

纯碱、粘胶景气有望回升

——三友化工（600409）2018 年报点评

2019 年 04 月 25 日

强烈推荐/维持

三友化工 | 财报点评

投资要点：

- **事件：**三友化工公布 2018 年及 2019Q1 业绩：2018 年实现营业收入 201.74 亿元，YoY-0.11%，归母净利润 15.86 亿元，YoY-16.04%，对应 EPS 为 0.77 元。2019Q1 实现营业收入 51.81 亿元，YoY+9.63%，归母净利润 1.92 亿元，YoY-56.14%，对应 EPS 为 0.09 元。公司拟派发现金红利 0.231 元（含税）。
- **2018 年主要产品产销量整体稳中有升，但价格下跌导致综合毛利率下滑 0.65ppt 至 26.69%。**公司 2018 年粘胶短纤销量增长 6%，因产品价格下跌 8%，营收下滑 2%，毛利率大幅下滑 6.5ppt 至 9.2%；纯碱销量增长 2%，产品价格下跌 2%，营收同比微增 0.2%，毛利率下滑 5.7ppt 至 34%；PVC 树脂销量下滑 7%，价格提升 2%，营收下滑 4%，毛利率下滑 6ppt 至 -4.3%；烧碱销量下滑 2%，价格微跌 0.4%，营收下滑 2%，毛利率下滑 1.9ppt 至 65.8%；DMC 销量增长 5%，价格大幅上涨 31%，营收增长 37%，毛利率提升 11.4ppt 至 47.6%。
- **纯碱价格 4 月起回升，行业供需仍维持紧平衡，价格有望重拾上涨。**2019 年 1-3 月数据显示，行业需求增长，房屋新开工面积同比增速高达 11.9%，平板玻璃产量增速 6.0%；但供给端几无增长，纯碱产量下滑 0.1%。2019 年行业无新增产能，目前企业检修加速，行业开工率与库存量双双下滑，预计行业供需维持紧平衡状态，纯碱价格有望重拾上涨。公司纯碱产能共 340 万吨，市占率 12.6%，规模居国内首位，有望充分受益纯碱价格上涨。
- **粘胶短纤价格底部反弹。**2018 年粘胶短纤行业新增产能集中释放，市场供应增加，产品价格跌至近 3 年的底部。2019 年 4 月以来，行业开工负荷降至低位，整体供应量仍呈下降趋势，粘胶短纤价格小幅回升。公司 20 万吨功能性、差别化粘胶短纤项目已于 2018 年 10 月正式投产，目前粘胶短纤总产能增至 70 万吨，市占率 16%，居行业领先地位。公司粘胶短纤始终坚持高端化、差别化发展路线，差别化产品百余种，有望弱化行业周期性波动。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 16.61 亿元、18.11 亿元、19.83 亿元，EPS 分别为 0.80 元、0.88 元、0.96 元。目前股价对应 P/E 分别为 9 倍、8 倍、7 倍。**维持“强烈推荐”评级。**
- **风险提示：**产品价格下跌；主要下游领域需求低迷。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	20,195.7	20,173.7	23,016.2	23,869.0	25,190.0
增长率（%）	28.17%	-0.11%	14.09%	3.71%	5.53%
净利润（百万元）	1,889.08	1,586.08	1,660.75	1,811.17	1,983.29
增长率（%）	147.63%	-16.04%	4.71%	9.06%	9.50%
净资产收益率（%）	18.87%	14.35%	13.58%	13.37%	13.24%
每股收益（元）	0.92	0.77	0.80	0.88	0.96
PE	7.54	8.98	8.58	7.86	7.18
PB	1.42	1.29	1.16	1.05	0.95

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

研究助理：

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

洪种

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

徐昆仑

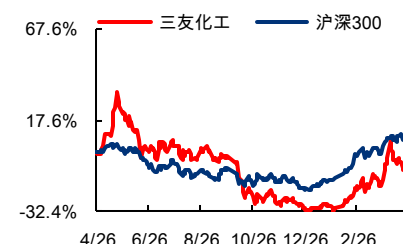
010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	7.63-8.81
总市值（亿元）	157.51
流通市值（亿元）	155.45
总股本/流通 A 股（万股）	206435/203732
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.5

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	7213	7785	9626	11629	14247	营业收入	20196	20174	23016	23869	25190
货币资金	2336	3122	4230	6049	8371	营业成本	14896	15012	17717	18275	19212
应收账款	578	580	661	686	724	营业税金及附加	221	222	254	263	277
其他应收款	62	105	194	200	210	营业费用	843	834	952	987	1042
预付款项	158	164	120	124	131	管理费用	1508	1582	1805	1872	1975
存货	1910	1895	2237	2308	2426	财务费用	348	417	329	309	290
其他流动资产	2169	1920	2183	2262	2385	资产减值损失	15	78	0	0	0
非流动资产合	16876	17552	17454	17098	16407	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	0	0	0
固定资产	13530	15272	15770	15527	15004	营业利润	2588	2204	2213	2426	2670
无形资产	857	856	834	812	790	营业外收入	28	21	0	0	0
其他非流动资	2490	1424	850	759	613	营业外支出	91	146	0	0	0
资产总计	24090	25337	27080	28727	30653	利润总额	2544	2109	2213	2426	2670
流动负债合计	9445	8938	9402	9591	9908	所得税	530	408	428	469	516
短期借款	3847	3429	3429	3429	3429	净利润	2014	1702	1785	1957	2154
应付账款	3267	3283	3877	3999	4203	少数股东损益	-125	-115	-125	-146	-171
预收款项	411	292	333	345	364	归属母公司净利润	1889	1586	1661	1811	1983
一年内到期的	583	440	0	0	0	EBITDA	2767	2411	2418	2589	2790
非流动负债合	3996	4590	4590	4590	4590	EPS（元）	0.92	0.77	0.80	0.88	0.96
长期借款	1481	1400	1400	1400	1400	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	1994	2721	2721	2721	2721						
负债合计	13456	13558	13992	14182	14498	成长能力					
少数股东权益	623	730	855	1001	1171	营业收入增长	28.17%	-0.11%	14.09%	3.71%	5.53%
实收资本（或股	2064	2064	2064	2064	2064	营业利润增长	134.21%	-14.85%	0.44%	9.62%	10.07%
资本公积	3545	3545	3545	3545	3545	归属于母公司净利	147.63%	-16.04%	4.71%	9.06%	9.50%
未分配利润	4402	5440	6624	7936	9374	获利能力					
归属母公司股	10011	11049	12233	13545	14984	毛利率(%)	26.24%	25.59%	23.02%	23.44%	23.73%
负债和所有者	24090	25337	27080	28727	30653	净利率(%)	9.97%	8.43%	7.76%	8.20%	8.55%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润（%）	7.84%	6.26%	6.13%	6.30%	6.47%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE（%）	20.12%	15.40%	14.59%	14.45%	14.38%
经营活动现金	1474	1804	3383	3427	3657	偿债能力					
净利润	1889	1586	1661	1811	1983	资产负债率(%)	56%	54%	52%	49%	47%
折旧摊销	971	1003	1098	1156	1192	流动比率	0.76	0.87	1.02	1.21	1.44
财务费用	348	417	329	309	290	速动比率	0.62	0.74	0.87	1.01	1.25
应收账款减少	1380	-167	732	184	296	营运能力					
预收帐款增加	1087	55	903	189	317	总资产周转率	1.24	1.17	1.31	1.38	1.50
投资活动现金	-711	-375	-1029	-800	-500	应收账款周转率	34.52	34.84	37.10	35.44	35.74
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.17	5.64	5.85	5.82	11.99
长期股权投资	-718	-378	-1000	-800	-500	每股指标（元）					
投资收益	2	1	0	0	0	每股收益(最新摊	0.92	0.77	0.80	0.88	0.96
筹资活动现金	-419	-981	-1246	-808	-835	每股净现金流(最	0.19	0.25	0.60	0.98	1.25
应付债券增加	991	1188	0	0	0	每股净资产(最新	4.85	5.35	5.93	6.56	7.26
长期借款增加	-2068	-1103	-440	0	0	估值比率					
普通股增加	1390	0	0	0	0	P/E	7.54	8.98	8.58	7.86	7.18
资本公积增加	1174	0	0	0	0	P/B	1.42	1.29	1.16	1.05	0.95
现金净增加额	345	459	1108	1818	2322	EV/EBITDA	5.30	5.60	5.00	4.20	3.37

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

张明烨

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴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

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。