

三友化工 (600409)

证券研究报告

2021年07月08日

上半年业绩好于预期，三季度有望进一步改善

业绩好于预期

公司发布 2021 年半年度业绩预告, 预计实现归属于上市公司股东的净利润 11.5-12 亿元, 将实现扭亏为盈; 预计实现归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 11.2-11.7 亿元。业绩好于我们预期。

主要产品价格大幅上涨, 上半年实现扭亏为盈

上半年公司净利润大幅增长主要系主导产品粘胶短纤、纯碱、PVC、DMC 售价同比大幅上涨所致。具体来看, 二季度纯碱/粘胶短纤/烧碱/DMC/PVC 均价分别为 1938/14147/597/27912/9032 元/吨, 分别同比 36.31%/59.52%/-6.02%/76.92%/53.4%; 纯碱-原盐-动力煤/粘胶短纤-溶解浆价差分别同比上涨 32.93%/58.80%, 达到 1309/4684 元/吨。

主要产品供需向好, 三季度业绩有望改善

根据百川资讯显示, 截至 2021 年 7 月 2 日, 重质纯碱市场现价为 2150 元/吨, 较 Q2 均价高 10.9%, 粘胶短纤市场现价为 1.23 万元/吨, 较 Q2 均价低 0.13%。我们认为 3 季公司业绩有望上行, 主要系 1) 受天气等因素影响, 大豆玉米价格持续上涨至近 8 年高位, 同时棉花现货价格也随之上涨, 达到 1.62 万元/吨 (此价格截至 2021 年 7 月 2 日) 处于近 8 年高位。考虑到棉花与粘胶价差超 3 千元历史高位, 预计 3 季度旺季叠加替代效应粘胶需求有望明显改善, 驱动价格上行。2) 行业洗牌彻底, 集中度高 CR3 占比约 6 成, 同时今明两年无新产能, 龙头话语权提高。2021 年 7 月 5 日龙头三友化工宣布提价 300 元/吨, 下游采购明显放量。3) 光伏玻璃产能陆续投产, 纯碱供需改善价格有望持续上行。纯碱和粘胶每涨 100 元/吨, 年化净利润增加 2.14 亿和 0.6 亿, 业绩弹性大。

产能扩张彰显信心, 龙头优势显著

公司是国内纯碱和粘胶短纤双龙头, 成本优势明显龙头地位稳固。行业龙头宣布剥离粘胶业务, 但公司拟扩产 20 万吨高端粘胶纤维, 充分证明公司竞争力。目前, 疫情进入平稳期, 预计对外需的负面影响将持续减弱, 粘胶出口有望恢复。同时, 光伏玻璃产能集中释放, 对纯碱需求拉动明显, 而新增产能有限, 纯碱价格也有望持续复苏。

盈利预测与估值: 维持公司 2021-2023 年净利润预测分别为 35.9/42.6/43.8 亿元, 现价对应 PE6.07/5.11/4.97 倍。公司是纯碱、粘胶双龙头, 成本优势明显, 产能扩张打开未来成长空间, 维持“买入”评级。

风险提示: 预告为初步核算数据, 以中报为准; 原料及产品价格大幅波动; 汇率及贸易风险; 安全环保政策风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	20,515.13	17,780.28	24,364.81	24,364.81	27,930.33
增长率(%)	1.69	(13.33)	37.03	0.00	14.63
EBITDA(百万元)	2,783.78	2,703.49	5,501.78	6,239.40	6,263.71
净利润(百万元)	682.92	717.06	3,590.45	4,259.39	4,381.34
增长率(%)	(56.94)	5.00	400.72	18.63	2.86
EPS(元/股)	0.33	0.35	1.74	2.06	2.12
市盈率(P/E)	31.89	30.37	6.07	5.11	4.97
市净率(P/B)	1.93	1.87	1.54	1.28	1.08
市销率(P/S)	1.06	1.22	0.89	0.89	0.78
EV/EBITDA	6.59	9.37	4.41	3.13	2.71

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学原料
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.55 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,064.35
流通 A 股股本(百万股)	2,064.35
A 股总市值(百万元)	21,778.89
流通 A 股市值(百万元)	21,778.89
每股净资产(元)	5.93
资产负债率(%)	49.02
一年内最高/最低(元)	16.00/4.93

作者

李辉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040001
huili@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《三友化工-季报点评:逐季改善, 业绩超预期》 2021-04-30
- 《三友化工-年报点评报告:烈火真金, 十四五再上新台阶》 2021-04-09
- 《三友化工-季报点评:V 型反转, 弹性十足》 2020-10-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,989.82	2,802.50	4,872.96	8,528.86	10,458.46
应收票据及应收账款	488.10	405.14	3,221.40	405.14	3,752.11
预付账款	89.44	104.64	181.40	92.40	234.61
存货	1,785.55	1,391.69	2,565.63	1,093.70	3,399.62
其他	1,964.11	2,449.09	1,589.65	1,967.02	2,087.54
流动资产合计	7,317.03	7,153.06	12,431.04	12,087.11	19,932.33
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	15,573.70	15,433.32	14,906.48	14,341.64	13,750.01
在建工程	638.36	312.74	247.64	208.59	185.15
无形资产	835.70	861.68	837.44	813.20	788.96
其他	439.35	532.52	446.99	473.53	483.64
非流动资产合计	17,487.11	17,140.26	16,438.55	15,836.97	15,207.77
资产总计	24,804.15	24,293.32	28,869.59	27,924.07	35,140.10
短期借款	3,156.59	2,453.37	2,625.02	1,400.00	1,000.00
应付票据及应付账款	3,094.20	2,956.38	4,641.38	2,332.99	6,028.80
其他	3,603.95	3,062.91	3,194.62	3,000.03	3,807.55
流动负债合计	9,854.74	8,472.66	10,461.02	6,733.03	10,836.34
长期借款	671.11	1,281.33	800.00	600.00	400.00
应付债券	1,827.27	1,556.53	2,035.04	1,806.28	1,799.28
其他	409.46	536.92	481.52	475.97	498.14
非流动负债合计	2,907.84	3,374.77	3,316.56	2,882.25	2,697.42
负债合计	12,762.58	11,847.43	13,777.58	9,615.27	13,533.76
少数股东权益	780.67	804.02	992.99	1,228.22	1,458.82
股本	2,064.35	2,064.35	2,064.35	2,064.35	2,064.35
资本公积	3,544.88	3,544.88	3,544.88	3,544.88	3,544.88
留存收益	9,146.97	9,521.35	12,034.66	15,016.23	18,083.17
其他	(3,495.30)	(3,488.72)	(3,544.88)	(3,544.88)	(3,544.88)
股东权益合计	12,041.57	12,445.89	15,092.01	18,308.80	21,606.34
负债和股东权益总计	24,804.15	24,293.32	28,869.59	27,924.07	35,140.10

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	740.00	752.90	3,590.45	4,259.39	4,381.34
折旧摊销	1,098.97	1,137.90	816.18	828.13	839.30
财务费用	400.60	345.38	239.23	123.49	(1.40)
投资损失	(0.02)	(17.12)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(3,745.80)	8.94	(1,331.67)	1,152.70	(1,201.87)
其它	2,485.84	(141.87)	188.97	235.23	230.60
经营活动现金流	979.58	2,086.14	3,503.15	6,598.93	4,247.97
资本支出	1,045.08	569.33	255.40	205.55	177.83
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,293.24)	(689.51)	(455.40)	(405.55)	(377.83)
投资活动现金流	(248.16)	(120.18)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
债权融资	7,937.86	6,695.94	6,835.78	5,494.05	4,688.68
股权融资	(417.51)	(274.21)	(295.39)	(123.49)	1.40
其他	(8,311.01)	(8,329.34)	(7,773.08)	(8,113.60)	(6,808.45)
筹资活动现金流	(790.67)	(1,907.61)	(1,232.69)	(2,743.03)	(2,118.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(59.25)	58.35	2,070.47	3,655.89	1,929.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	20,515.13	17,780.28	24,364.81	24,364.81	27,930.33
营业成本	16,395.43	14,528.99	16,950.35	16,224.68	19,377.73
营业税金及附加	179.52	215.09	292.38	292.38	335.16
营业费用	918.01	180.07	243.65	243.65	279.30
管理费用	1,513.18	1,450.80	1,949.18	1,949.18	2,234.43
研发费用	54.47	192.85	243.65	243.65	279.30
财务费用	418.51	280.80	239.23	123.49	(1.40)
资产减值损失	(175.92)	(144.15)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.02	17.12	0.00	0.00	0.00
其他	296.56	201.22	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	915.35	857.40	4,446.37	5,287.78	5,425.81
营业外收入	39.01	64.68	0.00	0.00	0.00
营业外支出	17.99	36.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	936.37	885.50	4,446.37	5,287.78	5,425.81
所得税	196.37	132.59	666.96	793.17	813.87
净利润	740.00	752.90	3,779.42	4,494.61	4,611.94
少数股东损益	57.08	35.85	188.97	235.23	230.60
归属于母公司净利润	682.92	717.06	3,590.45	4,259.39	4,381.34
每股收益(元)	0.33	0.35	1.74	2.06	2.12

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	1.69%	-13.33%	37.03%	0.00%	14.63%
营业利润	-59.03%	-6.33%	418.59%	18.92%	2.61%
归属于母公司净利润	-56.94%	5.00%	400.72%	18.63%	2.86%
获利能力					
毛利率	20.08%	18.29%	30.43%	33.41%	30.62%
净利率	3.33%	4.03%	14.74%	17.48%	15.69%
ROE	6.06%	6.16%	25.47%	24.94%	21.75%
ROIC	6.47%	5.85%	25.19%	27.69%	31.15%
偿债能力					
资产负债率	51.45%	48.77%	47.72%	34.43%	38.51%
净负债率	41.09%	31.28%	13.01%	-16.58%	-26.70%
流动比率	0.74	0.84	1.19	1.80	1.84
速动比率	0.56	0.68	0.94	1.63	1.53
营运能力					
应收账款周转率	13.96	39.81	13.44	13.44	13.44
存货周转率	11.15	11.19	12.31	13.32	12.43
总资产周转率	0.82	0.72	0.92	0.86	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.35	1.74	2.06	2.12
每股经营现金流	0.47	1.01	1.70	3.20	2.06
每股净资产	5.45	5.64	6.83	8.27	9.76
估值比率					
市盈率	31.89	30.37	6.07	5.11	4.97
市净率	1.93	1.87	1.54	1.28	1.08
EV/EBITDA	6.59	9.37	4.41	3.13	2.71
EV/EBIT	10.88	16.17	5.18	3.60	3.13

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com