

## 三友化工 (600409.SH) 化学原料行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

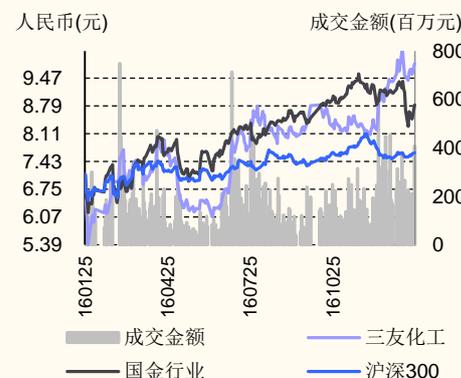
市场价格(人民币): 9.83元

## 业绩符合预期 受益于公司主要产品价格上涨

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,850.39
总市值(百万元)	18,189.29
年内股价最高最低(元)	10.13/5.39
沪深300指数	3364.08
上证指数	3136.77



## 相关报告

1. 《“粘胶纯碱”双料龙头,“两碱一化”成本优势-三友化工首次覆盖...》, 2016.9.20

蒲强

分析师 SAC 执业编号: S1130516090001  
puqiang@gjzq.com.cn

陈煜

联系人  
huokun@gjzq.com.cn

霍堃

联系人  
huokun@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.258	0.223	0.402	0.580	0.633
每股净资产(元)	3.29	3.43	3.74	4.24	4.79
每股经营性现金流(元)	0.38	0.53	0.78	1.36	1.47
市盈率(倍)	23.93	34.76	23.35	16.49	15.11
行业优化市盈率(倍)	37.84	65.49	59.97	59.97	59.97
净利润增长率(%)	7.18%	-13.53%	80.33%	44.20%	9.12%
净资产收益率(%)	7.84%	6.50%	10.76%	13.69%	13.21%
总股本(百万股)	1,850.39	1,850.39	1,850.39	1,850.39	1,850.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 三友化工 16 年预计实现净利润 7.4 亿元, 同比增长 80%, 16 年 Q4 实现净利润 1.7 亿元, 同比增加 75%。2016 年业绩增加的主要原因是受市场影响主导产品粘胶短纤维(+1630 元/13%)、纯碱(+41 元/3%)、PVC(+559 元/11%)、烧碱(+74 元/12%) 吨售价同比上涨, 同时主要原材料原盐(-36 元/-25%) 价格同比下滑。

## 经营分析

■ Q4 粘胶盈利能力受价差收窄影响。Q4 粘胶业务盈利能力低于预期, 主要受国庆节前纱厂集中补货, 10-11 月下游纱厂需求低迷导致采购需求下降, 粘胶行业库存从 7 天上升至 11 天, 叠加新棉集中上市粘胶价格受压制。10-11 月粘胶价格下跌 1550 元/吨/-9%, 同期烧碱(单耗 0.58) 价格上涨 300 元/吨/+40%, 棉浆粕(单耗 1.03) 价格 10 月上涨 700 元/吨/+9%, 11 月价格下行但月底收于 10 月初价格 8000 元/吨。

■ 粘胶 2017 年基本面持续向好, 行业龙头充分受益: 公司为粘胶行业龙头, 拥有 52 万吨产能, 20 万吨差异化纤维定增项目预计于 2018 年完成。2011 年起受价格低迷+环保趋严影响, 2015、2016 年粘胶产能增速放缓至 2.3%、2.2%, 目前全国有效产能 352 万吨, 预计 2016 年国内产量将达 341 万吨(2016 年 1-11 月为 310 万吨), 开工率高达 97%, 供需极度紧张。长期来看粘胶未来 1-2 年新增产能增速 2% 左右远低于下游需求增速, 只有在 2018 年才有一定规模的高端产能投放, 2017 年最新行业库存低至历史低点 5 天, 开工率依然徘徊在 87% 的高位, 我们继续坚定看好粘胶短纤行业在 2017 年的景气度持续提升。

■ 纯碱 16 年 11-12 月涨幅在 17 年收入中体现: 公司同样为纯碱行业龙头, 拥有 340 万吨产能。11-12 年纯碱价格大幅下跌, 14-16 年 10 月, 纯碱价格持续震荡下行, 行业低迷叠加环保趋严, 目前实际开工率超过 90%, 2017 年无新增产能。16-17 年房地产滞后需求持续释放, 核心下游玻璃产量回归正增长带动纯碱需求, 玻璃价格大幅上涨增强了下游对纯碱的涨价接受度, 6-12 月纯碱价格持续上涨 850 元/吨/+72% (11-12 月上涨 625 元/吨/+45%), 17 年 1 月价格企稳在 2025 元/吨。预计 17 年纯碱价格将高位企稳, 公司盈利大幅受益。

■ 有机硅行业底部回暖。由于过去几年有机硅行业产能迅速扩张, 产品价格持

续下跌，公司有机硅业务基本处于盈亏平衡状况。近几年行业受益于产能淘汰，开工率逐渐上行，企业规模化发展已然成型，2015年有机硅单体20万吨及以上企业增至7家，合计产能197万吨，约占总产能的70%，定价话语权逐渐集中。7月份以来受G20停产及旺季需求刺激，7-12月价格累计上涨5200元/吨/+41%，主要原料金属硅涨幅稍低为1700元/吨/+16%，有机硅-金属硅价差持续扩大，我们认为行业已过底部区间，未来随着下游需求的好转，景气度有望持续改善。

#### 盈利预测

- 我们预计2016/2017/2018年公司实现净利润7.4/10.7/11.7亿，目前股价对应市盈率为23、16、15倍。

#### 风险提示

- 国储棉轮出超预期、棉价大幅下跌、房地产新开工面积大幅下跌。

图表 1: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	11,787	12,695	13,694	15,507	17,222	18,151
增长率		7.7%	7.9%	13.2%	11.1%	5.4%
主营业务成本	-9,662	-10,138	-10,721	-11,643	-12,634	-13,292
% 销售收入	82.0%	79.9%	78.3%	75.1%	73.4%	73.2%
毛利	2,125	2,557	2,973	3,864	4,588	4,859
% 销售收入	18.0%	20.1%	21.7%	24.9%	26.6%	26.8%
营业税金及附加	-59	-71	-100	-116	-129	-136
% 销售收入	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-384	-461	-657	-930	-1,033	-1,089
% 销售收入	3.3%	3.6%	4.8%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-769	-857	-1,057	-1,318	-1,464	-1,543
% 销售收入	6.5%	6.7%	7.7%	8.5%	8.5%	8.5%
息税前利润 (EBIT)	913	1,169	1,159	1,500	1,962	2,091
% 销售收入	7.7%	9.2%	8.5%	9.7%	11.4%	11.5%
财务费用	-414	-530	-618	-604	-666	-687
% 销售收入	3.5%	4.2%	4.5%	3.9%	3.9%	3.8%
资产减值损失	2	-8	-10	-32	-4	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	1	2	2	2
% 税前利润	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	501	632	532	865	1,294	1,404
营业利润率	4.2%	5.0%	3.9%	5.6%	7.5%	7.7%
营业外收支	30	10	-4	140	150	170
税前利润	531	642	528	1,005	1,444	1,574
利润率	4.5%	5.1%	3.9%	6.5%	8.4%	8.7%
所得税	-82	-157	-144	-251	-361	-394
所得税率	15.4%	24.5%	27.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	449	485	384	754	1,083	1,181
少数股东损益	4	8	-28	10	10	10
归属于母公司的净利润	445	477	413	744	1,073	1,171
净利率	3.8%	3.8%	3.0%	4.8%	6.2%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	449	485	384	754	1,083	1,181
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	603	727	869	1,106	1,082	1,077
非经营收益	386	533	540	670	536	543
营运资金变动	-1,866	-1,036	-811	-1,082	-183	-74
经营活动现金净流	-428	710	983	1,447	2,517	2,727
资本开支	-809	-223	-154	-595	41	-540
投资	-54	-27	0	-1	0	0
其他	7	19	12	2	2	2
投资活动现金净流	-856	-231	-141	-594	43	-538
股权募资	0	110	0	0	0	0
债权募资	1,929	414	-84	-1,048	-1,424	-1,027
其他	-418	-767	-645	-666	-836	-863
筹资活动现金净流	1,510	-243	-729	-1,713	-2,260	-1,889
现金净流量	226	236	113	-860	300	300

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,404	1,647	1,760	900	1,200	1,500
应收款项	1,927	1,781	1,896	4,801	5,332	5,620
存货	1,211	1,330	1,159	3,509	3,808	4,006
其他流动资产	354	261	192	1,166	1,265	1,331
流动资产	4,896	5,020	5,007	10,376	11,605	12,457
% 总资产	26.1%	25.1%	24.6%	41.2%	45.6%	48.0%
长期投资	60	58	45	46	45	45
固定资产	12,911	13,842	14,106	14,040	13,176	12,898
% 总资产	68.7%	69.1%	69.3%	55.8%	51.8%	49.7%
无形资产	775	803	840	718	613	525
非流动资产	13,897	15,006	15,340	14,806	13,836	13,471
% 总资产	73.9%	74.9%	75.4%	58.8%	54.4%	52.0%
资产总计	18,793	20,026	20,347	25,182	25,442	25,928
短期借款	4,968	5,766	5,476	4,906	3,481	2,453
应付款项	2,771	2,866	2,973	8,206	8,933	9,400
其他流动负债	-47	236	269	361	383	396
流动负债	7,692	8,868	8,718	13,473	12,798	12,250
长期贷款	2,667	2,290	2,376	2,376	2,376	2,377
其他长期负债	2,272	2,285	2,441	1,949	1,949	1,949
负债	12,631	13,443	13,536	17,798	17,123	16,576
普通股股东权益	5,695	6,089	6,350	6,912	7,837	8,860
少数股东权益	468	494	462	472	482	492
负债股东权益合计	18,793	20,026	20,347	25,182	25,442	25,928

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.241	0.258	0.223	0.402	0.580	0.633
每股净资产	3.077	3.291	3.432	3.736	4.235	4.788
每股经营现金净流	-0.231	0.384	0.531	0.782	1.360	1.474
每股股利	0.000	0.120	0.120	0.080	0.080	0.080
回报率						
净资产收益率	7.82%	7.84%	6.50%	10.76%	13.69%	13.21%
总资产收益率	2.37%	2.38%	2.03%	2.95%	4.22%	4.52%
投入资本收益率	4.89%	5.30%	5.07%	6.77%	9.12%	9.72%
增长率						
主营业务收入增长率	12.43%	7.71%	7.87%	13.24%	11.06%	5.39%
EBIT 增长率	98.69%	28.03%	-0.86%	29.42%	30.81%	6.60%
净利润增长率	291.82%	7.18%	-13.53%	80.33%	44.20%	9.12%
总资产增长率	15.39%	6.56%	1.60%	23.76%	1.03%	1.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.1	11.7	13.3	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	40.3	45.7	42.4	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	77.5	78.8	77.1	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	325.1	355.9	346.9	303.1	250.4	227.9
偿债能力						
净负债/股东权益	133.51%	127.65%	118.06%	112.82%	79.41%	56.46%
EBIT 利息保障倍数	2.2	2.2	1.9	2.5	2.9	3.0
资产负债率	67.21%	67.13%	66.52%	70.68%	67.30%	63.93%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-09-20	增持	8.23	9.60~10.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD