

化工

2021年04月09日

三友化工 (600409)

——Q4 业绩环比大增, 坚定看好纯碱、粘胶景气上行, “十四五” 开启新一轮成长

报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (维持)
市场数据： 2021年04月08日

收盘价(元)	11.19
一年内最高/最低(元)	16/4.2
市净率	2.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	23100
上证指数/深证成指	3482.56/13989.94

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2020年12月31日

每股净资产(元)	5.64
资产负债率%	48.77
总股本/流通A股(百万)	2064/2064
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《三友化工(600409)点评：看好粘胶短纤景气反转，纯碱旺季有望上行》
2021/02/02

《三友化工(600409)点评：业绩拐点已现，糊树脂景气持续，看好粘胶短纤长周期拐点》
2020/11/01

证券分析师

李楠竹 A0230518120003
linz@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**2020年公司实现营业收入177.80亿元(YoY-13.33%)，归母净利润7.17亿元(YoY+5.00%)，业绩符合预期。其中Q4实现营业收入52亿元(YoY+3.23%，QoQ+13.08%)，归母净利润6.85亿元(YoY+341.26%，QoQ+127.00%)。2020年度利润分配预案为每10股派发现金红利2.45元。
- **20年产销量保持平稳，PVC、粘胶短纤业务盈利能力同比提升。**20年面对市场大幅波动的严峻挑战，公司积极应对、确保生产稳定，纯碱、粘胶短纤、PVC、有机硅四大业务板块产销量基本维持平稳，分别实现销量336.5、76.1、42.2、10.6万吨，同比上年变动-2.1%、-6.7%、-0.9%、+1.1%。全年来看，纯碱因下游需求偏弱、供给过剩较为突出，价格中枢大幅下行，公司通过控制原料成本、发挥资源和循环经济优势，全年实现净利润约1.6亿元；粘胶短纤随着行业供需关系的反转，自8月起价格逐步上行，全年亏损1.24亿元(较19年大幅减亏约2.9亿元)；氯碱板块受益于PVC手套的旺盛需求，糊树脂价格自7月起快速上涨，手套料价格从20年10月起维持在24000元左右，对业绩贡献较大，氯碱板块实现净利润4.3亿元；有机硅市场上半年较为平稳，自20年Q3起随海外需求恢复价格逐步上行，下半年也实现良好盈利，全年对净利润贡献2.7亿元。20年公司销售毛利率为18.29%，同比下降1.29pct；销售净利率为4.23%，同比上升0.62pct，财务和管理费用的下降对当期业绩有积极影响。
- **20Q4产品价格普涨，继续看好21年纯碱、粘胶景气行情。**20Q4随着国内外需求复苏、主要产品价格普涨，纯碱、粘胶短纤、PVC、有机硅中间体均价分别为1365、9410、8783、18349元/吨，环比Q3上涨9.7%、12.9%、17.6%、29.1%，Q4销售毛利率环比提升6.59pct至27.16%，销售净利率提升6.83pct至13.89%。2021年我们继续看好纯碱和粘胶短纤的景气行情。粘胶短纤经历了过去两年的全行业亏损，中小企业产能出清、行业暂无扩张计划，供需关系出现逆转，随着纺织和无纺布需求增长，粘胶短纤具备景气持续上行的动力，我们测算粘胶短纤每涨价1000元，公司年化净利润增厚6亿元。纯碱行业今年无新增产能，光伏玻璃的扩产带来重质纯碱约10%的增量需求，景气度有望逐步上升。公司控股纯碱产能340万吨(权益产能290万吨)我们测算纯碱每上涨100元/吨，公司年化净利润增厚1.9亿元。
- **启动新一轮资本开支，十四五谋求发展新篇。**“十四五”期间公司启动新一轮资本开支，继续做大做强“两碱一化”循环经济产业链；同时谋划发展曹妃甸精细化工产业基地，培育发展新动能。公司公告拟建设热电联产项目、20万吨有机硅单体扩建项目和6万吨新溶剂法绿色纤维素纤维(即莱赛尔纤维)项目。热电联产项目将新建1台30MW汽轮发电机组、480t/h高温高压粉煤锅炉，满足公司和南堡开发区发展过程中持续增长的用电和用热需求，总投资4.52亿元、达产后年均利润总额0.41亿元，目前该项目已获河北发改委核准及环评批复。20万吨有机硅单体项目在现有装置基础上新建、扩建，可充分利用现有公用工程资源，缓解公司氯碱不平衡的问题，提升业内话语权，项目总投资9.75亿元，达产后预计年均实现销售收入13.68亿元、净利润1.6亿元。6万吨莱赛尔纤维项目是公司总体规划20万吨产能的一期工程，作为新型可降解的第三代再生纤维，莱赛尔纤维性能优良、所用溶剂环保且99.7%以上可回收，废弃物可降解，是一种绿色环保纤维、是国家产业政策中的鼓励类项目，此前公司在2019年投用5000吨/年的莱赛尔中试线，积累了产品研发和规模化生产的经验，有望实现莱赛尔纤维在国内大规模产业化的突破，项目计划总投资16.35亿元、达产后年均净利润2.34亿元。如果规划项目全部实施，到“十四五”末公司主要产品产能将达到纯碱380万吨、粘胶短纤及莱赛尔纤维90万吨、烧碱113万吨(含曹妃甸30万吨)、PVC82万吨(含特种树脂39万吨，其中曹妃甸30万吨)和有机硅单体40万吨。
- **盈利预测与投资评级：**维持2021-2022年盈利预测、新增2023年盈利预测，预计分别实现归母净利润25、28、30亿元，对应PE为9X/8X/8X。维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	20,515	17,780	22,726	23,558	24,490
同比增长率(%)	1.7	-13.3	27.8	3.7	4.0
归母净利润(百万元)	683	717	2,500	2,800	3,000
同比增长率(%)	-56.9	5.0	248.6	12.0	7.1
每股收益(元/股)	0.33	0.35	1.21	1.36	1.45
毛利率(%)	20.1	18.3	24.1	25.3	25.4
ROE(%)	6.1	6.2	17.7	16.5	15.0
市盈率	34	32	9	8	8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	20,515	17,780	22,726	23,558	24,490
其中: 营业收入	20,515	17,780	22,726	23,558	24,490
减: 营业成本	16,395	14,529	17,255	17,608	18,271
减: 税金及附加	180	215	275	285	296
主营业务利润	3,940	3,036	5,196	5,665	5,923
减: 销售费用	918	180	230	239	248
减: 管理费用	1,513	1,451	1,435	1,510	1,496
减: 研发费用	54	193	246	256	266
减: 财务费用	419	281	343	347	338
经营性利润	1,036	932	2,942	3,313	3,575
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-2	-9	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-176	-144	0	0	0
加: 投资收益及其他	57	79	79	79	79
营业利润	915	857	3,020	3,393	3,654
加: 营业外净收入	21	28	0	0	0
利润总额	936	885	3,020	3,393	3,654
减: 所得税	196	133	459	515	555
净利润	740	753	2,562	2,877	3,099
少数股东损益	57	36	62	77	99
归属于母公司所有者的净利润	683	717	2,500	2,800	3,000
全面摊薄总股本	2,064	2,064	2,064	2,064	2,064
每股收益 (元)	0.33	0.35	1.21	1.36	1.45

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。