



2020-01-19

公司点评报告

买入/维持

三友化工(600409)

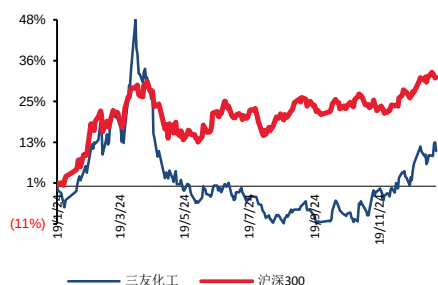
目标价: 8.07

昨收盘: 6.35

材料 材料 II

产品价格下滑拖累业绩，2020 年或迎业绩拐点

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,064/2,037
总市值/流通(百万元)	13,109/12,937
12 个月最高/最低(元)	8.88/5.13

相关研究报告:

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

证券分析师: 刘和勇

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuhuy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090003

事件: 公司发布 2019 年业绩预告, 报告期内预计实现归母净利润约 7.16 亿元, 同比减少约 55%; 实现扣非后归母净利润约 6.32 亿元, 同比减少约 62%。

主要观点:

1、主要产品价格下滑, 全年业绩同比减少

报告期公司主营产品粘胶短纤、纯碱、有机硅、烧碱市场平均价格分别为 11737 元/吨、1766 元/吨、19378 元/吨、878 元/吨, 分别同比下跌 19%、5%、17%、35%。而相关原材料虽有下跌, 但跌幅不及产品价格跌幅, 导致毛利率下滑, 业绩下滑。2019 年前三季度公司综合毛利率从 2018 年的 26.69% 下降至 20.01%。2019 年 Q1-Q4, 公司单季度实现归母净利润分别为 1.92 亿元、1.98 亿元、1.37 亿元、约 1.88 亿元。

2、粘胶短纤行情震荡向下, 2020 年景气度有望筑底

2019 年受新产能大量投放、下游需求低迷、棉花价格下滑等多重利空影响, 粘胶价格单边下滑。目前粘短行业有效产能 483.5 万吨, 2019 年粘短产量约 364 万吨, 下游需求量 318.7 万吨, 处于供大于求局面。2020 年预计 18 万吨/年的产能退出, 新增赛得利 25 万吨/年, 山东海龙停产搬迁预计 4 月份逐步重启, 2020 年行业新增产能增速减少。同时, 在中美贸易第一阶段协议签订后, 下游需求有望回升。预计 2020 年粘短景气度有望企稳筑底。

3、纯碱供需两端边际向好, 预计 2020 年纯碱景气度回暖

2019 年纯碱产能 3300 万吨, 产量 2750 万吨, 分别较 2018 年同比增长为 4%、5%。行业高开工率叠加需求低迷, 导致 2019 年纯碱价格创三年新低。2020 年预计行业新增产能不超过 100 万吨。近期纯碱行业协会召集行业内 19 家企业 (产能占比 68%) 参会, 拟通过有组织有序停产检修, 避免行业恶性竞争。2020 年行业供给端边际向好。需求端国家专项债大力支持基建行业, 纯碱下游玻璃需求将回暖。预计 2020 年纯碱行业景气度有望上行。

4、全产业链布局, 成本优势显著

公司以氯碱为中枢，布局纯碱、粘胶短纤、有机硅，产业链完整，拥有纯碱 340 万吨/年、粘胶短纤 78 万吨/年、烧碱 53 万吨/年、PVC 50 万吨/年、有机硅 20 万吨/年等产能，其中粘胶短纤、纯碱为行业龙头。一体化布局及规模优势使得公司成本优势显著。

5、盈利预测及评级

公司为纯碱、粘胶短纤双龙头企业，目前产品价格处在低位，2020 年粘胶短纤有望企稳，纯碱景气度回暖，公司业绩将随之改善。我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 7.15 亿元、10.21 亿元、17.01 亿元，对应 EPS 0.35 元、0.49 元、0.82 元，PE 18X、13X、8X。目前公司 PB 1.18 倍，按照 2020 年市净率 1.5X 估算，目标价 8.07 元，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格继续下跌，原材料涨价，宏观经济下滑

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,174	20,638	21,511	23,378
(+/-%)	-0.1%	2.3%	4.2%	8.7%
净利润(百万元)	1,586	715	1,021	1,701
(+/-%)	-16.0%	-54.9%	42.7%	66.6%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.35	0.49	0.82
市盈率(PE)	8.3	18.3	12.8	7.7

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	249	-5	-120	-196	营业收入	2,316	3,135	3,926	4,876
应收票据	356	463	556	667	营业成本	1,450	1,744	2,177	2,699
应收账款	1,299	1,758	2,202	2,734	营业税金及附加	22	29	37	46
预付账款	100	120	150	186	销售费用	342	477	597	731
存货	201	242	302	374	管理费用	134	188	236	293
其他流动资产	55	72	86	103	研发费用	119	163	201	250
流动资产合计	2,261	2,650	3,175	3,868	财务费用	34	53	90	102
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	35	20	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	924	1,015	1,096	1,167	投资收益	0	0	0	0
在建工程	51	51	51	51	营业利润	209	461	569	735
无形资产	203	203	203	203	营业外收入	125	0	0	0
其他非流动资产	96	245	245	245	营业外支出	3	3	3	3
非流动资产合计	1,274	1,514	1,595	1,666	利润总额	331	458	566	732
资产合计	3,535	4,165	4,770	5,534	所得税	61	87	108	139
短期借款	825	1,000	1,030	1,061	净利润	270	371	458	593
应付票据	15	15	15	15	少数股东损益	1	30	38	49
应付账款	346	416	520	645	归属母公司净利润	268	342	421	544
预收款项	39	52	65	81	NOPLAT	202	433	550	694
其他应付款	74	74	74	74	EPS (摊薄)	0.86	1.10	1.36	1.75
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	90	90	90	90	主要财务比率				
流动负债合计	1,389	1,647	1,794	1,965	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	37.9%	35.4%	25.2%	24.2%
其他非流动负债	53	53	53	53	EBIT增长率	33.7%	114.5%	27.0%	26.3%
非流动负债合计	53	53	53	53	归母公司净利润增长率	100.6%	27.3%	23.2%	29.3%
负债合计	1,441	1,700	1,847	2,018	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,085	2,427	2,848	3,392	毛利率	37.4%	44.4%	44.5%	44.6%
少数股东权益	9	38	76	124	净利率	11.6%	11.8%	11.7%	12.2%
所有者权益合计	2,094	2,465	2,923	3,516	ROE	12.9%	14.1%	14.8%	16.0%
负债和股东权益	3,535	4,165	4,770	5,534	ROIC	6.9%	12.9%	14.3%	15.6%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	40.8%	40.8%	38.7%	36.5%
单位:百万元					债务权益比	41.9%	42.7%	37.0%	31.7%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	流动比率	162.8%	160.9%	177.0%	196.8%
经营活动现金流	17	-27	144	195	速动比率	148.3%	146.2%	160.1%	177.8%
现金收益	265	556	690	847	营运能力				
存货影响	-70	-41	-60	-72	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
经营性应收影响	-540	-607	-586	-700	应收账款周转天数	202	202	202	202
经营性应付影响	208	84	117	141	应付账款周转天数	86	86	86	86
其他影响	153	-19	-17	-20	存货周转天数	50	50	50	50
投资活动现金流	-184	-349	-200	-200	每股指标 (元)				
资本支出	-176	-200	-200	-200	每股收益	0.86	1.10	1.36	1.75
股权投资	0	0	0	0	每股经营现金流	0.05	-0.09	0.46	0.63
其他长期资产变化	-8	-149	0	0	每股净资产	6.71	7.81	9.17	10.92
融资活动现金流	243	122	-60	-71	估值比率				
借款增加	325	175	30	31	P/E	19.0	14.9	12.1	9.4
财务费用	-34	-53	-90	-102	P/B	2.4	2.1	1.8	1.5
股东融资	-57	0	0	0	EV/EBITDA	18.3	9.3	7.5	6.1
其他长期负债变化	8	0	0	0					

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：（8610）88321761

传真：（8610）88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。