

## 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)：9.48元

## 粘胶、氯碱多点开花 价格上涨驱动盈利改善

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)     | 17,541.65  |
| 年内股价最高最低(元)  | 10.84/6.09 |
| 沪深300指数      | 3509.44    |
| 上证指数         | 3273.83    |



## 相关报告

1. 《业绩符合预期 受益于公司主要产品价格上涨-三友化工公司点评》，2017.1.25
2. 《“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

霍堃 联系人  
huokun@gjzq.com.cn

郭一凡 联系人  
(8621)60230247  
guoyif@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.223    | 0.412    | 0.794    | 0.923    | 1.013    |
| 每股净资产(元)    | 3.43     | 3.76     | 4.46     | 5.16     | 6.09     |
| 每股经营性现金流(元) | 0.53     | 0.73     | 1.57     | 1.66     | 1.43     |
| 市盈率(倍)      | 34.76    | 22.78    | 11.94    | 10.27    | 9.36     |
| 行业优化市盈率(倍)  | 64.36    | 65.74    | 67.34    | 67.34    | 67.34    |
| 净利润增长率(%)   | -13.53%  | 84.89%   | 92.56%   | 16.32%   | 9.68%    |
| 净资产收益率(%)   | 6.50%    | 10.96%   | 17.79%   | 17.91%   | 16.63%   |
| 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

■ 三友化工发布 2016 年报，公司 2016 年实现营业收入 157.57 亿元，同比增长 15.06%；实现归母净利润 7.63 亿元，同比增长 84.89%。公司业绩大幅增长的原因主要来自于其各类产品价格上涨带来的盈利能力改善。公司 2016 年利润分配预案为：以总股本 1850385487 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.25 元（含税）；本着谨慎性原则 2016 年计提各类资产减值损失共计 1.03 亿元。同时公司公告根据生产经营需要，为进一步减少关联交易增加公司独立性，拟以自有资金 1.44 亿元购买碱业集团热电分厂与公司热电联产项目相关固定资产及存货。

## 经营分析

- **公司主要产品产销两旺 价格上涨驱动盈利改善**：受益于宏观经济企稳以及地产等行业的复苏，公司主要产品实现产销两旺。其中纯碱、粘胶短纤等产品实现超负荷生产，其他产品基本实现满产满销。同时受益于各类产品价格上涨，纯碱、粘胶短纤、烧碱、PVC 等产品收入同比分别增长 4.42%、14.48%、18.94%以及 8.38%，同时毛利率分别提升 7.83、3.69、9.29 以及 5.14 个百分点。2016Q3 以来伴随着粘胶、氯碱产业链价格普涨，公司整体盈利能力持续改善。
- **粘胶短纤行业高位景气有望持续**：公司 2016 年粘胶短纤产销量分别为 52.62、52.6 万吨，产品实现满产满销。公司新增 20 万吨差别化粘胶短纤项目稳步推进，有望在 2018Q1 投产。我们认为粘胶短纤行业高景气度有望持续，需求稳定同时新增产能有限，行业高开工低库存的态势并未改变。近期受下游开工淡季影响，现货价格小幅回调并不影响未来持续上行趋势。
- **有机硅行业整体盈利能力大幅改善**：随着公司有机硅单体产能在 2015 年下半年大幅提升，公司有机硅相关产品产销量均呈现不同程度的提升。进入 2017Q1 以来有机硅行业景气度持续提升，产品价格上涨的同时甲醇、金属硅等原材料价格稳中有降，盈利能力创下历史新高。我们认为有机硅行业需求近几年维持高速增长，供给端结构逐步优化、出清，整体供需格局逐步向好。预计有机硅产品将成为公司 2017 年主要利润增长点之一。
- **氯碱行业盈利中枢有望提升**：公司氯碱相关产品 2016 年表现不俗，主要得益于下游地产以及基建行业的持续复苏。考虑到氯碱上游原材料维持高位，下游需求稳健叠加整体供给端持续改善，我们认为氯碱产业链整体盈利中枢有望持续提升，公司作为区域性龙头企业也将充分受益于这一过程。

### 投资建议

- 考虑到公司各主要产品价格中枢呈现整体向上提升以及公司的行业龙头地位，我们预计公司 17-19 年的 EPS 分别为 0.79 元、0.92 元、1.01 元，对应当前股价的 PE 分别为 12 倍、10 倍、9 倍，维持对公司的“增持”评级。

### 风险提示

- 宏观经济持续低迷 公司主要产品价格大幅下跌

图表 1: 财务数据与盈利预测

| 损益表 (人民币百万元)          |         |         |         |         |         |         | 资产负债表 (人民币百万元)  |               |               |               |               |               |               |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                       | 2014    | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |                 | 2014          | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| 主营业务收入                | 12,695  | 13,694  | 15,757  | 23,773  | 26,078  | 27,190  | 货币资金            | 1,647         | 1,760         | 1,977         | 2,150         | 2,032         | 1,859         |
| 增长率                   |         | 7.9%    | 15.1%   | 50.9%   | 9.7%    | 4.3%    | 应收款项            | 1,781         | 1,896         | 1,817         | 3,004         | 3,286         | 3,416         |
| 主营业务成本                | -10,138 | -10,721 | -11,835 | -18,087 | -19,845 | -20,712 | 存货              | 1,330         | 1,159         | 1,424         | 1,982         | 2,175         | 2,270         |
| %销售收入                 | 79.9%   | 78.3%   | 75.1%   | 76.1%   | 76.1%   | 76.2%   | 其他流动资产          | 261           | 192           | 196           | 273           | 300           | 313           |
| 毛利                    | 2,557   | 2,973   | 3,922   | 5,685   | 6,233   | 6,478   | 流动资产            | 5,020         | 5,007         | 5,415         | 7,409         | 7,792         | 7,858         |
| %销售收入                 | 20.1%   | 21.7%   | 24.9%   | 23.9%   | 23.9%   | 23.8%   | %总资产            | 25.1%         | 24.6%         | 25.8%         | 34.2%         | 36.1%         | 37.5%         |
| 营业税金及附加               | -71     | -100    | -170    | -238    | -261    | -272    | 长期投资            | 58            | 45            | 9             | 10            | 9             | 9             |
| %销售收入                 | 0.6%    | 0.7%    | 1.1%    | 1.0%    | 1.0%    | 1.0%    | 固定资产            | 13,842        | 14,106        | 14,269        | 13,348        | 12,896        | 12,204        |
| 营业费用                  | -461    | -657    | -778    | -1,165  | -1,252  | -1,305  | %总资产            | 69.1%         | 69.3%         | 67.9%         | 61.6%         | 59.8%         | 58.2%         |
| %销售收入                 | 3.6%    | 4.8%    | 4.9%    | 4.9%    | 4.8%    | 4.8%    | 无形资产            | 803           | 840           | 886           | 883           | 882           | 882           |
| 管理费用                  | -857    | -1,057  | -1,244  | -1,902  | -2,086  | -2,175  | 非流动资产           | 15,006        | 15,340        | 15,586        | 14,243        | 13,789        | 13,097        |
| %销售收入                 | 6.7%    | 7.7%    | 7.9%    | 8.0%    | 8.0%    | 8.0%    | %总资产            | 74.9%         | 75.4%         | 74.2%         | 65.8%         | 63.9%         | 62.5%         |
| 息税前利润 (EBIT)          | 1,169   | 1,159   | 1,730   | 2,381   | 2,634   | 2,726   | <b>资产总计</b>     | <b>20,026</b> | <b>20,347</b> | <b>21,001</b> | <b>21,652</b> | <b>21,581</b> | <b>20,954</b> |
| %销售收入                 | 9.2%    | 8.5%    | 11.0%   | 10.0%   | 10.1%   | 10.0%   | 短期借款            | 5,766         | 5,476         | 6,530         | 4,649         | 2,747         | 609           |
| 财务费用                  | -530    | -618    | -522    | -352    | -301    | -171    | 应付款项            | 2,866         | 2,973         | 3,590         | 5,130         | 5,602         | 5,335         |
| %销售收入                 | 4.2%    | 4.5%    | 3.3%    | 1.5%    | 1.2%    | 0.6%    | 其他流动负债          | 236           | 269           | 340           | 633           | 680           | 703           |
| 资产减值损失                | -8      | -10     | -103    | -8      | -10     | -10     | 流动负债            | 8,868         | 8,718         | 10,460        | 10,412        | 9,029         | 6,648         |
| 公允价值变动收益              | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 长期贷款            | 2,290         | 2,376         | 1,459         | 1,459         | 1,459         | 1,460         |
| 投资收益                  | 2       | 1       | 0       | 0       | 1       | 1       | 其他长期负债          | 2,285         | 2,441         | 1,625         | 992           | 992           | 992           |
| %税前利润                 | 0.3%    | 0.2%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | <b>负债</b>       | <b>13,443</b> | <b>13,536</b> | <b>13,545</b> | <b>12,863</b> | <b>11,480</b> | <b>9,100</b>  |
| 营业利润                  | 632     | 532     | 1,105   | 2,021   | 2,324   | 2,545   | <b>普通股股东权益</b>  | <b>6,089</b>  | <b>6,350</b>  | <b>6,959</b>  | <b>8,257</b>  | <b>9,539</b>  | <b>11,262</b> |
| 营业利润率                 | 5.0%    | 3.9%    | 7.0%    | 8.5%    | 8.9%    | 9.4%    | 少数股东权益          | 494           | 462           | 497           | 532           | 562           | 592           |
| 营业外收支                 | 10      | -4      | -27     | -15     | -10     | -10     | <b>负债股东权益合计</b> | <b>20,026</b> | <b>20,347</b> | <b>21,001</b> | <b>21,652</b> | <b>21,581</b> | <b>20,954</b> |
| 税前利润                  | 642     | 528     | 1,078   | 2,006   | 2,314   | 2,535   | <b>比率分析</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 利润率                   | 5.1%    | 3.9%    | 6.8%    | 8.4%    | 8.9%    | 9.3%    |                 | 2014          | 2015          | 2016          | 2017E         | 2018E         | 2019E         |
| 所得税                   | -157    | -144    | -277    | -501    | -578    | -634    | <b>每股指标</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 所得税率                  | 24.5%   | 27.3%   | 25.7%   | 25.0%   | 25.0%   | 25.0%   | 每股收益            | 0.258         | 0.223         | 0.412         | 0.794         | 0.922         | 1.011         |
| 净利润                   | 485     | 384     | 801     | 1,504   | 1,735   | 1,901   | 每股净资产           | 3.291         | 3.432         | 3.761         | 4.462         | 5.155         | 6.086         |
| 少数股东损益                | 8       | -28     | 38      | 35      | 30      | 30      | 每股经营现金净额        | 0.384         | 0.531         | 0.726         | 1.569         | 1.659         | 1.428         |
| 归属于母公司的净利润            | 477     | 413     | 763     | 1,469   | 1,705   | 1,871   | 每股股利            | 0.080         | 0.080         | 0.080         | 0.080         | 0.080         | 0.080         |
| 净利率                   | 3.8%    | 3.0%    | 4.8%    | 6.2%    | 6.5%    | 6.9%    | <b>回报率</b>      |               |               |               |               |               |               |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |         |         |         |         |         |         | 净资产收益率          | 7.84%         | 6.50%         | 10.96%        | 17.79%        | 17.88%        | 16.61%        |
|                       | 2014    | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 总资产收益率          | 2.38%         | 2.03%         | 3.63%         | 6.79%         | 7.90%         | 8.93%         |
| 净利润                   | 485     | 384     | 801     | 1,504   | 1,735   | 1,901   | 投入资本收益率         | 5.30%         | 5.07%         | 7.81%         | 11.24%        | 12.91%        | 13.71%        |
| 少数股东损益                | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>增长率</b>      |               |               |               |               |               |               |
| 非现金支出                 | 727     | 869     | 1,028   | 938     | 973     | 1,013   | 主营业务收入增长率       | 7.71%         | 7.87%         | 15.06%        | 50.87%        | 9.70%         | 4.27%         |
| 非经营收益                 | 533     | 540     | 505     | 604     | 354     | 221     | EBIT增长率         | 28.03%        | -0.86%        | 49.31%        | 37.61%        | 10.65%        | 3.47%         |
| 营运资金变动                | -1,036  | -811    | -990    | -142    | 8       | -493    | 净利润增长率          | 7.18%         | -13.53%       | 84.89%        | 92.59%        | 16.08%        | 9.71%         |
| 经营活动现金净流              | 710     | 983     | 1,344   | 2,904   | 3,070   | 2,643   | 总资产增长率          | 6.56%         | 1.60%         | 3.21%         | 3.10%         | -0.33%        | -2.91%        |
| 资本开支                  | -223    | -154    | -160    | 190     | -519    | -320    | <b>资产管理能力</b>   |               |               |               |               |               |               |
| 投资                    | -27     | 0       | 0       | -1      | 0       | 0       | 应收账款周转天数        | 11.7          | 13.3          | 13.1          | 13.0          | 13.0          | 13.0          |
| 其他                    | 19      | 12      | 18      | 0       | 1       | 1       | 存货周转天数          | 45.7          | 42.4          | 39.8          | 40.0          | 40.0          | 40.0          |
| 投资活动现金净流              | -231    | -141    | -142    | 189     | -519    | -320    | 应付账款周转天数        | 78.8          | 77.1          | 76.2          | 76.0          | 76.0          | 67.0          |
| 股权募资                  | 110     | 0       | 0       | 0       | -275    | 0       | 固定资产周转天数        | 355.9         | 346.9         | 314.1         | 198.7         | 177.6         | 163.7         |
| 债权募资                  | 414     | -84     | -677    | -2,500  | -1,902  | -2,137  | <b>偿债能力</b>     |               |               |               |               |               |               |
| 其他                    | -767    | -645    | -629    | -420    | -492    | -359    | 净负债/股东权益        | 127.65%       | 118.06%       | 93.95%        | 56.32%        | 31.35%        | 10.15%        |
| 筹资活动现金净流              | -243    | -729    | -1,306  | -2,920  | -2,669  | -2,496  | EBIT利息保障倍数      | 2.2           | 1.9           | 3.3           | 6.8           | 8.8           | 15.9          |
| 现金净流量                 | 236     | 113     | -104    | 173     | -118    | -173    | 资产负债率           | 67.13%        | 66.52%        | 64.50%        | 59.41%        | 53.20%        | 43.43%        |

来源: Wind, 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    | 2    | 5    | 10   |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 2    | 4    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 1.29 | 1.29 |

来源：朝阳永续

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 |
| 2  | 2017-01-25 | 增持 | 9.92 | N/A        |
|    |            |    |      |            |
|    |            |    |      |            |
|    |            |    |      |            |
|    |            |    |      |            |
|    |            |    |      |            |
|    |            |    |      |            |

来源：国金证券研究所

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



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