

三友化工 (600409.SH) 业绩大超预期, 粘短行业持续复苏, 公司未来可期

2020 年 10 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)
金益腾 (分析师)
张晓峰 (联系人)
张玮航 (联系人)

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

zhangweihaang@kysec.cn

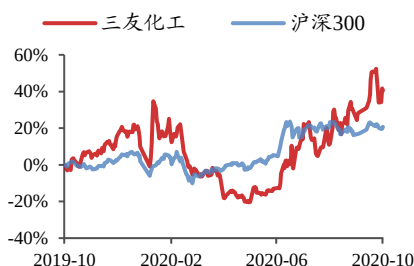
证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790120080059

证书编号: S0790119120025

日期	2020/10/28
当前股价(元)	7.23
一年最高最低(元)	8.12/4.20
总市值(亿元)	149.25
流通市值(亿元)	149.25
总股本(亿股)	20.64
流通股本(亿股)	20.64
近 3 个月换手率(%)	150.22

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-凛冬过后是花开, 粘胶纯碱双龙头将迎来拐点》
-2020.8.29

● 公司 Q3 业绩大超预期, 粘胶短纤行业持续复苏, 维持“买入”评级

10 月 28 日晚, 公司发布《2020 年第三季度报告》, 2020 年前三季度公司实现营收 125.80 亿元 (同比-18.72%), 归母净利润 0.32 亿元 (同比-93.88%)。Q3 单季度公司实现营收 45.98 亿元 (同比-8.03%), 归母净利润 3.02 亿元 (环比扭亏, 同比+119.65%)。受益于 Q3 公司多种产品价格上涨, 公司 Q3 业绩显著改善。当前 PVC 糊价格高位运行, 粘胶短纤景气反转, 未来粘胶短纤价格有望继续上涨, 我们上调公司 2020-2022 年盈利预测, 调整前我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 1.40、13.06、17.19 亿元, 调整后我们预计 2020-2022 年对应的归母净利润分别为 5.12、15.66、17.29 亿元, 对应的 EPS 为 0.25、0.76、0.84 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 29.1、9.5、8.6 倍。粘胶短纤基本面改善, 我们看好公司作为龙头将充分受益, 维持“买入”评级。

● 粘短景气复苏, 纯碱、PVC 糊上涨, 公司归母净利润环比扭亏, 同比增长

受益于产品复苏与价格上涨, 公司 Q3 业绩显著改善。粘短行业长期亏损, Q3 行业 50 万吨产能停滞。根据卓创资讯, Q3 行业开工率约 70%, 而下游纺服订单有所回暖, 公司粘胶短纤含税价格由最低 8,300 元/吨上涨至 9,300 元/吨。公司拥有高白纤维 25 万吨, 9 月公司高白纤维含税均价约为 10,500 元/吨。公司粘胶短纤 Q3 含税均价为 9,420 元/吨。根据我们测算, 公司 9 月粘胶短纤业务实现盈亏平衡。公司含有 PVC 糊产能 8 万吨, Q3 下游手套需求增长, PVC 糊含税价格由 7 月初的 14,000 元/吨上涨至 9 月底的 24,100 元/吨, 带动公司 PVC 含税均价由 Q2 6,081 元/吨上涨至 Q3 8,438 元/吨。公司纯碱权益产能 285 万吨, Q3 纯碱下游玻璃需求向好, 公司纯碱税后均价由 Q2 1,091 元/吨上涨至 Q3 1,244 元/吨。

● 看好粘短行业景气继续上行, 公司未来业绩有望继续增长

目前粘胶短纤行业仍然有 60 万吨高成本产能停滞, 开工负荷率仍低于 80%。随着国内经济逐步复苏, 自 7 月底以来, 棉花和粘胶短纤价差长期超 4,000 元/吨。我们看好未来粘短景气继续上行, 公司作为粘胶短纤龙头业绩有望继续增长。

风险提示: 宏观经济复苏不及预期、下游需求大幅下滑、安全环保生产等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,174	20,515	17,785	20,060	20,716
YOY(%)	-0.1	1.7	-13.3	12.8	3.3
归母净利润(百万元)	1,586	683	512	1,566	1,729
YOY(%)	-16.0	-56.9	-25.0	205.6	10.4
毛利率(%)	26.7	20.1	20.4	25.7	26.3
净利率(%)	7.9	3.3	2.9	7.8	8.3
ROE(%)	14.4	6.1	4.5	12.4	12.4
EPS(摊薄/元)	0.77	0.33	0.25	0.76	0.84
P/E(倍)	9.4	21.9	29.1	9.5	8.6
P/B(倍)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7785	7317	7004	8231	8532
现金	3122	2990	1403	3365	2745
应收票据及应收账款	2451	488	2060	814	2154
其他应收款	105	32	87	48	91
预付账款	164	89	131	118	139
存货	1895	1786	1392	1955	1472
其他流动资产	48	1932	1932	1932	1932
非流动资产	17552	17487	14249	15155	14613
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15272	15574	12561	13438	12971
无形资产	863	836	821	801	772
其他非流动资产	1417	1078	866	917	870
资产总计	25337	24804	21253	23386	23145
流动负债	8938	9855	7272	8498	7492
短期借款	3429	3157	3157	3157	3157
应付票据及应付账款	3872	3094	2920	3415	3071
其他流动负债	1637	3604	1196	1926	1264
非流动负债	4620	2908	1735	1375	732
长期借款	4121	2498	1325	965	323
其他非流动负债	498	409	409	409	409
负债合计	13558	12763	9007	9872	8224
少数股东权益	730	781	815	929	1057
股本	2064	2064	2064	2064	2064
资本公积	3545	3545	3545	3545	3545
留存收益	5391	5602	5957	7025	8178
归属母公司股东权益	11049	11261	11431	12585	13864
负债和股东权益	25337	24804	21253	23386	23145

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1804	980	-278	4867	1209
净利润	1702	740	547	1679	1857
折旧摊销	1003	1099	958	1014	1088
财务费用	417	419	290	248	191
投资损失	-1	-0	-1	-1	-0
营运资金变动	-1416	-1404	-2073	1926	-1928
其他经营现金流	100	126	0	0	0
投资活动现金流	-375	-248	2281	-1920	-546
资本支出	378	260	-3238	906	-542
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	3	12	-957	-1014	-1088
筹资活动现金流	-981	-791	-3589	-985	-1283
短期借款	-419	-272	0	0	0
长期借款	647	-1623	-1173	-360	-642
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	-1210	1105	-2416	-625	-641
现金净增加额	459	-56	-1587	1962	-620

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	20174	20515	17785	20060	20716
营业成本	14790	16395	14154	14909	15265
营业税金及附加	222	180	184	206	209
营业费用	834	918	978	917	968
管理费用	1582	1513	1512	1564	1632
研发费用	48	54	71	45	59
财务费用	417	419	290	248	191
资产减值损失	78	-176	-151	0	0
其他收益	33	58	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1	0
资产处置收益	-2	-1	0	0	0
营业利润	2234	915	747	2171	2393
营业外收入	21	39	33	30	31
营业外支出	146	18	82	84	82
利润总额	2109	936	699	2118	2341
所得税	408	196	152	439	484
净利润	1702	740	547	1679	1857
少数股东损益	115	57	35	114	128
归母净利润	1586	683	512	1566	1729
EBITDA	3498	2302	1845	3289	3551
EPS(元)	0.77	0.33	0.25	0.76	0.84

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-0.1	1.7	-13.3	12.8	3.3
营业利润(%)	-14.3	-59.0	-18.4	190.6	10.2
归属于母公司净利润(%)	-16.0	-56.9	-25.0	205.6	10.4
获利能力					
毛利率(%)	26.7	20.1	20.4	25.7	26.3
净利率(%)	7.9	3.3	2.9	7.8	8.3
ROE(%)	14.4	6.1	4.5	12.4	12.4
ROIC(%)	10.3	4.9	4.2	10.3	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	53.5	51.5	42.4	42.2	35.5
净负债比率(%)	45.3	43.8	31.8	11.9	10.7
流动比率	0.9	0.7	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.4	0.5	0.5	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	7.9	14.0	14.0	14.0	14.0
应付账款周转率	4.0	4.7	4.7	4.7	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.33	0.25	0.76	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.47	-0.13	2.36	0.59
每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.45	5.54	6.10	6.72
估值比率					
P/E	9.4	21.9	29.1	9.5	8.6
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.0	9.1	10.6	5.3	4.9

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