

化工

2020 年 11 月 01 日

三友化工 (600409)

——业绩拐点已现，糊树脂景气持续，看好粘胶短纤长周期拐点

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：	2020 年 10 月 30 日
收盘价（元）	6.97
一年内最高/最低（元）	8.12/4.2
市净率	1.3
息率（分/股）	2.38
流通 A 股市值（百万元）	14389
上证指数/深证成指	3224.53/13236.60

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2020 年 09 月 30 日
每股净资产（元）	5.31
资产负债率%	51.88
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：Q2 亏损收窄，纯碱、粘胶底部企稳反弹，下半年经营情况将有所改善》 2020/08/31

《三友化工 (600409) 点评：年报业绩略低于预期，行业景气下滑致 Q1 出现亏损，静待行业底部反转》 2020/04/27

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** 公司发布 2020 年三季报，1-9 月公司实现营业收入 125.80 亿元 (YoY -18.72%)，实现归母净利润 3230 万元 (YoY -93.88%)，其中 Q3 实现营业收入 45.98 亿元 (YoY -8.03%，QoQ +16.13%)，实现归母净利润 3.02 亿元 (YoY +119.65%，环比扭亏为盈)，业绩略超预期。
- **Q3 主营产品景气回升，业绩拐点已现。** Q3 公司的主要产品景气度有所回升，销量也随之上行，收入环比增长 16%。纯碱受益于下游玻璃需求旺盛，Q3 量价齐升，实现销量 89.6 万吨 (QoQ +11.8%)，均价为 1244 元/吨 (QoQ +14.0%)，叠加原盐价格环比下降，纯碱板块环比增厚净利润约 1.3 亿元；PVC 糊树脂由于国内外对一次性防护手套的需求激增，手套料价格持续上行，同时普通 PVC 价格底部反弹，Q3 公司 PVC 共计实现销量 11 万吨 (QoQ +20.5%)，均价为 7467 元/吨 (QoQ +38.8%)，我们测算 PVC 及糊树脂环比增厚净利润约 2 亿元；粘胶短纤在 Q3 筑底反弹，随着下游纺织服装的需求恢复，公司产销量有所提升，Q3 实现销量 20.33 万吨 (QoQ +12.8%)，虽均价有所下行，但产能利用率的提升摊薄了固定成本，我们测算 Q3 粘胶短纤净利润环比减少约 4000 万元；有机硅销量基本保持稳定，Q3 均价为 14217 元/吨 (QoQ +9.1%)，我们测算该板块环比增厚净利润约 2000 万元。期间费用方面，Q3 支出共计 5.03 亿元，管理、销售和研发费用环比基本持平，财务费用环比下降 3300 万元，对当期业绩增厚亦有所贡献。
- **糊树脂景气持续，粘胶短纤有望迎来长周期反转。** 我们认为 PVC 糊树脂经历 Q3 的大涨之后，业内的闲置产能和短期扩产计划都已经充分释放，未来一年内基本无增量；而由于疫情防控的常态化和卫生习惯的改变，国内外对于一次性手套的需求呈持续上升的趋势，行业供需仍然呈紧平衡，在未来一年的时间里糊树脂的景气周期仍将持续，龙头企业的盈利能力也将不断增强。粘胶短纤自 2018 年 Q4 起行业亏损已有两年，龙头企业保持满负荷生产抢占市场份额，部分中小企业因长期亏损而逐步退出，行业有效产能已从高点的 530 万吨减少到约 490 万吨，且前三大企业的市占率已达到 60% 以上，我们认为随着下游需求的逐步复苏，粘胶短纤将迎来一轮景气上行周期，公司作为行业龙头，现有产能 80 万吨，粘胶短纤价格每上涨 1000 元，净利润增厚 6 亿元。
- **盈利预测与投资评级：** 我们看好 PVC 糊树脂、粘胶短纤的景气周期，预计公司利润将迎来持续改善，上调 2020-2022 年盈利预测，预计实现归母净利润 4.3、10.2、15.0 亿元（调整前为 1.5、4.9、7.2 亿元）。对应 PE 为 33X/14X/10X。维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2019	20Q1-Q3	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	20,515	12,580	19,176	20,155	21,155
同比增长率（%）	1.7	-18.7	-6.5	5.1	5.0
归母净利润（百万元）	683	32	430	1,020	1,500
同比增长率（%）	-56.9	-93.9	-37.0	137.0	47.1
每股收益（元/股）	0.33	0.02	0.21	0.49	0.73
毛利率（%）	20.1	14.6	17.3	20.9	23.0
ROE（%）	6.1	0.3	3.7	8.0	10.6
市盈率	21		33	14	10

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20,174	20,515	19,176	20,155	21,155
其中：营业收入	20,174	20,515	19,176	20,155	21,155
减：营业成本	14,790	16,395	15,860	15,948	16,297
减：税金及附加	222	180	168	176	185
主营业务利润	5,162	3,940	3,148	4,031	4,673
减：销售费用	834	918	858	902	947
减：管理费用	1,581	1,513	1,435	1,510	1,496
减：研发费用	49	54	51	54	56
减：财务费用	417	419	305	318	306
经营性利润	2,281	1,036	499	1,247	1,868
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	-2	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-78	-176	0	0	0
加：投资收益及其他	31	57	57	57	57
营业利润	2,234	915	556	1,304	1,925
加：营业外净收入	-125	21	0	0	0
利润总额	2,109	936	556	1,304	1,925
减：所得税	408	196	117	274	404
净利润	1,702	740	439	1,031	1,521
少数股东损益	115	57	9	11	21
归属于母公司所有者的净利润	1,586	683	430	1,020	1,500
全面摊薄总股本	2,064	2,064	2,064	2,064	2,064
每股收益（元）	0.77	0.33	0.21	0.49	0.73

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
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@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。