

产品景气周期带动业绩向好, 17年仍将持续

投资要点

- **事件:** 公司发布2016年度报告。报告期内, 公司实现营业收入157.6亿元, 同比增长15.1%; 实现归属上市公司股东净利润7.6亿元, 同比增长84.9%。同时, 公司拟向全体股东每10股派发现金红利1.25元(含税)。
- **主营产品价格上升带动公司业绩向好。** 报告期内公司主导产品粘胶短纤、烧碱价格同比上升, 部分产品销量提升, 共同促使公司业绩同比表现出色。从产品提价幅度看, 粘胶短纤平均价格16年相较于15年提升12.9%, 16年纯碱平均价格同比上升5.1%, PVC同比提升11.6%, 烧碱同比提升15.9%, 致使2016年公司综合毛利率提升3.2个百分点至24.9%。同时, 二甲基硅氧烷混合环体销量放大至7万吨, 同比增长53.2%。
- **粘胶短纤强势周期仍将持续。** 因供需格局的根本性变化, 粘胶短纤行业步入较长景气周期, 我们研判粘胶短纤此轮周期最早于18年中旬结束, 17年全年平均价格高位, 带来较大业绩弹性。公司目前具备每年生产50万吨粘胶短纤的能力, 在国内居于行业前列, 近两年均满负荷运行, 是我国粘胶短纤的最主要生产企业之一, 粘胶提价业绩弹性巨大。且公司差异化粘胶短纤产品占比接近40%, 产品质量行业领先, 成本优势也较为突出。三友在建的20万吨功能性、差别化粘胶短纤项目预计18年3月投产, 若本次非公开发行项目顺利进行, 公司将巩固粘胶短纤龙头地位, 未来规模化生产优势及议价能力将进一步提升。
- **有机硅纯碱好于去年同期, 看好公司业绩增长。** 纯碱价格节后受制于高库存回落至1600元/吨, 但我们认为行业供需实质性改善, 目前价格有望企稳回升。17年Q1纯碱平均价格1949元/吨, 较15年均价1458.8元/吨高出33.6%, 业绩改善贡献较大。有机硅因企业开工水平整体不高、停车及检修现象较多等现象造成货源供应紧张, 价格大幅上涨, 17年Q1有机硅中间体平均价格20470元/吨, 较16年平均价格上涨42.6%, 公司具有有机硅单体产能20万吨, 对应DMC产能10万吨, 业绩弹性较大。
- **盈利预测与投资建议。** 公司主营产品价格变动, 调整盈利预测。我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.87元、0.92元和0.97元, 对应的PE分别为11倍、10倍和10倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 粘短价格或不及预期的风险、纯碱价格或不及预期的风险、行业新增产能大量投放的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15756.80	18455.01	19752.80	21127.43
增长率	15.06%	17.12%	7.03%	6.96%
归属母公司净利润(百万元)	762.86	1603.69	1708.12	1792.44
增长率	84.89%	110.22%	6.51%	4.94%
每股收益EPS(元)	0.41	0.87	0.92	0.97
净资产收益率ROE	10.74%	18.15%	16.14%	14.46%
PE	23	11	10	10
PB	2.35	1.93	1.62	1.39

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn
联系人: 李海勇
电话: 0755-23617478
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	18.50
流通A股(亿股)	18.50
52周内股价区间(元)	6.17-10.84
总市值(亿元)	175.42
总资产(亿元)	210.01
每股净资产(元)	3.76

相关研究

1. 三友化工(600409): 粘胶强周期起点, 业绩弹性巨大 (2016-10-24)
2. 三友化工(600409): 粘胶短纤龙头, 看好全年业绩表现 (2016-08-10)

关键假设：

假设 1：公司粘胶短纤产品 17-19 年含税均价分别为 16000 元/吨、15800 元/吨和 15500 元/吨，在建的 20 万吨差异化粘胶短纤产能预计与 18 年 3 月份投产，18 年消化 9 万吨，19 年达产。预计粘胶短纤产品毛利率先升后降；

假设 2：公司纯碱产品 17-19 年含税均价分别为 1600 元/吨、1550 元/吨和 1500 元/吨，销量维持在 350 万吨，毛利率先升后降；

假设 3：烧碱产品因粘胶短纤产能增加，自用增多，外销减少；有机硅价格大幅提升，假设有机硅中间体 17-19 年含税均价分别为 18500 元/吨、19000 元/吨和 19000 元/吨。PVC 基本保持稳定。三费率先升后降。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
粘胶短纤	收入	6511.27	7247.86	8372.65	9670.94
	增速	14.5%	11.31%	15.52%	15.51%
	毛利率	19.21%	26.00%	26.00%	25.50%
纯碱	收入	4121.47	4786.32	4636.75	4487.18
	增速	4.4%	16.13%	-3.13%	-3.23%
	毛利率	35.35%	40.00%	39.00%	38.50%
烧碱	收入	911.58	1269.06	1125.38	962.05
	增速	18.9%	39.22%	-11.32%	-14.51%
	毛利率	911.58	1269.06	1125.38	962.05
有机硅	收入	1121.53	1527.14	1567.74	1567.74
	增速	49.5%	36.17%	2.66%	0.00%
	毛利率	15.12%	25.00%	25.00%	25.00%
PVC	收入	2163.44	2372.50	2555.00	2737.50
	增速	8.4%	9.7%	7.7%	7.1%
	毛利率	3.48%	3.50%	3.50%	3.50%
蒸汽、电、石灰石	收入	965.21	1,158.25	1,331.99	1,465.19
	增速	-4.9%	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	26.67%	26.00%	26.00%	26.00%
其他	收入	1630.53	1712.06	1797.66	1887.54
	增速	28.4%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	5.91%	6.00%	6.00%	6.00%
内部抵消	收入	-1668.23	-1618.18	-1634.36	-1650.71
	增速	-4.0%	-3.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	-8.02%	-6.90%	-7.00%	-7.10%
合计	收入	15756.80	18455.01	19752.80	21127.43
	增速	15.1%	17.12%	7.03%	6.96%
	毛利率	24.89%	30.30%	29.14%	27.97%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15756.80	18455.01	19752.80	21127.43	净利润	800.87	1648.69	1748.12	1830.44
营业成本	11835.23	12863.49	13997.40	15218.91	折旧与摊销	924.95	954.42	1013.78	1076.79
营业税金及附加	169.61	198.65	212.62	227.42	财务费用	521.93	736.36	712.96	656.86
销售费用	778.16	911.41	928.38	992.99	资产减值损失	103.23	50.00	30.00	20.00
管理费用	1243.76	1456.74	1520.97	1542.30	经营营运资本变动	498.10	-193.05	87.76	55.46
财务费用	521.93	736.36	712.96	656.86	其他	-1505.29	-51.00	-31.00	-21.00
资产减值损失	103.23	50.00	30.00	20.00	经营活动现金流净额	1343.78	3145.41	3561.62	3618.54
投资收益	0.16	1.00	1.00	1.00	资本支出	-247.49	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	105.28	1.00	1.00	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-142.22	-999.00	-999.00	-999.00
营业利润	1105.05	2239.35	2351.48	2469.95	短期借款	575.54	726.90	-1719.88	19.84
其他非经营损益	-27.18	-41.10	-20.65	-29.37	长期借款	-916.95	0.00	0.00	0.00
利润总额	1077.86	2198.25	2330.83	2440.58	股权融资	5.00	0.00	0.00	0.00
所得税	276.99	549.56	582.71	610.15	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	800.87	1648.69	1748.12	1830.44	其他	-968.31	-3004.83	-712.96	-656.86
少数股东损益	38.01	45.00	40.00	38.00	筹资活动现金流净额	-1304.72	-2277.93	-2432.84	-637.02
归属母公司股东净利润	762.86	1603.69	1708.12	1792.44	现金流量净额	-104.28	-131.52	129.78	1982.53
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1977.02	1845.50	1975.28	3957.81	成长能力				
应收和预付款项	1978.60	2329.69	2492.58	2668.26	销售收入增长率	15.06%	17.12%	7.03%	6.96%
存货	1424.24	1519.11	1640.36	1796.09	营业利润增长率	107.78%	102.65%	5.01%	5.04%
其他流动资产	34.76	40.72	43.58	46.61	净利润增长率	108.50%	105.86%	6.03%	4.71%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	26.96%	54.01%	3.77%	3.07%
投资性房地产	8.79	8.79	8.79	8.79	获利能力				
固定资产和在建工程	14265.66	14333.33	14341.65	14286.95	毛利率	24.89%	30.30%	29.14%	27.97%
无形资产和开发支出	885.94	863.85	841.77	819.68	三费率	16.14%	16.82%	16.01%	15.11%
其他非流动资产	425.83	425.83	425.83	425.83	净利率	5.08%	8.93%	8.85%	8.66%
资产总计	21000.85	21366.82	21769.83	24010.01	ROE	10.74%	18.15%	16.14%	14.46%
短期借款	4285.14	5012.04	3292.16	3312.00	ROA	3.81%	7.72%	8.03%	7.62%
应付和预收款项	3681.66	3934.93	4281.55	4648.97	ROIC	7.70%	14.08%	14.25%	14.53%
长期借款	1459.45	1459.45	1459.45	1459.45	EBITDA/销售收入	16.20%	21.30%	20.65%	19.90%
其他负债	4118.63	1878.94	1907.09	1929.57	营运能力				
负债合计	13544.88	12285.36	10940.25	11349.99	总资产周转率	0.76	0.87	0.92	0.92
股本	1850.39	1850.39	1850.39	1850.39	固定资产周转率	1.19	1.37	1.47	1.58
资本公积	2370.41	2370.41	2370.41	2370.41	应收账款周转率	27.80	28.56	27.18	27.18
留存收益	2715.26	4318.95	6027.07	7819.51	存货周转率	9.16	8.74	8.86	8.86
归属母公司股东权益	6959.27	8539.75	10247.87	12040.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	59.35%	—	—	—
少数股东权益	496.71	541.71	581.71	619.71	资本结构				
股东权益合计	7455.98	9081.46	10829.58	12660.01	资产负债率	64.50%	57.50%	50.25%	47.27%
负债和股东权益合计	21000.85	21366.82	21769.83	24010.01	带息债务/总负债	49.73%	60.75%	52.50%	50.78%
					流动比率	0.52	0.62	0.78	1.02
					速动比率	0.38	0.46	0.57	0.81
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.41	0.87	0.92	0.97
					每股净资产	4.03	4.91	5.85	6.84
					每股经营现金	0.73	1.70	1.92	1.96
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2551.92	3930.13	4078.21	4203.59					
PE	22.99	10.94	10.27	9.79					
PB	2.35	1.93	1.62	1.39					
PS	1.11	0.95	0.89	0.83					
EV/EBITDA	9.44	5.78	5.11	4.49					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn