

# 聚合顺 (605166.SH)

## Q3 环比微增，山东项目逐步投产贡献增量

### 核心观点:

- **公司发布 2022 年三季报。**2022 年前三季度公司实现营收 48.19 亿元，同比增长 26.82%，实现归母净利润 2.04 亿元，同比增长 2.09%；22Q3 公司实现营收 14.42 亿元，同比增长 7.76%，实现归母净利润 7099 万元，同比增长 31.28%，环比增长 0.61%。
- **22Q3 公司主营产品尼龙切片价差环比上行、销量环比下降。**据公司经营数据公告，22Q3 尼龙切片/己内酰胺价格环比分别-8.14%/-11.66%，价差环比+22.40%；产销方面，22Q3 公司尼龙切片产销量分别为 10.98、11.02 万吨，环比分别-1.86、-0.33 万吨。
- **PA6 出口旺盛，公司有望凭借高端化、差异化布局抢占先机。**根据卓创数据，22 年前三季度 PA6 净出口量为 11.9 万吨，2021 年同期为 0.12 万吨，海外能源价格大幅上行致使己内酰胺和 PA6 成本大幅上行，PA6 出口实现大幅增长。公司以高端产品起家，依靠产品在质量、稳定性等多方面的优势，成功实现了国产替代，未来有望抢占出口先机。
- **多项目齐头并进保障长期成长。**截至 22H1 末，公司产能 40 余万吨，产能不足情况下部分产品以租赁与外协加工方式生产；现公司多个项目正在建设中，22Q3 末公司在建工程为 4.60 亿元，环比+42%；随聚合顺鲁化 PA6 项目（一期 18 万吨预计 22Q4 试生产，共 40 万吨）、聚合顺本部尼龙新材料项目（一期 12.4 万吨，共 16.8 万吨）、山东聚合顺 PA66 项目（一期 8 万吨，共 50 万吨）等新项目建设投产，公司产能规模及市占率将实现快速提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 22-24 年公司 EPS 分别为 0.93/1.24/1.75 元/股。考虑公司产品景气、未来增速以及产品布局，维持公司合理价值 18.33 元/股，对应 22 年业绩约 20 倍估值水平，维持“买入”评级。
- **风险提示。**尼龙需求下滑；投产进度低于预期；生产安全事故。

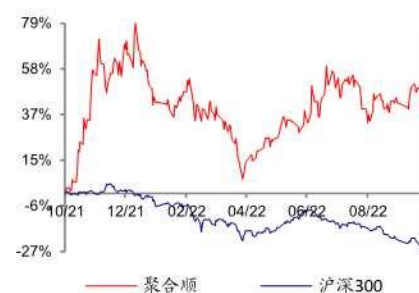
### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2,564	5,405	7,306	9,511	13,095
增长率 (%)	5.7	110.8	35.2	30.2	37.7
EBITDA (百万元)	157	297	384	523	737
归母净利润 (百万元)	116	239	294	390	553
增长率 (%)	15.6	106.2	23.1	32.6	41.9
EPS (元/股)	0.37	0.76	0.93	1.24	1.75
市盈率 (P/E)	27.19	21.03	14.09	10.62	7.49
ROE (%)	9.9	17.4	17.4	18.4	20.3
EV/EBITDA	13.59	11.87	6.69	4.38	2.30

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	13.13 元
合理价值	18.33 元
前次评级	买入
报告日期	2022-10-31

### 相对市场表现



### 分析师:

邓先河



SAC 执证号: S0260521040006



021-38003672



dengxianhe@gf.com.cn

### 分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-23942150



wuxr@gf.com.cn

请注意，邓先河并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

聚合顺 (605166.SH):Q2 业绩稳健，多项目保障公司高速增长 2022-09-03

聚合顺 (605166.SH):成本为盾、产品为矛，高速成长的尼龙行业龙头 2022-05-26

联系人: 丁续

dingxu@gf.com.cn

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>1,716</b>	<b>2,609</b>	<b>3,153</b>	<b>3,839</b>	<b>5,027</b>
货币资金	1,016	1,501	1,572	1,853	2,448
应收及预付	344	376	641	824	1,112
存货	300	439	652	867	1,160
其他流动资产	56	294	288	296	308
<b>非流动资产</b>	<b>577</b>	<b>828</b>	<b>1,106</b>	<b>1,682</b>	<b>2,258</b>
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	500	543	622	900	1,176
在建工程	46	230	430	730	1,030
无形资产	27	47	47	46	45
其他长期资产	3	7	7	7	7
<b>资产总计</b>	<b>2,293</b>	<b>3,437</b>	<b>4,258</b>	<b>5,522</b>	<b>7,285</b>
<b>流动负债</b>	<b>911</b>	<b>1,839</b>	<b>2,334</b>	<b>3,151</b>	<b>4,280</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	843	1,659	2,140	2,885	3,922
其他流动负债	67	180	194	266	358
<b>非流动负债</b>	<b>19</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	19	28	28	28	28
<b>负债合计</b>	<b>930</b>	<b>1,867</b>	<b>2,362</b>	<b>3,179</b>	<b>4,308</b>
股本	316	316	316	316	316
资本公积	503	503	503	503	503
留存收益	349	556	872	1,298	1,903
归属母公司股东权益	1,167	1,374	1,690	2,116	2,721
少数股东权益	196	196	206	227	256
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,293</b>	<b>3,437</b>	<b>4,258</b>	<b>5,522</b>	<b>7,285</b>

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>138</b>	<b>266</b>	<b>369</b>	<b>878</b>	<b>1,191</b>
净利润	116	239	305	410	583
折旧摊销	36	39	44	60	76
营运资金变动	-15	-18	22	410	536
其它	0	6	-2	-3	-4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-91</b>	<b>-369</b>	<b>-298</b>	<b>-597</b>	<b>-596</b>
资本支出	-91	-180	-299	-599	-599
投资变动	0	-45	0	0	0
其他	1	-145	1	2	3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>591</b>	<b>-33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
银行借款	97	18	0	0	0
股权融资	720	0	0	0	0
其他	-226	-50	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>641</b>	<b>-143</b>	<b>71</b>	<b>281</b>	<b>595</b>
期初现金余额	41	682	1,501	1,572	1,853
期末现金余额	682	539	1,572	1,853	2,448

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	5.7%	110.8%	35.2%	30.2%	37.7%
营业利润增长	22.4%	111.9%	33.4%	34.8%	42.0%
归母净利润增长	15.6%	106.2%	23.1%	32.6%	41.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.8%	7.6%	7.8%	8.0%	8.2%
净利率	4.5%	4.4%	4.2%	4.3%	4.4%
ROE	9.9%	17.4%	17.4%	18.4%	20.3%
ROIC	7.9%	14.4%	15.1%	16.6%	18.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.6%	54.3%	55.5%	57.6%	59.1%
净负债比率	68.3%	119.0%	124.6%	135.6%	144.7%
流动比率	1.88	1.42	1.35	1.22	1.17
速动比率	1.36	1.06	0.92	0.80	0.76
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.12	1.57	1.72	1.72	1.80
应收账款周转率	23.75	36.72	30.39	30.72	31.46
存货周转率	8.55	12.32	11.20	10.97	11.29
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.37	0.76	0.93	1.24	1.75
每股经营现金流	0.44	0.84	1.17	2.78	3.78
每股净资产	3.70	4.35	5.36	6.71	8.62
<b>估值比率</b>					
P/E	27.19	21.03	14.09	10.62	7.49
P/B	2.70	3.66	2.45	1.96	1.52
EV/EBITDA	13.59	11.87	6.69	4.38	2.30

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,564</b>	<b>5,405</b>	<b>7,306</b>	<b>9,511</b>	<b>13,095</b>
营业成本	2,339	4,991	6,733	8,745	12,018
营业税金及附加	4	11	15	19	26
销售费用	6	8	11	14	20
管理费用	17	29	39	50	69
研发费用	78	109	168	219	301
财务费用	-3	-12	-15	-17	-22
资产减值损失	-1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	5	0	0	0
投资净收益	1	1	1	2	3
<b>营业利润</b>	<b>128</b>	<b>271</b>	<b>362</b>	<b>488</b>	<b>693</b>
营业外收支	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>129</b>	<b>272</b>	<b>363</b>	<b>489</b>	<b>694</b>
所得税	13	33	58	78	111
<b>净利润</b>	<b>116</b>	<b>239</b>	<b>305</b>	<b>410</b>	<b>583</b>
少数股东损益	0	0	11	21	29
<b>归属母公司净利润</b>	<b>116</b>	<b>239</b>	<b>294</b>	<b>390</b>	<b>553</b>
EBITDA	157	297	384	523	737
EPS (元)	0.37	0.76	0.93	1.24	1.75

## 广发基础化工行业研究小组

- 邓先河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭齐坤：高级分析师，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 丁续：高级研究员，同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 李凌芳：研究员，华东理工大学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。