

20年业绩逐季改善，看好未来周期成长属性

核心观点：

- **事件** 公司发布 2020 年年度报告，实现营业收入 177.8 亿元，同比减少 13.3%；归母净利润 7.2 亿元，同比增长 5.0%。公司计划每 10 股派息 2.45 元（含税），占归母净利润比率为 70.53%。
- **2020 年业绩逐季改善，期间费用率下降带来净利率提升** 公司全年营收与归母净利润前低后高。分季度来看，Q1-Q4 营收分别为 40.2、39.6、46.0、52.0 亿元，归母净利润分别为-2.1、-0.6、3.0、6.9 亿元。受新冠疫情影响，公司主要产品价格在 20Q1 大幅下降，使得全年毛利率同比降低 1.8PCT 至 18.3%。但由于期间费用率下降 2.3PCT 至 11.8%，使得净利率提升 0.6PCT 至 4.23%。具体来看，销售费用降低主要系 2020 年起公司执行新收入准则，将部分销售费用（主要为一票制运费）计入合同履约成本；管理费用减少主要系职工薪酬费用降低；研发费用提升主要因公司加大研发与技改投入；财务费用降低主要系人民币升值带来约 0.41 亿元汇兑收益及利息支出同比减少。
- **2021 年以来主要产品价格大幅上涨，预计未来一段时间仍将维持高位** 2021 年以来，公司主要产品价格大幅上涨，粘胶短纤、纯碱、PVC、糊树脂（手套料）、DMC 等产品 21Q1 均价同比 20Q1 分别上涨 50.2%、0.4%、26.8%、151.6%、28.9%；同比 19Q1 分别变化 8.4%、-17.7%、23.8%、219.8%、21.4%。考虑到地产竣工周期、以及国内外疫苗接种有序推进，纯碱、PVC、DMC 等产品需求刚性，预计仍将维持价格高位甚至小幅上涨。在下游服装消费复苏态势明显、印度纺织订单回流等多重因素利好影响下，粘胶短纤价格有望继续上行。烧碱价格受供需改善影响，存在底部回升预期。
- **计划投资绿色纤维素、有机硅项目，有望拉动公司快速成长** 公司计划建设 20 万吨/年新溶剂法绿色纤维素纤维项目（一期 6 万吨/年），属新型可降解的再生纤维素纤维，具有天然纤维和合成纤维的多种优良性能，且 99.7% 以上可回收。预计该项目将进一步完善公司产品结构、提高产品差别化率，提升公司在再生纤维素纤维行业整体竞争力；计划投资年产 20 万吨有机硅扩建工程项目，使有机硅单体总产能达到 40 万吨/年，步入行业第一梯队，提高话语权，顺应行业发展趋势，以提高公司整体经济效益。
- **投资建议** 我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 244、237、245 亿元，同比变化 37.0%、-2.8%、3.4%；归母净利润分别为 31.8、32.2、33.4 亿元，同比变化 343.3%、1.3%、3.8%；每股收益（EPS）分别为 1.54、1.56、1.62 元，对应 PE 分别为 7.1、7.0、6.8 倍。看好公司未来周期成长属性，维持“推荐”评级。

三友化工(600409.SH)

推荐(维持评级)

分析师

任文坡

☎: 8610-80927675

✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

林相宜

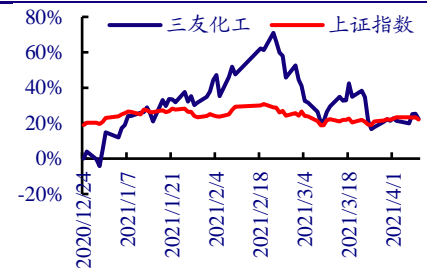
☎: 8610-80927677

✉: linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050007

市场表现

2021.04.09



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

相关研究

【银河化工】行业点评_化工行业_纺服加速复苏，粘胶短纤行业将进入上行周期_20210108

【银河化工】公司点评报告_化工行业_三友化工(600409.SH)_Q3 业绩显著改善，“价格上涨+规模优势”释放业绩弹性_2020-10-29

【银河化工】公司深度报告_化工行业_三友化工(600409.SH)_纯碱、糊树脂价格大涨，规模优势释放业绩弹性_2020-09-28

● **主要财务指标**

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	17,780.28	24,353.82	23,669.84	24,483.70
增长率(%)	-13.33%	36.97%	-2.81%	3.44%
归母净利润(百万元)	717.06	3,178.54	3,220.40	3,342.15
增长率(%)	5.00%	343.28%	1.32%	3.78%
EPS(元)	0.35	1.54	1.56	1.62
PE	31.47	7.10	7.01	6.75

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究院

- **风险提示** 原材料价格大幅上涨的风险, 主营产品价格下降的风险, 汇率大幅波动的风险, 新建项目进展不及预期的风险等。

分析师简介及承诺

分析师：任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

分析师：林相宜，南开大学金融硕士、学士，中国注册会计师。曾任职于安永华明会计师事务所。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事纺织服装行业和化工行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤磊 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn