

三友化工(600409)/化学原料
业绩超市场预期, 看好粘胶、氯碱、纯碱景气持续
评级: 买入(维持)

市场价格: 9.46

目标价格: 15

分析师: 王席鑫

执业证书编号: S0740517010008

电话: 021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

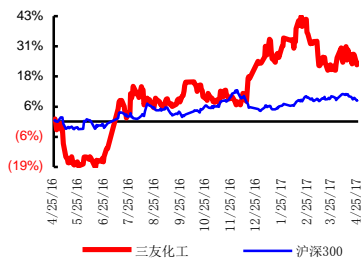
分析师: 肖晴

执业证书编号: S0740517020005

Email: xiaoqing@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,850
流通股本(百万股)	1,850
市价(元)	9.46
市值(百万元)	17,505
流通市值(百万元)	17,505

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 业绩符合预期, 公司四大产品景气周期持续

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,693.85	15,756.80	20,909.70	26,437.83	30,437.83
增长率 yoy%	7.87%	15.06%	32.70%	26.44%	15.13%
净利润	412.61	762.86	2,077.05	2,612.27	3,022.58
增长率 yoy%	-13.53%	84.89%	172.27%	25.77%	15.71%
每股收益(元)	0.22	0.41	1.12	1.41	1.63
每股现金流量	0.53	0.73	1.27	1.73	1.85
净资产收益率	6.50%	10.96%	22.98%	22.42%	20.60%
P/E	34.76	22.78	8.45	6.72	5.80
PEG	—	0.27	0.05	0.26	0.37
P/B	2.26	2.50	1.94	1.51	1.20

备注:

投资要点

- 事件: 公司发布 2017 年一季报, 实现收入 51.21 亿元, 同比增长 46.63%; 归母净利润 5.1 亿元, 同比增长 299.42%。EPS0.27 元, 加权平均 ROE7.07, 同比大增 5.08 个百分点。业绩超市场预期。**
- 产品涨价趋势下公司利润水平大幅提升: 17 年一季度公司主要产品价格环比有较大幅度的提高, 公司净利润 5.1 亿元, 达到历史最好水平。在化工产品普涨的环境下, 公司主要产品均实现价格大幅上涨, 纯碱、粘胶、烧碱、PVC、DMC2017 年均价同比上涨分别为 38.82%、31.66%、60.54%、28.15%、39.56%, 而同期原材料的价格小幅上涨, 公司整体盈利性增强。毛利率同比大增超 4 个百分点, 环比增长超 3 个百分点。同时公司销售费用、管理费用、财务费用率均下降, 销售净利率 10.86%, 同比大增 7 个百分点。**
- 粘胶价格跟随棉花期货上涨反弹, 淡季价格短期调整不改长期趋势看好: 1、看好棉花格局反转, 棉价趋势向上打开粘胶上涨空间: 棉花供给和需求基本稳定在 800 万吨左右, 近几年棉价持续走低导致棉花种植面积持续减少。我们预计 17 年二季度国储抛储完毕后, 棉花格局有望积极改善, 目前棉花期货在 16 000 元/吨左右, 仍然处于历史上相对较低的位置, 有望进入新一轮大行情。每次棉花价格的上涨都同时提振粘胶短纤价格, 且价差在 5000 元/吨以上时才会出现明显替代, 因此棉价景气向上有望进一步打开粘胶的上涨空间。2、粘胶自身格局向好, 未来 2 年新增产能少: 在 16 年几乎没有新增产能且需求继续增长的情况下, 粘胶供需整体偏紧, 未来 2 年也仅有 18 万吨新增产能, 行业集中度高协同性好, CR5 达到 53%。**
- 纯碱近期价格下滑较多, 部分厂家限产及环保检查有望带动纯碱价格止跌反弹: 一季度纯碱价格先涨后跌, 目前价格下大部分纯碱生产企业无盈利。公司单吨净利润为 50 元左右。受氯化铵价格低迷影响, 部分联碱法企业压力较大。不少厂家如杭州龙山、四川广宇、天津碱厂、湖北双环、江苏德邦、重庆碱氯等企业均下降生产负荷。**

中长期看好纯碱行业: 1、供给端未来两年无新增产能: 截至 2016 年 12 月, 国内纯碱企业的年产能为 2957 万吨。15-16 年多联碱法企业的产能退出, 合计产能达到 156 万吨, 占全国总产能的 5.3%。而新增产能上相对寥寥, 从行业统计上看 16 年行业退出和新增产能基本相抵, 而看 17-18 年目前暂时没有新增产能的释放规划; 2、中长期来看供给侧的新增产能有限意味着纯碱的高景气延续性好, 有望维持 1 年以上。
- PVC 周期特征淡化, 高景气有望贯穿未来 3 年: 与此前行业景气上行随即伴随企业大量扩产的局面不同, 我们认为目前 PVC 行业的周期性特征正在淡化, 看好本轮 PVC 高景气有望维持 3-5 年, 主要原因: 1) 电石法 PVC 对资源依赖性很强, 新建 PVC 产能所需的主要资源煤炭、原盐、石灰石等主要集中在我国西部地区, 09 年之后能够配置的资源已经非常有限了, 导致新增 PVC 产能难度陡然上升; 2) 电石采购困难, 导致无电石配套的闲置产能复工困难; 3) 政策上限制氯碱及电石新增产能, 国土资源部明确表示不再受理电石、烧碱、PVC 等项目的新增产能用地。PVC 行业目前实际产能大约在 2000 万吨左右, 16 年产量 1669 万吨, 对应 80%左右的开工率, 与消费量已经平衡。未来 3-5 年在新增产能有限, 下游消费持续增长的状态下, 我们判断 PVC 高景气有望持续。整体来看, 我们判断 2017 年 PVC 均价较 2016 年有望进一步上涨。**
- 烧碱刚需支撑, 景气有望延续: 烧碱与 PVC 是共生关系, 16 年 9 月以来烧碱**

价格一路上涨目前依然高位维持，作为过剩产能烧碱未来几年在供应上的增量亦将受限，而需求端受到氧化铝及粘胶行业刚需支撑，因此我们看好烧碱高景气有望继续延续。

- **有机硅价格维持高位：**DMC自2016年1月12500元/吨上涨至目前的22500元/吨，累计涨幅高达80%，连续上涨近九个月，近期高位维持。近期国内有机硅单体企业开工有所提升，下游生胶、混炼胶进入需求旺季。四月中央环保督察组进驻新疆、山东、浙江等15个省市进行督查，环保影响下，有机硅价格将持续维持在较高水平。从行业供给来看，近几年有机硅产能逐步缩减，未来几年几乎没有新增产能，在环保的强力控制下，行业供给进一步收缩。而下游需求稳定增长，行业供需格局改善明显。
- **投资建议：**公司四大主要均处于景气周期当中，纯碱和粘胶短期价格调整不影响我们对行业长期看好。我们预计2017-2019年EPS分别为1.12/1.41/1.63元，给予买入评级，目标价15元。
- **风险提示：**产品价格下降，下游需求低迷

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。