

公司研究

20 年业绩实现反转，下游需求复苏有望带动 21 年业绩大幅增长

——三友化工（600409.SH）2020 年年报点评

买入（维持）

当前价：10.93 元

作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyul@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

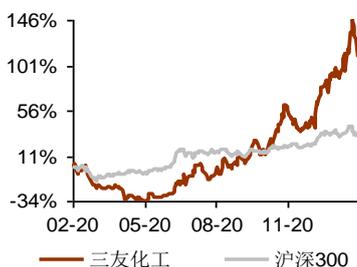
010-57378026

zhaond@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.64
总市值(亿元)	225.63
一年最低/最高(元)	4.06/16.00
近3月换手率	139.15%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.63	4.44	90.92
绝对	-5.44	-3.01	125.08

资料来源：Wind

相关研报

要点

事件：

2021年4月9日，公司发布2020年年报，报告期内实现营收177.80亿元，同比下降13.33%；实现归母净利润7.17亿元，同比增加5%，折EPS 0.35元。2020年Q4实现营收52.00亿元，同比增加3.24%；实现归母净利润6.85亿元，同比增长341.94%。

点评：

下游需求景气恢复，PVC和有机硅价格同比大幅提升：20年下半年以来，随着国内疫情得到有效控制，稳增长政策落地带来的终端需求景气恢复趋势正逐渐向上游传导，带动公司产品价格一路走高。从公司经营数据来看，2020年Q4纯碱均价为1365元/吨，环比+9.7%，同比-4.2%；粘胶短纤均价9410元/吨，环比+13%，同比-2.5%；烧碱均价1355元/吨，环比+5.5%，同比-41.2%；PVC均价8783元/吨，环比+17.6%，同比+40.2%；有机硅均价为18349元/吨，环比+29.1%，同比+25.4%。其中，PVC和有机硅销售价格同比实现大幅上升，其他产品价格也均实现环比增长，带动公司实现业绩反转。

四季度产品价差环比上行，公司成功实现扭亏为盈：基建、房地产、汽车、纺织业持续复苏带动纯碱、PVC、粘胶短纤等产品需求强劲，一次性手套需求持续上升。2020年Q4来看，纯碱（氨碱法）价差886元/吨，环比+11.4%，同比-4.5%；粘胶短纤价差3850元/吨，环比+34.1%，同比+40.0%；PVC（电石法）价差5314元/吨，环比+14.0%，同比+55.0%。2020年四季度以来，公司纯碱、PVC、粘胶短纤等产品价差环比上行，产销表现亮眼，公司成功实现扭亏为盈。

纯碱和粘胶短纤有望景气反转，公司作为行业龙头将持续受益：粘胶方面，随着疫苗普及进程提速，有效需求将在全球范围内进一步回暖，下游纺织行业持续复苏、海外订单回流及粘胶短纤对棉花的替代效应显现。从供给端来看，行业有效产能相较19年同期还未完全复苏，公司产品价格有望在供需错配的行市下进一步上涨，特别是粘胶短纤价格已经迎来拐点。伴随粘胶短纤全行业亏损加速中小产能出清，行业集中度进一步提升，公司作为国内粘胶短纤龙头，产能合计达到78万吨，凭借行业领先的研发能力、客户粘性等优势将有望持续受益。**纯碱方面**，受环保政策影响，行业产能进一步收缩，且未来新增产能较少，行业集中度将不断提升。同时伴随疫苗接种进程加快，全球经济复苏，房地产和汽车领域内消费需求恢复，直接影响下游玻璃需求并带动纯碱行业。预计未来纯碱行业景气度有望上行。公司作为纯碱行业的龙头，将发挥产能及产业链优势，在行业景气度上升时优先受益。

新一轮资本开支开启，持续看好公司未来成长：未来两年内，公司拟投资9.75亿元扩建年产20万吨有机硅单体项目，使有机硅单体总产能达到40万吨/年，从而保持公司规模经济优势，进一步降低成本，优化产品结构，推动公司下游高附加值产品发展，延伸循环经济产业链，提升企业综合竞争力，公司公告称项目投产后预计年新增销售收入13.68亿元，实现利润2.2亿元，实现净利1.6亿元；拟投资16.35亿元建设20万吨/年新溶剂法绿色纤维素纤维项目（一期），即6万吨/年新溶剂法绿色纤维素纤维项目，项目产品莱赛尔纤维是一种新型可降解再生纤维素纤维，具备多种优良性能，且生产工艺符合环保要求，具备广阔发展前景，可进一步提升公

司市场竞争力并优化产业布局，公司公告称项目投产后预计可实现净利润 2.34 亿元。同时为满足新项目建设的电力和热力需求，公司拟投建热电联产项目，包括 1 台 30MW 抽背式汽轮发电机组、1 台 480t/h 高温高压煤粉锅炉以及烟气脱硫、脱硝及除尘装置等辅助设施，该项目可有效提高能源利用率和改善环境。“十四五”期间，公司将继续做大做强有机硅产业，同时加速布局新型绿色纤维素纤维，随着新项目逐步投产，公司未来成长空间持续扩大。

盈利预测、估值与评级：随着疫情得以控制，下游需求景气恢复，公司产品价差大幅提升，多个新项目投建，我们上调公司 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年净利润分别为 30.10（上调 280.1%）/34.12（上调 157.5%）/36.85 亿元，折合 EPS1.46/1.65/1.78 元，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格大幅下滑；新项目建设进程不及预期；全球经济复苏进程不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	20,515	17,780	20,724	22,637	24,735
营业收入增长率	1.69%	-13.33%	16.55%	9.23%	9.27%
净利润（百万元）	683	717	3,010	3,412	3,685
净利润增长率	-56.94%	5.00%	319.74%	13.37%	7.99%
EPS（元）	0.33	0.35	1.46	1.65	1.78
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.06%	6.16%	21.28%	22.00%	21.83%
P/E	33	31	7	7	6
P/B	2.0	1.9	1.6	1.5	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-09

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	20,515	17,780	20,724	22,637	24,735
营业成本	16,395	14,529	14,591	15,745	17,319
折旧和摊销	1,099	1,137	1,184	1,190	1,195
税金及附加	180	215	251	274	299
销售费用	918	180	210	229	250
管理费用	1,513	1,451	1,691	1,847	2,018
研发费用	54	193	225	246	268
财务费用	419	281	195	188	141
投资收益	0	17	17	17	17
营业利润	915	857	3,738	4,195	4,532
利润总额	936	885	3,713	4,203	4,536
所得税	196	133	667	755	815
净利润	740	753	3,046	3,448	3,721
少数股东损益	57	36	36	36	36
归属母公司净利润	683	717	3,010	3,412	3,685
EPS(按最新股本计)	0.33	0.35	1.46	1.65	1.78

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	980	2,086	3,293	4,791	4,990
净利润	683	717	3,010	3,412	3,685
折旧摊销	1,099	1,137	1,184	1,190	1,195
净营运资金增加	421	-996	1,903	592	678
其他	-1,223	1,229	-2,804	-402	-567
投资活动产生现金流	-248	-120	-109	-138	-113
净资本支出	-248	-124	-130	-130	-130
长期投资变化	0	-95	0	0	0
其他资产变化	0	99	21	-8	17
融资活动现金流	-791	-1,908	230	-4,079	-4,248
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-52	-1,242	931	-1,845	-1,791
无息负债变化	-744	327	-641	338	374
净现金流	-56	55	3,415	574	629

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	20.1%	18.3%	29.6%	30.4%	30.0%
EBITDA 率	14.1%	13.9%	23.7%	24.6%	23.7%
EBIT 率	8.7%	7.5%	18.0%	19.3%	18.9%
税前净利润率	4.6%	5.0%	17.9%	18.6%	18.3%
归母净利润率	3.3%	4.0%	14.5%	15.1%	14.9%
ROA	3.0%	3.1%	11.2%	12.8%	13.8%
ROE (摊薄)	6.1%	6.2%	21.3%	22.0%	21.8%
经营性 ROIC	5.8%	6.0%	13.3%	16.3%	17.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	51%	49%	45%	39%	34%
流动比率	0.74	0.84	1.25	1.65	2.25
速动比率	0.56	0.68	1.09	1.44	1.96
归母权益/有息债务	1.42	1.74	1.85	2.68	4.23
有形资产/有息债务	2.97	3.43	3.38	4.44	6.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	24,804	24,293	27,123	27,019	27,006
货币资金	2,990	2,802	6,217	6,791	7,420
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	488	405	479	521	568
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	32	26	31	34	37
存货	1,786	1,392	1,398	1,509	1,660
其他流动资产	1,932	2,423	2,717	2,908	3,118
流动资产合计	7,317	7,153	10,946	11,876	12,928
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	95	95	95
固定资产	15,574	15,433	14,394	13,342	12,281
在建工程	636	311	286	267	253
无形资产	834	862	862	863	864
商誉	2	2	2	2	2
其他非流动资产	50	38	38	38	38
非流动资产合计	17,487	17,140	16,177	15,142	14,078
总负债	12,763	11,847	12,137	10,631	9,214
短期借款	3,157	2,453	3,351	2,878	1,054
应付账款	2,650	2,456	2,466	2,661	2,927
应付票据	444	501	503	543	597
预收账款	484	55	65	71	77
其他流动负债	-1	27	27	27	27
流动负债合计	9,855	8,473	8,729	7,190	5,739
长期借款	671	1,281	1,315	1,348	1,381
应付债券	1,827	1,557	1,557	1,557	1,557
其他非流动负债	293	390	390	390	390
非流动负债合计	2,908	3,375	3,408	3,441	3,475
股东权益	12,042	12,446	14,986	16,388	17,792
股本	2,064	2,064	2,064	2,064	2,064
公积金	4,024	4,064	4,365	4,577	4,577
未分配利润	5,123	5,458	7,661	8,815	10,183
归属母公司权益	11,261	11,642	14,146	15,512	16,881
少数股东权益	781	804	840	876	912

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.47%	1.01%	1.01%	1.01%	1.01%
管理费用率	7.38%	8.16%	8.16%	8.16%	8.16%
财务费用率	2.04%	1.58%	0.94%	0.83%	0.57%
研发费用率	0.27%	1.08%	1.08%	1.08%	1.08%
所得税率	21%	15%	18%	18%	18%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.17	0.25	0.99	1.12	1.21
每股经营现金流	0.47	1.01	1.60	2.32	2.42
每股净资产	5.45	5.64	6.85	7.51	8.18
每股销售收入	9.94	8.61	10.04	10.97	11.98

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	33	31	7	7	6
PB	2.0	1.9	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	12.2	13.6	6.5	5.4	4.8
股息率	1.5%	2.2%	9.1%	10.3%	11.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE