开源证券

三友化工（600409.SH） Q2 业绩环比增长，看好公司“三链一群”产业布局

2022 年 08 月 26 日

——公司信息更新报告

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

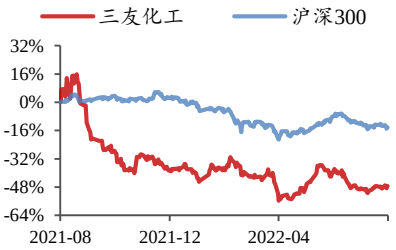
张晓锋（分析师）
zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790522080003

徐正凤（联系人）
xuzhengfeng@kysec.cn
证书编号：S0790122070041

投资评级：买入（维持）

日期	2022/8/25
当前股价(元)	7.10
一年最高最低(元)	16.67/6.00
总市值(亿元)	146.57
流通市值(亿元)	146.57
总股本(亿股)	20.64
流通股本(亿股)	20.64
近 3 个月换手率(%)	104.54

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《营收同比增长，纯碱景气上行，静待粘胶景气反转—公司信息更新报告》-2022.5.3

《周期转向成长，约 570 亿元投资打开未来成长空间—公司信息更新报告》-2022.3.16

《粘胶弱势拖累业绩，纯碱景气仍然向好—公司信息更新报告》-2021.11.1

● 疫情反复及大宗原料上涨致公司业绩承压，未来投资额较大，维持买入评级

根据公司业绩报告，2022 年 H1 公司实现营收 122.55 亿元，同比+9.46%；实现归母净利 7.30 亿元，同比-37.46%。Q2 单季度，公司实现营收 63.83 亿元，同比+14.78%；实现归母净利 4.90 亿元，同比-14.58%，环比+103.70%。2022 年 H1，受新冠肺炎疫情多点散发物流受阻、大宗原材料大幅涨价、环保管控升级等多重影响，公司主导产品产销量同比减少，公司业绩承压运行。我们下调 2022-2024 年盈利预测，预计公司归母净利润分别为 14.03（-10.49）、17.91（-7.49）、21.59（-6.20）亿元，对应 EPS 分别为 0.68（-0.51）、0.87（-0.36）、1.05（-0.30）元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 10.4、8.2、6.8 倍。未来公司将投资约 570 亿元发展“三链一群”产业计划，成长空间进一步打开，维持公司“买入”评级。

● 2022 年 Q2，两碱产品价差扩大，支撑公司业绩环比增长

根据公司公告，2022 年 Q2，公司纯碱含税售价为 2,907 元/吨，同比+58.60%，环比+15.50%；烧碱含税售价为 4,074 元/吨，同比+170.93%，环比+20.54%。同期原盐、原煤价格分别为 265.94、792.46 元/吨，环比仅分别上涨 1.80%、5.84%。2022 年以来，下游浮法玻璃产能维持高位，光伏玻璃产能持续增长，纯碱需求持续增长。供给端，2022 年 H1 纯碱行业无明显新增产能，供需紧张下纯碱价格呈上涨趋势，公司作为纯碱龙头明显受益，支撑公司归母净利环比增长。

● 公司拟投资约 570 亿元构建“三链一群”产业布局，打开未来成长空间

根据公司公告，公司未来计划总投资规模约 570 亿元，构建“三链一群”产业布局。“两碱一化”方面，重点推进 30 万吨烧碱、30 万吨/年新溶剂法绿色纤维素项目。有机硅方面，重点谋划上游硅石基地、单体产能扩建、发展下游硅橡胶等新材料产业。精细化工方面，以离子膜烧碱为核心带动，配套氯下游高端新材料、功能性树脂等精细化工产品项目。“双新”方面，重点发展光伏、海水淡化等项目。通过构建“三链一群”产业布局，公司成长空间进一步打开。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	17,780	23,182	26,318	25,721	25,402
YOY(%)	-13.3	30.4	13.5	-2.3	-1.2
归母净利润(百万元)	717	1,671	1,403	1,791	2,159
YOY(%)	5.0	133.0	-16.0	27.6	20.6
毛利率(%)	18.3	22.1	17.3	19.7	21.3
净利率(%)	4.2	8.0	5.7	7.5	9.2
ROE(%)	6.0	13.4	10.2	11.9	12.8
EPS(摊薄/元)	0.35	0.81	0.68	0.87	1.05
P/E(倍)	20.4	8.8	10.4	8.2	6.8
P/B(倍)	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	7150	8706	8766	8419	8825
现金	2802	3039	3450	3372	3641
应收票据及应收账款	405	400	0	0	0
其他应收款	26	18	32	17	32
预付账款	102	74	126	70	123
存货	1392	2132	2114	1918	1986
其他流动资产	2423	3044	3044	3044	3044
非流动资产	17874	17283	18800	17293	15970
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15433	14932	16331	14880	13627
无形资产	862	843	810	780	749
其他非流动资产	1579	1508	1659	1633	1594
资产总计	25025	25989	27566	25713	24796
流动负债	8504	7418	8452	6178	4393
短期借款	2453	1713	5730	3752	1713
应付票据及应付账款	2956	2848	0	0	0
其他流动负债	3094	2857	2723	2426	2680
非流动负债	4075	4801	4337	3283	2277
长期借款	2838	3510	3047	1993	986
其他非流动负债	1237	1291	1291	1291	1291
负债合计	12579	12219	12789	9461	6669
少数股东权益	804	967	1077	1219	1387
股本	2064	2064	2064	2064	2064
资本公积	3545	3545	3545	3545	3545
留存收益	5976	7142	7970	8954	10146
归属母公司股东权益	11642	12803	13700	15033	16739
负债和股东权益	25025	25989	27566	25713	24796

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2086	1580	567	3356	3742
净利润	753	1849	1513	1933	2328
折旧摊销	1138	1181	1041	1117	1117
财务费用	281	269	289	340	187
投资损失	-17	-5	-6	-7	-9
营运资金变动	-276	-1974	-2261	-16	132
其他经营现金流	207	259	-9	-12	-14
投资活动现金流	-120	-62	-2554	396	213
资本支出	130	67	2559	-390	-205
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	10	5	5	6	8
筹资活动现金流	-1908	-1239	-1619	-1852	-1647
短期借款	-703	-741	4017	-1978	-2039
长期借款	339	672	-463	-1054	-1007
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	-5172	1179	1399
现金净增加额	55	278	-3606	1899	2308

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17780	23182	26318	25721	25402
营业成本	14529	18054	21757	20659	20000
营业税金及附加	215	337	305	302	317
营业费用	180	206	250	236	237
管理费用	1451	1724	1711	1672	1651
研发费用	193	221	168	189	217
财务费用	281	269	289	340	187
资产减值损失	-144	-75	0	0	0
其他收益	64	46	50	55	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	-1	-1	-1
营业利润	857	2316	1884	2371	2840
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	1862	2375	2840
所得税	133	457	350	442	512
净利润	753	1849	1513	1933	2328
少数股东损益	36	178	109	142	169
归属母公司净利润	717	1671	1403	1791	2159
EBITDA	2275	3731	3142	3763	4070
EPS(元)	0.35	0.81	0.68	0.87	1.05

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-13.3	30.4	13.5	-2.3	-1.2
营业利润(%)	-6.3	170.2	-18.7	25.9	19.8
归属于母公司净利润(%)	5.0	133.0	-16.0	27.6	20.6
获利能力					
毛利率(%)	18.3	22.1	17.3	19.7	21.3
净利率(%)	4.2	8.0	5.7	7.5	9.2
ROE(%)	6.0	13.4	10.2	11.9	12.8
ROIC(%)	6.1	12.5	8.5	11.7	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	50.3	47.0	46.4	36.8	26.9
净负债比率(%)	34.3	26.6	43.6	21.5	1.0
流动比率	0.8	1.2	1.0	1.4	2.0
速动比率	0.7	0.9	0.8	1.0	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	39.8	57.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	5.7	7.3	17.3	0.0	0.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.81	0.68	0.87	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	0.77	0.27	1.63	1.81
每股净资产(最新摊薄)	5.64	6.20	6.64	7.28	8.11
估值比率					
P/E	20.4	8.8	10.4	8.2	6.8
P/B	1.3	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.7	5.2	7.1	5.1	4.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

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，属于机密材料，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16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