提示：**项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

## 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,182	23,680	21,989	22,171	19,608
YOY(%)	30.4	2.1	-7.1	0.8	-11.6
归母净利润(百万元)	1,671	989	1,007	1,016	1,167
YOY(%)	133.0	-40.8	1.9	0.9	14.9
毛利率(%)	22.1	19.3	17.2	17.3	18.6
净利率(%)	8.0	5.6	5.1	4.9	6.3
ROE(%)	13.4	9.1	7.2	6.7	7.3
EPS(摊薄/元)	0.81	0.48	0.49	0.49	0.57
P/E(倍)	7.3	12.3	12.1	12.0	10.5
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	8706	10313	9150	9131	9946
现金	3039	4840	4494	4532	5802
应收票据及应收账款	400	903	0	0	0
其他应收款	18	80	11	81	0
预付账款	74	195	55	197	26
存货	2132	1659	1954	1686	1482
其他流动资产	3044	2636	2636	2636	2636
<b>非流动资产</b>	17283	17293	15257	14588	11877
长期投资	0	31	64	97	131
固定资产	14932	14258	12215	11519	8841
无形资产	843	1029	1029	1034	1051
其他非流动资产	1508	1975	1950	1938	1855
<b>资产总计</b>	25989	27607	24406	23719	21823
<b>流动负债</b>	7418	7562	4823	4453	3187
短期借款	1713	601	2106	1799	601
应付票据及应付账款	2848	3065	0	0	0
其他流动负债	2857	3896	2718	2654	2586
<b>非流动负债</b>	4801	5469	4196	3212	1785
长期借款	3510	4212	2940	1955	529
其他非流动负债	1291	1257	1257	1257	1257
<b>负债合计</b>	12219	13031	9019	7665	4973
少数股东权益	967	1296	1401	1466	1528
股本	2064	2064	2064	2064	2064
资本公积	3545	3545	3545	3545	3545
留存收益	7142	7625	8233	8836	9603
<b>归属母公司股东权益</b>	12803	13280	13986	14587	15323
<b>负债和股东权益</b>	25989	27607	24406	23719	21823

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1580	2406	44	2202	2627
净利润	1849	1324	1113	1080	1228
折旧摊销	1181	1159	950	959	968
财务费用	269	350	166	181	52
投资损失	-5	-9	-8	-10	-8
营运资金变动	-1974	-374	-2167	3	399
其他经营现金流	259	-44	-10	-12	-13
<b>投资活动现金流</b>	-62	-399	1095	-279	1752
资本支出	67	376	-1119	257	-1776
长期投资	0	-18	-33	-33	-34
其他投资现金流	5	-6	8	11	10
<b>筹资活动现金流</b>	-1239	-455	-2989	-1579	-1911
短期借款	-741	-1111	1504	-306	-1198
长期借款	672	702	-1273	-984	-1427
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	-1170	-46	-3220	-288	713
<b>现金净增加额</b>	278	1601	-1850	344	2468

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	23182	23680	21989	22171	19608
营业成本	18054	19106	18208	18342	15965
营业税金及附加	337	313	267	288	259
营业费用	206	211	195	197	174
管理费用	1724	1630	1627	1641	1451
研发费用	221	330	203	242	214
财务费用	269	350	166	181	52
资产减值损失	-75	-86	0	0	0
其他收益	46	45	54	52	49
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	9	8	10	8
资产处置收益	2	4	0	1	2
<b>营业利润</b>	2316	1710	1375	1332	1540
营业外收入	31	12	37	36	29
营业外支出	41	33	32	36	36
<b>利润总额</b>	2306	1689	1379	1333	1534
所得税	457	365	267	252	305
<b>净利润</b>	1849	1324	1113	1080	1228
少数股东损益	178	336	106	65	61
<b>归属母公司净利润</b>	1671	989	1007	1016	1167
EBITDA	3731	3017	2411	2377	2482
EPS(元)	0.81	0.48	0.49	0.49	0.57

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	30.4	2.1	-7.1	0.8	-11.6
营业利润(%)	170.2	-26.2	-19.6	-3.1	15.6
归属于母公司净利润(%)	133.0	-40.8	1.9	0.9	14.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	22.1	19.3	17.2	17.3	18.6
净利率(%)	8.0	5.6	5.1	4.9	6.3
ROE(%)	13.4	9.1	7.2	6.7	7.3
ROIC(%)	12.5	9.4	7.6	7.8	10.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.0	47.2	37.0	32.3	22.8
净负债比率(%)	26.6	16.2	11.0	2.3	-21.0
流动比率	1.2	1.4	1.9	2.1	3.1
速动比率	0.9	1.1	1.5	1.6	2.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	57.6	56.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.3	7.7	14.8	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.81	0.48	0.49	0.49	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.17	0.02	1.07	1.27
每股净资产(最新摊薄)	6.20	6.43	6.77	7.07	7.42
<b>估值比率</b>					
P/E	7.3	12.3	12.1	12.0	10.5
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.5	5.3	6.3	5.9	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn