

粘胶短纤价格持续回升，公司业绩弹性大 买入（维持）

2021 年 01 月 18 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	20,515	19,664	24,141	25,212
同比（%）	1.7%	-4.1%	22.8%	4.4%
归母净利润（百万元）	683	616	2,016	2,495
同比（%）	-56.5%	-11.0%	228.4%	23.9%
每股收益（元/股）	0.33	0.30	0.98	1.21
P/E（倍）	35.91	39.78	12.17	9.83

事件：

据百川资讯数据，粘胶短纤最新（2021.1.18）报价上涨至 13050 元/吨，近一个月上涨 2550 元/吨，月涨幅达 24%（2020.12.18~2021.1.18）。

投资要点

■ **粘胶短纤价格持续回升，公司业绩弹性大。**公司具备粘胶短纤年产能 78 万吨/年，产能位居国内第二（第一为外资企业赛得利），粘胶短纤含税价格每上涨 1000 元/吨，业绩增厚约 5 亿元。

■ **粘胶短纤格局优化，看好短、中长期维度景气上行。**从行业格局看，行业的长期亏损导致个别小产能退出，叠加头部企业的扩产，近年来市场集中度不断提升，行业外搅局者进入意愿不高，格局不断优化。景气度方面，短期看，疫情带动无纺布产线的集中投产，对粘胶短纤短期需求形成强支撑，且对应高白纤维国内主要由三友化工和赛得利供应；中长期看，人工等成本不断推高棉花成本，棉花-粘胶短纤价差达到 4000 元/吨左右的历史高位，粘胶短纤价格仍处在历史低位，具备长期上行动力。

■ **一体化循环经济效益显著。**公司在国内首创以“两碱一化”为主，热力供应、精细化工等为辅的较为完善的循环经济体系，以氯碱为中枢，纯碱、粘胶短纤维、有机硅等产品上下游有机串联，实现了资源的循环利用和能量的梯级利用，达到了增产、增效，降成本、降能耗，节水、节电、节汽的良好效果。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 6.16 亿元、20.16 亿元和 24.95 亿元，EPS 分别为 0.30 元、0.98 元和 1.21 元，当前股价对应 PE 分别为 40X、12X、10X。考虑到 2021 年粘胶短纤的景气度回升，维持对公司的“买入”评级。

■ **风险提示：**产品价格下滑的风险；原材料价格大幅上行的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.88
一年最低/最高价	4.06/12.00
市净率(倍)	2.24
流通 A 股市值(百万元)	24524.47

基础数据

每股净资产(元)	5.31
资产负债率(%)	51.88
总股本(百万股)	2064.35
流通 A 股(百万股)	2064.35

相关研究

1、《三友化工（600409）：粘胶和纯碱双龙头，顺周期优质标的》2020-12-01

三友化工三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,317	7,187	6,608	8,568	营业收入	20,515	19,664	24,141	25,212
现金	2,990	240	1,438	1,105	减:营业成本	16,395	15,875	17,911	18,224
应收账款	488	3,032	796	3,440	营业税金及附加	180	204	248	255
存货	1,786	1,778	2,243	1,848	营业费用	918	871	1,039	1,093
其他流动资产	2,054	2,137	2,132	2,176	管理费用	1,568	1,528	1,868	1,968
非流动资产	17,487	15,898	18,470	18,138	研发费用	54	25	38	50
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	419	324	329	279
固定资产	15,574	14,093	16,640	16,396	资产减值损失	-176	0	0	0
在建工程	638	545	590	531	加:投资净收益	0	1	1	0
无形资产	836	821	801	772	其他收益	58	27	34	38
其他非流动资产	439	439	440	440	资产处置收益	-1	-1	-1	-1
资产总计	24,804	23,085	25,078	26,707	营业利润	915	889	2,780	3,430
流动负债	9,855	8,650	8,996	9,060	加:营业外净收支	21	-48	-54	-51
短期借款	3,157	3,157	3,157	3,157	利润总额	936	841	2,727	3,378
应付账款	3,094	4,209	3,700	4,511	减:所得税费用	196	183	565	699
其他流动负债	3,604	1,285	2,139	1,393	少数股东损益	57	42	146	185
非流动负债	2,908	2,078	1,974	1,309	归属母公司净利润	683	616	2,016	2,495
长期借款	2,498	1,668	1,564	900	EBIT	1,203	1,053	2,946	3,572
其他非流动负债	409	409	409	409	EBITDA	2,302	2,010	4,012	4,774
负债合计	12,763	10,728	10,970	10,369	重要财务与估值指标				
少数股东权益	781	823	969	1,154	每股收益(元)	0.33	0.30	0.98	1.21
归属母公司股东权益	11,261	11,535	13,139	15,184	每股净资产(元)	5.45	5.59	6.36	7.36
负债和股东权益	24,804	23,085	25,078	26,707	发行在外股份(百万股)	2064	2064	2064	2064
现金流量表(百万元)					ROIC(%)	5.8%	4.9%	13.5%	14.9%
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	6.1%	5.3%	15.3%	16.4%
经营活动现金流	980	-100	5,581	1,932	毛利率(%)	20.1%	19.3%	25.8%	27.7%
投资活动现金流	-248	630	-3,638	-872	销售净利率(%)	3.3%	3.1%	8.3%	9.9%
筹资活动现金流	-791	-3,280	-745	-1,394	资产负债率(%)	51.5%	46.5%	43.7%	38.8%
现金净增加额	-56	-2,750	1,198	-333	收入增长率(%)	1.7%	-4.1%	22.8%	4.4%
折旧和摊销	1,099	958	1,066	1,202	净利润增长率(%)	-56.5%	-11.0%	228.4%	23.9%
资本开支	260	-1,589	2,571	-331	P/E	35.91	39.78	12.17	9.83
营运资本变动	-1,404	-2,041	2,024	-2,230	P/B	2.18	2.13	1.87	1.62
					EV/EBITDA	13.28	15.30	7.40	6.19

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>