

粘胶短纤有望复苏 即将迎来业绩拐点

——三友化工（600409.SH）三季度报点评

化工/化学原料

申港证券
SHENGANG SECURITIES

事件：

公司发布 2019 年三季度报，报告期内公司实现营业收入 154.8 亿元，同比增长 3.6%，归母净利润 5.28 亿元，同比下降 65.8%，扣非净利润 5.2 亿元，同比下降 66.2%；其中三季度单季实现营业收入 50 亿元，同比增长 0.96%，环比下降 5.6%，归母净利润 1.37 亿元，同比下降 62.4%，环比下降 30.7%，略低于预期；此外，公司公告拟设立高管奖励基金，根据年度净利润及净资产收益率等盈利指标来决定提取奖励金额。

投资摘要：

前三季度核心产品价格下跌为主，导致业绩同比大幅下滑。前三季度粘胶短纤和有机硅业务同比下滑明显，纯碱业务表现略好于去年同期。

- ◆ 前三季度公司粘胶短纤不含税售价为 10793 元/吨，同比下跌 14%，价差同比缩小 1675 元/吨，主要是行业新增产能较多，整体供给过剩。
- ◆ 前三季度 DMC 不含税售价为 16184 元/吨，同比下跌 39%，价差同比缩小 8793 元/吨，主要是大量新增产能将陆续投产，市场需求不足。
- ◆ 前三季度纯碱不含税售价为 1567 元/吨，同比上涨 5.6%，价差同比扩大 72 元/吨，纯碱行业保持供需紧平衡，新增产能受限，市场有所上行。
- ◆ 氯碱业务中，PVC 和烧碱不含税售价分别为 5970 元、2322 元/吨，同比分别上涨 3.9%和下跌 14.5%，主要受烧碱市场需求较弱影响。

粘胶短纤销量大幅增长，其他产品销量小幅下滑。前三季度公司粘胶短纤销量 59.4 万吨，同比增长 50%，主要是去年下半年公司新增 25 万吨/年粘胶短纤产能，今年以来基本保持满产满销，增量贡献明显。纯碱、PVC、有机硅 DMC 销量同比分别下降 3.2%、0.8%、11.4%，烧碱以自用为主。

三季度主要产品市场下行，致使业绩环比下降。三季度公司各主营产品中除有机硅和 PVC 价格环比小幅上涨外，其他产品价格环比均下跌明显。

- ◆ 三季度公司粘胶短纤、纯碱、烧碱不含税售价分别为 10340 元、1473 元、2200 元/吨，环比分别下跌 6.6%、8.2%、2.1%，而 PVC、DMC 不含税售价分别为 6146 元、16491 元/吨，环比分别上涨 1.0%、0.6%。
- ◆ 三季度公司粘胶短纤、纯碱、烧碱价差环比分别缩小 246 元、194 元、100 元/吨，烧碱和 DMC 价差环比分别扩大 25 元、723 元/吨。

粘胶短纤行业有望逐步复苏，公司竞争优势较强。粘胶短纤行业自 2017 年下半年开始进入下行周期，特别是经过 2017~2018 年大规模产能投放后，目前整体处于亏损状态，已经进入行业底部，未来几年新增产能较少，部分落后产能将退出，行业有望迎来复苏。公司是粘胶短纤行业龙头，高端差异化产品比例高，同时拥有烧碱等原材料配套，有望充分受益于行业复苏。

设立高管奖励基金，有助增强公司经营管理效率。奖励基金提取以年度净资产收益率达到 6% 和 10% 为两个临界点，提取比例总和不超过年度净利润的 10%，奖励基金 60% 分配给高管，40% 分配给员工，有助于将高管、员工与公司利益绑定，确保公司未来发展目标的实现。

盈利预测及投资建议：公司是国内粘胶短纤和纯碱双龙头，在循环经济体系中不断发展壮大，预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.31、0.39、0.55 元，当前股价对应 PE 分别为 16.8、13.3、9.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动；产品价格大幅下跌；产品销量不及预期

评级

增持（维持）

2019 年 10 月 31 日

曹承安

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519070001

caochengan@shgsec.com

021-20639626

交易数据

时间 2019.10.30

总市值/流通市值 (亿元)	107.76/106.35
总股本 (万股)	206,434.94
资产负债率 (%)	53.4
每股净资产 (元)	5.38
收盘价 (元)	5.22
一年内最低价/最高价 (元)	5.1/8.88

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

- 1、《三友化工半年报点评：业绩环比改善 下半年有望进一步提升》2019-08-28

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20195.73	20173.74	20309.03	21522.08	22777.79
增长率(%)	28.17%	-0.11%	0.67%	5.97%	5.83%
归母净利润(百万)	1889.08	1586.08	639.96	812.27	1129.51
增长率(%)	147.63%	-16.04%	-59.65%	26.93%	39.06%
净资产收益率(%)	18.87%	14.35%	5.57%	6.73%	8.79%
每股收益(元)	0.97	0.77	0.31	0.39	0.55
PE	5.41	6.79	16.84	13.27	9.54
PB	1.08	0.98	0.94	0.89	0.84

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
主营收入(百万元)	4725.94	5261.95	4952.05	5233.8	5180.89	5297.54	4999.62
增长率(%)	-7.71%	8.08%	0.73%	-1.07%	9.63%	0.68%	0.96%
毛利率(%)	25.28%	31.46%	27.94%	21.98%	19.84%	20.46%	19.69%
期间费用率(%)	12.30%	11.74%	16.67%	16.37%	12.87%	13.79%	14.91%
净利润(百万元)	461.98	776.23	386.53	76.79	221.93	233.06	148.51
增长率(%)	-16.91%	64.47%	-27.16%	-83.14%	-51.96%	-69.97%	-61.58%
每股盈利(季度, 元)	0.21	0.36	0.18	0.02	0.09	0.10	0.07
资产负债率(%)	54.04%	54.92%	54.25%	53.51%	55.65%	54.86%	53.40%
净资产收益率(%)	4.16%	6.87%	3.30%	0.65%	1.85%	1.98%	1.25%

资料来源: 公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		
营业收入	20196	20174	20309	21522	22778	流动资产合计	7213	7785	7781	8164	8641		
营业成本	14675	14790	16352	17186	17959	货币资金	2336	3122	2746	2910	3080		
营业税金及附加	221	222	223	237	250	应收账款	578	580	583	618	654		
营业费用	843	834	844	892	945	其他应收款	62	105	106	112	119		
管理费用	1508	1582	1554	1667	1754	预付款项	158	164	179	188	196		
研发费用	0	48	53	58	64	存货	1910	1895	2111	2210	2314		
财务费用	348	417	309	254	164	其他流动资产	94	48	71	76	80		
资产减值损失	15	78	46	62	54	非流动资产合计	16876	17552	16934	16218	15480		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0		
投资净收益	2	1	1	1	1	固定资产	13530	15272	14995	14291	13864		
营业利润	2606	2234	953	1194	1614	无形资产	857	856	835	814	794		
营业外收入	28	21	25	23	24	商誉	2	2	2	2	2		
营业外支出	91	146	118	132	125	其他非流动资产	232	74	154	163	173		
利润总额	2544	2109	859	1085	1513	资产总计	24090	25337	24715	24383	24122		
所得税	530	408	173	214	301	流动负债合计	9445	8938	8802	7842	6709		
净利润	2014	1702	687	871	1212	短期借款	3847	3429	3022	1833	485		
少数股东损益	125	115	47	59	82	应付账款	3267	3283	3586	3768	3938		
归属母公司净利润	1889	1586	640	812	1130	预收款项	411	292	354	375	397		
EBITDA	4760	4488	2360	2573	2926	一年内到期的非流动负债	583	440	440	440	440		
EPS (元)	0.97	0.77	0.31	0.39	0.55	非流动负债合计	4011	4620	3640	3640	3640		
主要财务比率						长期借款	1481	1400	1400	1400	1400		
						应付债券	1994	2721	1902	1902	1902		
成长能力						负债合计	13456	13558	12442	11482	10349		
营业收入增长	28.17%	-0.11%	0.67%	5.97%	5.83%	少数股东权益	623	730	777	836	918		
营业利润增长	135.86%	-14.28%	-57.36%	25.38%	35.13%	实收资本(或股本)	2064	2064	2064	2064	2064		
归属于母公司净利润增长	147.63%	-16.04%	-59.65%	26.93%	39.06%	资本公积	3545	3545	3545	3545	3545		
获利能力						未分配利润	4060	5014	5443	5982	6735		
毛利率(%)	27.34%	26.69%	19.48%	20.15%	21.16%	归属母公司股东权益合计	10011	11049	11497	12065	12855		
净利率(%)	9.97%	8.43%	3.38%	4.05%	5.32%	负债和所有者权益	24090	25337	24715	24383	24122		
总资产净利润率(%)	7.84%	6.26%	2.59%	3.33%	4.68%	现金流量表 单位:百万元							
ROE(%)	18.87%	14.35%	5.57%	6.73%	8.79%	2017A 2018A 2019E 2020E 2021E							
偿债能力						经营活动现金流	1474	1804	2038	2321	2484		
资产负债率(%)	56%	54%	50%	47%	43%	净利润	2014	1702	687	871	1212		
流动比率	0.76	0.87	0.88	1.04	1.29	折旧摊销	971	1003	1098	1125	1148		
速动比率	0.56	0.66	0.64	0.76	0.94	财务费用	348	417	309	254	164		
营运能力						应付帐款减少	13	-1	-3	-35	-36		
总资产周转率	0.90	0.82	0.81	0.88	0.94	预收帐款增加	-43	-119	62	21	22		
应收账款周转率	35	35	35	36	36	投资活动现金流	-711	-375	-525	-470	-463		
应付账款周转率	6.88	6.16	5.91	5.85	5.91	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0		
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.77	0.31	0.39	0.55	投资收益	2	1	1	1	1		
每股净现金流(最新摊薄)	0.17	0.22	-0.18	0.08	0.08	筹资活动现金流	-419	-981	-1889	-1687	-1852		
每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.35	5.57	5.84	6.23	应付债券增加	1002	728	-819	0	0		
估值比率						长期借款增加	21	-80	0	0	0		
P/E	5.41	6.79	16.84	13.27	9.54	普通股增加	214	0	0	0	0		
P/B	1.08	0.98	0.94	0.89	0.84	资本公积增加	1174	0	0	0	0		
EV/EBITDA	3.43	3.49	6.27	5.22	4.08	现金净增加额	345	449	-376	164	170		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师简介

曹承安，上海交通大学硕士，曾就职于中化国际、浙商证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上