

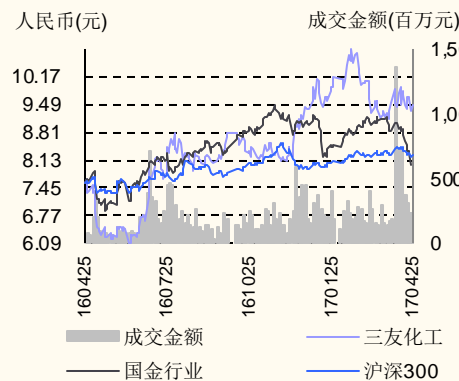
市场价格(人民币): 9.46元

产品价格全面上涨 一季度净利润创历史新高

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)	17,504.65
年内股价最高最低(元)	10.84/6.09
沪深 300 指数	3440.97
上证指数	3134.57



相关报告

- 1.《粘胶、氯碱多点开花 价格上涨驱动盈利改善-三友化工公司点评》，2017.4.13
- 2.《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
- 3.《“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

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

霍堃 联系人
huokun@gjzq.com.cn

陈铖 联系人
chencheng2@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	0.922	1.011
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	10.29	9.38
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%	92.59%	16.08%	9.71%
净资产收益率(%)	6.50%	10.96%	17.79%	17.88%	16.61%
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 2017 年一季报, 公司实现营业收入 51.21 亿元, 同比增长 46.63%; 实现归属上市公司股东净利润 5.1 亿元, 同比增长 299.42%。公司业绩大幅增长的主要原因来自于其主要产品价格全面上涨, 我们认为考虑到部分产品二季度景气度持续提升, 公司整体盈利水平有望得以延续。

经营分析

■ 受益产品价格全面上涨 公司单季度净利润创历史新高: 公司各类主要产品价格全面上涨, 纯碱、粘胶短纤、烧碱、PVC 以及有机硅单体一季度平均销售价格分别同比 38.82%、31.66%、60.54%、28.15%、39.56%; 同时产品基本维持满产满销的态势。公司主要原材料采购价格除原煤、甲醇价格涨幅较大外, 其他涨幅皆小于产成品价格, 从而使得公司一季度综合毛利率达到 28.26%, 同比、环比分别提升 4.32 以及 3.25 个百分点。我们预计二季度包括烧碱、有机硅单体以及粘胶短纤等有望维持高位景气, 纯碱 PVC 等产品由于价格下降导致盈利能力有所降低。

■ 粘胶价格回调充分 有望重启上升通道: 受下游需求淡季影响, 粘胶现货价格在三月中旬开始出现一定程度回调, 同时伴随行业整体开工率下降以及库存上升。进入四月以来价格逐步见底企稳, 下游纱厂订单情况逐步改善, 行业整体开工率回到 92% 的水平, 行业库存水平回到 9 天以内。我们认为伴随下游旺季逐步临近, 粘胶价格有望重回上升通道。

■ 有机硅单体、烧碱等产品有望维持高位景气: 有机硅行业整体受到环保趋严的影响行业整体开工负荷维持低位, 下游需求稳定的背景下目前价差已创下近几年新高, 我们认为未来仍将维持高盈利能力; 烧碱受氯碱不平衡加剧的影响, 液氯下游环保压力进一步加剧, 废酸库逐步压制液氯下游各类产品开工负荷, 并进一步影响氯碱整体开工水平。我们认为在这一背景下, 烧碱整体盈利能力仍具有较强的持续性。

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	12,695	13,694	15,757	23,773	26,078	27,190
增长率		7.9%	15.1%	50.9%	9.7%	4.3%
主营业务成本	-10,138	-10,721	-11,835	-18,087	-19,845	-20,712
% 销售收入	79.9%	78.3%	75.1%	76.1%	76.1%	76.2%
毛利	2,557	2,973	3,922	5,685	6,233	6,478
% 销售收入	20.1%	21.7%	24.9%	23.9%	23.9%	23.8%
营业税金及附加	-71	-100	-170	-238	-261	-272
% 销售收入	0.6%	0.7%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-461	-657	-778	-1,165	-1,252	-1,305
% 销售收入	3.6%	4.8%	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%
管理费用	-857	-1,057	-1,244	-1,902	-2,086	-2,175
% 销售收入	6.7%	7.7%	7.9%	8.0%	8.0%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	1,169	1,159	1,730	2,381	2,634	2,726
% 销售收入	9.2%	8.5%	11.0%	10.0%	10.1%	10.0%
财务费用	-530	-618	-522	-352	-301	-171
% 销售收入	4.2%	4.5%	3.3%	1.5%	1.2%	0.6%
资产减值损失	-8	-10	-103	-8	-10	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	1	0	0	1	1
% 税前利润	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	632	532	1,105	2,021	2,324	2,545
营业利润率	5.0%	3.9%	7.0%	8.5%	8.9%	9.4%
营业外收支	10	-4	-27	-15	-10	-10
税前利润	642	528	1,078	2,006	2,314	2,535
利润率	5.1%	3.9%	6.8%	8.4%	8.9%	9.3%
所得税	-157	-144	-277	-501	-578	-634
所得税率	24.5%	27.3%	25.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	485	384	801	1,504	1,735	1,901
少数股东损益	8	-28	38	35	30	30
归属于母公司的净利润	477	413	763	1,469	1,705	1,871
净利率	3.8%	3.0%	4.8%	6.2%	6.5%	6.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	485	384	801	1,504	1,735	1,901
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	727	869	1,028	938	973	1,013
非经营收益	533	540	505	604	354	221
营运资金变动	-1,036	-811	-990	-142	8	-493
经营活动现金净流	710	983	1,344	2,904	3,070	2,643
资本开支	-223	-154	-160	190	-519	-320
投资	-27	0	0	-1	0	0
其他	19	12	18	0	1	1
投资活动现金净流	-231	-141	-142	189	-519	-320
股权募资	110	0	0	0	-275	0
债权募资	414	-84	-677	-2,500	-1,902	-2,137
其他	-767	-645	-629	-420	-492	-359
筹资活动现金净流	-243	-729	-1,306	-2,920	-2,669	-2,496
现金净流量	236	113	-104	173	-118	-173

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,647	1,760	1,977	2,150	2,032	1,859
应收款项	1,781	1,896	1,817	3,004	3,286	3,416
存货	1,330	1,159	1,424	1,982	2,175	2,270
其他流动资产	261	192	196	273	300	313
流动资产	5,020	5,007	5,415	7,409	7,792	7,858
% 总资产	25.1%	24.6%	25.8%	34.2%	36.1%	37.5%
长期投资	58	45	9	10	9	9
固定资产	13,842	14,106	14,269	13,348	12,896	12,204
% 总资产	69.1%	69.3%	67.9%	61.6%	59.8%	58.2%
无形资产	803	840	886	883	882	882
非流动资产	15,006	15,340	15,586	14,243	13,789	13,097
% 总资产	74.9%	75.4%	74.2%	65.8%	63.9%	62.5%
资产总计	20,026	20,347	21,001	21,652	21,581	20,954
短期借款	5,766	5,476	6,530	4,649	2,747	609
应付款项	2,866	2,973	3,590	5,130	5,602	5,335
其他流动负债	236	269	340	633	680	703
流动负债	8,868	8,718	10,460	10,412	9,029	6,648
长期贷款	2,290	2,376	1,459	1,459	1,459	1,460
其他长期负债	2,285	2,441	1,625	992	992	992
负债	13,443	13,536	13,545	12,863	11,480	9,100
普通股股东权益	6,089	6,350	6,959	8,257	9,539	11,262
少数股东权益	494	462	497	532	562	592
负债股东权益合计	20,026	20,347	21,001	21,652	21,581	20,954

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.258	0.223	0.412	0.794	0.922	1.011
每股净资产	3.291	3.432	3.761	4.462	5.155	6.086
每股经营现金净流	0.384	0.531	0.726	1.569	1.659	1.428
每股股利	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080	0.080
回报率						
净资产收益率	7.84%	6.50%	10.96%	17.79%	17.88%	16.61%
总资产收益率	2.38%	2.03%	3.63%	6.79%	7.90%	8.93%
投入资本收益率	5.30%	5.07%	7.81%	11.24%	12.91%	13.71%
增长率						
主营业务收入增长率	7.71%	7.87%	15.06%	50.87%	9.70%	4.27%
EBIT 增长率	28.03%	-0.86%	49.31%	37.61%	10.65%	3.47%
净利润增长率	7.18%	-13.53%	84.89%	92.59%	16.08%	9.71%
总资产增长率	6.56%	1.60%	3.21%	3.10%	-0.33%	-2.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.7	13.3	13.1	13.0	13.0	13.0
存货周转天数	45.7	42.4	39.8	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	78.8	77.1	76.2	76.0	76.0	67.0
固定资产周转天数	355.9	346.9	314.1	198.7	177.6	163.7
偿债能力						
净负债/股东权益	127.65%	118.06%	93.95%	56.32%	31.35%	10.15%
EBIT 利息保障倍数	2.2	1.9	3.3	6.8	8.8	15.9
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	0	2	5
增持	0	0	0	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.33	1.38

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
2	2017-01-25	增持	9.92	N/A
3	2017-04-13	增持	9.48	N/A

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