

三友化工 (600409.SH) 史上最佳 Q4 业绩验证周期反转，新规项目助力成长

2021 年 04 月 09 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（联系人）
龚道琳（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

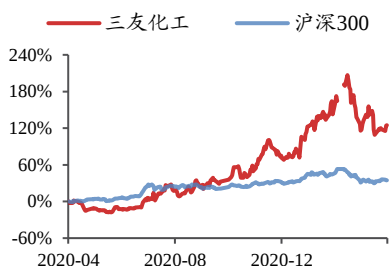
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790120080059

证书编号：S0790120010015

日期	2021/4/8
当前股价(元)	11.19
一年最高最低(元)	16.00/4.20
总市值(亿元)	231.00
流通市值(亿元)	231.00
总股本(亿股)	20.64
流通股本(亿股)	20.64
近 3 个月换手率(%)	135.69

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-业绩大超预期，粘短行业持续复苏，公司未来可期》
-2020.10.28

《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

● 2020 年公司实现史上最佳 Q4 业绩，验证周期反转，维持公司“买入”评级

4 月 8 日公司发布 2020 年年度报告，公司全年实现营业收入共计 177.80 亿元，较 2019 年下降 13.33%；实现归母净利润 7.17 亿元，同比增长 5.00%。其中，公司实现史上最佳 Q4 业绩。Q4 单季度共实现营收 52.00 亿元，同比增长 3.23%；实现归母净利润 6.85 亿元，同比大幅增长 341.26%。2020 年下半年以来，国内外经济逐步复苏，公司主营产品粘胶短纤、纯碱等产品景气度逐步复苏，我们上调 2021-2022 年盈利预测及新增 2023 年盈利预测：预计 2021-2023 年，公司归母净利润分别为 30.31（+14.65）、30.46（+13.17）以及 33.34 亿元，对应 EPS 分别为 1.47（+0.71）、1.48（+0.64）以及 1.61 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 7.6、7.6 和 6.9 倍，维持公司“买入”评级。

● 粘短景气上行带动公司业绩增长，光伏玻璃密集待投看好纯碱价格上涨

2020 年 Q4 印度纺织订单内流，带动粘胶短纤价格不断上涨。根据公司年报，公司粘短不含税平均售价由 Q3 的 8,336.43 元/吨上涨至 Q4 的 9,410.37 元/吨，环比大幅增长 12.88%。粘胶行业 2021 年无大规模扩产，海外疫情缓解有望进一步带动粘短价格继续上涨。根据百川盈孚统计数据，未来光伏玻璃在建、拟建日熔量达 68,780 吨，有望带动纯碱需求 502 万吨，看好未来纯碱或将供不应求。未来粘胶短纤、纯碱上行动力充足，公司作为粘胶短纤、纯碱双龙头有望充分受益。

● 公司“十四五”规划新项目，助力公司未来成长

“十四五”期间，公司拟建 20 万吨/年新溶剂法绿色纤维素纤维和 20 万吨/年有机硅项目，预计分别投资 16.35 和 9.75 亿元，年实现净利润分别为 2.34 亿元和 1.6 亿元；拟建热电联产项目，预计投资 4.52 亿元，年均利润总额达 4,090.23 万元；适时启动共约 80 万吨/年石化、利用浓海水配套发展 30 万吨/年离子膜烧碱项目、30 万吨/年乙烯氯化法特种 PVC 树脂项目。公司“十四五”期间进行新一轮资本开支，成长属性进一步凸显，充分看好公司未来发展。

● **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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	20,515	17,780	25,055	24,220	24,352
YOY(%)	1.7	-13.3	40.9	-3.3	0.5
归母净利润(百万元)	683	717	3,031	3,046	3,334
YOY(%)	-56.9	5.0	322.6	0.5	9.5
毛利率(%)	20.1	18.3	31.0	30.7	31.3
净利率(%)	3.3	4.0	12.1	12.6	13.7
ROE(%)	6.1	6.0	20.6	17.5	16.3
EPS(摊薄/元)	0.33	0.35	1.47	1.48	1.61
P/E(倍)	33.8	32.2	7.6	7.6	6.9
P/B(倍)	2.1	2.0	1.6	1.3	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)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	7317	7153	6885	8363	14051
现金	2990	2802	994	4177	8165
应收票据及应收账款	488	405	854	363	860
其他应收款	32	26	56	24	57
预付账款	89	105	169	96	170
存货	1786	1392	2389	1282	2376
其他流动资产	1932	2423	2423	2423	2423
非流动资产	17487	17140	22145	20211	19031
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15574	15433	20155	18338	17243
无形资产	836	862	844	818	796
其他非流动资产	1078	845	1146	1055	992
资产总计	24804	24293	29030	28574	33082
流动负债	9855	8473	9801	7557	9769
短期借款	3157	2453	2453	2453	2453
应付票据及应付账款	3094	2956	4244	2747	4218
其他流动负债	3604	3063	3104	2357	3097
非流动负债	2908	3375	3547	2427	1455
长期借款	2498	2838	3010	1890	919
其他非流动负债	409	537	537	537	537
负债合计	12763	11847	13348	9984	11225
少数股东权益	781	804	1010	1219	1443
股本	2064	2064	2064	2064	2064
资本公积	3545	3545	3545	3545	3545
留存收益	5602	5976	8321	10698	13325
归属母公司股东权益	11261	11642	14672	17372	20414
负债和股东权益	24804	24293	29030	28574	33082

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	980	2086	5103	4249	5492
净利润	740	753	3237	3254	3558
折旧摊销	1099	1138	1150	1329	1336
财务费用	419	281	281	210	91
投资损失	-0	-17	-5	-6	-7
营运资金变动	-1404	-276	441	-540	513
其他经营现金流	126	207	-0	-0	-0
投资活动现金流	-248	-120	-6150	610	-149
资本支出	260	130	5005	-1934	-1180
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	12	10	-1145	-1324	-1329
筹资活动现金流	-791	-1908	-761	-1677	-1355
短期借款	-272	-703	0	0	0
长期借款	-1623	339	172	-1119	-972
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	1105	-1544	-933	-557	-383
现金净增加额	-56	55	-1808	3182	3988

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	20515	17780	25055	24220	24352
营业成本	16395	14529	17290	16786	16725
营业税金及附加	180	215	268	258	257
营业费用	918	180	1002	969	974
管理费用	1513	1451	2130	1817	1826
研发费用	54	193	271	162	122
财务费用	419	281	281	210	91
资产减值损失	-176	-144	-213	0	0
其他收益	58	64	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	17	5	6	7
资产处置收益	-1	-2	0	0	0
营业利润	915	857	4032	4024	4363
营业外收入	39	65	38	41	46
营业外支出	18	37	73	68	49
利润总额	936	885	3997	3997	4360
所得税	196	133	761	742	802
净利润	740	753	3237	3254	3558
少数股东损益	57	36	206	208	225
归母净利润	683	717	3031	3046	3334
EBITDA	2302	2275	5335	5478	5706
EPS(元)	0.33	0.35	1.47	1.48	1.61

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	1.7	-13.3	40.9	-3.3	0.5
营业利润(%)	-59.0	-6.3	370.2	-0.2	8.4
归属于母公司净利润(%)	-56.9	5.0	322.6	0.5	9.5
获利能力					
毛利率(%)	20.1	18.3	31.0	30.7	31.3
净利率(%)	3.3	4.0	12.1	12.6	13.7
ROE(%)	6.1	6.0	20.6	17.5	16.3
ROIC(%)	4.9	5.2	16.0	14.8	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	51.5	48.8	46.0	34.9	33.9
净负债比率(%)	43.8	34.1	35.5	6.8	-16.9
流动比率	0.7	0.8	0.7	1.1	1.4
速动比率	0.4	0.4	0.2	0.6	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	14.0	39.8	39.8	39.8	39.8
应付账款周转率	4.7	4.8	4.8	4.8	4.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.35	1.47	1.48	1.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	1.01	2.47	2.06	2.66
每股净资产(最新摊薄)	5.45	5.64	7.11	8.42	9.89
估值比率					
P/E	33.8	32.2	7.6	7.6	6.9
P/B	2.1	2.0	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	12.7	12.4	5.6	4.7	3.7

数据来源：贝格数据、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