



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2017-04-13

公司点评报告

买入/维持

三友化工(600409)

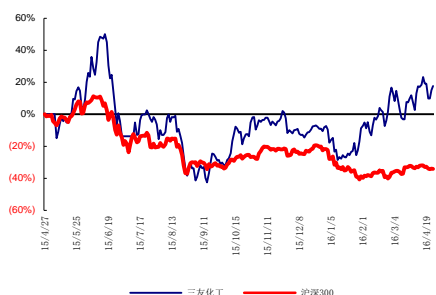
目标价: 12

昨收盘: 9.48

化工 化学原料

四大核心产品仍处于景气上行周期，业绩持续高增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,850/1,850
总市值/流通(百万元)	17,542/17,542
12个月最高/最低(元)	10.84/6.17

相关研究报告:

《主营产品毛利均有明显提升,助推业绩增长》-2016/08/09

《人民币贬值利好获粘胶短纤出口印证,公司有望受益》-2016/06/27

《粘胶短纤景气向上,一季度业绩同比大幅增长》-2016/04/27

证券分析师: 杨伟

执业资格证书编码: S1190517030005

研究助理: 李泽江

电话: 010-88321612

E-MAIL: lizejiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080041

事件:

公司公布 2016 年报, 16 年实现营业收入 157.57 亿元, 同比增长 15.06%; 净利润 7.63 亿元, 同比增长 84.89%; EPS 为 0.41 元; 加权平均净资产收益率为 11.47%, 提升了 4.85 个百分点, 公司业绩符合预期。公司还公告了 2016 年利润分配预案为每 10 股派现金红利 1.25 元。

点评:

粘胶短纤、纯碱和烧碱价格和毛利率提升是 16 年业绩增长的主要动力。三种主营产品合计贡献了 85% 的毛利润, 从销量来看, 三种产品销量和去年同期相比几乎持平 (粘胶短纤 52.6 万吨, 同比增加 1.4%; 纯碱 289 万吨, 同比下降 0.6%; 烧碱 51.2 万吨, 同比增长 2.6%), 但同期三种产品价格出现大幅上涨, 毛利率也随之增加。粘胶短纤毛利率 19.2%, 提升了 3.7 个百分点; 纯碱毛利率 35.35%, 提升了 7.83 个百分点; 烧碱毛利率 52.8%, 提升了 9.3 个百分点。

粘胶短纤行业供需紧平衡, 仍处于景气上行周期。粘胶行业周期 4-5 年, 在经历 2011-2014 年周期价格下滑后, 近两年受产能增速放缓、需求逐步增长影响, 市场重回上行通道, 价格重心稳步上行, 尤其进入 16 年以来价格中枢不断上移 (由年初 1.2 万元/吨涨到年底 1.7 万元/吨)。考虑到未来几年环保监管严格、新增产能极少、行业整合加剧、棉价上行支撑、需求增速平稳、开工维持 9 成、库存仍然较低等因素, 17 年行业景气仍将处于上行周期, 价格中枢有望不断上移。目前公司产能 50 万吨, 粘胶价格每上涨 1000 元/吨, 增厚 EPS 约 0.193 元。此外, 公司于 18 年 Q1 投产 20 万吨差别化粘胶短纤项目, 届时将充分享受量价齐升带来的盈利高增长。

春节后纯碱受下游企业开工低、联合压价等影响, 价格出现大幅下滑, 但难改供需紧平衡的大格局, 总体上我们认为 17 年行情将好于 16 年。纯碱行业周期 3-4 年, 2012-2015 年为市场下滑周期, 2016 年进入上行周期, 16 年均价 1430 元/吨, 17 年 Q1 均价 2000 元/吨, 近期价格回调, 但考虑到新增产能最早于 18 年 Q1 投放, 下游需求也持续复苏, 且目前市场价已接近化学法生产成本, 预计近期纯碱价格有望反弹, 总的来看, 17 年价格中枢将高于 16 年。目前公司产能 340 万吨, 产能全国最大, 弹性最大。

有机硅行业底部回升, 17 年有望实现量价齐升。有机硅行业周期 5 年, 2011-2015 年产能过剩导致景气下行, 2016 年进入上行周期,

由 16 年 7 月价格 1.22 万元/吨涨到目前 2.20 万元/吨。公司 15 年有机硅产能逆势扩张，目前产能 20 万吨，市占率 10%，17 年有望实现量价齐升。

维持“买入”评级：粘胶短纤和纯碱行业 2017 年几乎没有新增产能，在供给端产能萎缩和下游需求向好双重作用下，未来几年行业景气仍将处于上行周期。有机硅行业底部回升价格不断上移，公司作为粘胶短纤和纯碱等行业龙头企业盈利能力将大幅提升，所以我们看好公司的未来发展，根据公开信息，我们测算 2017-2019 年公司每股收益分别为 0.77 元、1.02 元和 1.16 元，目前股价对应的 PE 仅 12、9、8 倍，具有很强的安全边际，维持“买入”投资评级。

风险提示：产品价格下滑，下游需求不及预期。

■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15757	18593	20824	22907
增长率 (%)	15.06%	18.00%	12.00%	10.00%
净利润(百万元)	763	1425	1892	2140
增长率 (%)	108.5%	86.79%	32.79%	13.12%
每股收益(元)	0.412	0.770	1.023	1.157
市盈率	23	12	9	8

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1522	1683	1851	2060	2118	营业收入	13694	15757	18593	20824	22907
应收和预付款项	2069	1979	2368	2611	2868	营业成本	10721	11835	13536	14910	16447
存货	1159	1424	1729	1744	1900	营业税金及附加	100	170	200	224	247
其他流动资产	19	35	35	35	35	销售费用	657	778	918	1028	1131
流动资产合计	4769	5121	5983	6450	6921	管理费用	1057	1244	1386	1552	1708
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	618	522	387	290	207
投资性房地产	45	9	9	9	9	资产减值损失	10	103	103	103	103
固定资产及在建工程	14106	14269	14095	13920	13746	投资收益	1	0	0	0	0
无形资产开发支出	840	886	886	886	886	公允价值变动	0	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	营业利润	532	1105	2062	2716	3064
其他非流动资产	153	212	212	212	212	其他非经营损益	-4	-27	-68	-68	-68
资产总计	19912	20496	21184	21477	21773	利润总额	528	1078	1995	2649	2996
短期借款	3710	4285	4200	4200	4200	所得税	144	277	499	662	749
应付和预收款项	2973	3590	3928	4000	4100	净利润	384	801	1496	1987	2247
长期借款	4325	2451	2451	2451	2451	少数股东损益	-28	38	71	94	107
其他负债	1991	2607	2607	2607	2607	归母股东净利润	413	763	1425	1892	2140
负债合计	12999	12934	13187	13259	13359						
股本	1850	1850	1850	1850	1850	预测指标					
资本公积	2365	2370	2370	2370	2370		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
留存收益	2134	2738	3209	3336	3425	毛利率	21.71%	24.89%	27.20%	28.40%	28.20%
归母公司股东权益	6350	6959	7429	7557	7646	销售净利率	2.81%	5.08%	8.05%	9.54%	9.81%
少数股东权益	462	497	568	662	769	销售收入增长率	7.87%	15.06%	18.00%	12.00%	10.00%
股东权益合计	6811	7456	7997	8219	8414	EBIT 增长率	-7.89%	46.69%	51.49%	24.16%	9.27%
负债和股东权益	19810	20390	21184	21477	21773	净利润增长率	-20.81%	108.5%	86.79%	32.79%	13.12%
						ROE	6.50%	10.96%	17.67%	19.84%	19.11%
						ROA	5.20%	7.42%	11.22%	14.52%	14.29%
						ROIC	5.28%	8.56%	14.03%	15.82%	19.01%
						EPS (X)	0.223	0.412	0.770	1.023	1.157
						PE (X)	42.51	22.99	12.31	9.27	8.20
						PB (X)	2.76	2.52	2.17	1.84	1.57
						PS (X)	1.28	1.11	0.94	0.84	0.77
						EV/EBITDA (X)	13.00	9.51	9.84	7.03	6.28

现金流量表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金流	1093	1424	673	3556	1308
投资性现金流	-141	-142	-51	-51	-51
融资性现金流	-730	-1305	-2119	-3424	-605
现金增加额	223	-25	-1497	81	652

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；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

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)88321761/88321717

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。