



三友化工 (600409)

投资评级: 买入 (首次覆盖)

报告日期: 2017-06-27

股价走势:



主要数据

研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 蒋园园
0551-65161837

联系人: 李超齐
0551-65161591

粘胶、纯碱景气向好, 双料龙头业绩可期

主要观点:

粘胶、纯碱双龙头, 规模化一体化优势显著

公司是国内最大的粘胶和纯碱生产企业。公司在国内首创了以“两碱一化”为主, 热力供应、精细化工等为辅的较为完善的循环经济体系, 以氯碱为中枢, 纯碱、粘胶短纤维、有机硅等产品上下游有机串联。公司目前分别拥有年产纯碱 340 万吨, 粘胶短纤 50 万吨, 有机硅单体 20 万吨, 烧碱 50 万吨和 PVC40 万吨的产能。

粘胶供应趋紧, 价格稳步上涨

近几年粘胶行业整合加速, 行业新增产能较少, 供给端呈现紧张趋势, 目前粘胶行业开工率达到 90% 以上, 库存仅维持在 5-8 天左右, 处于历史较低水平。需求方面纺织品行业呈现弱复苏, 拉动粘胶需求, 此外粘胶出口量也稳定增长, 2017 年 1-4 月粘胶出口 9.9 万吨, 同比增长 1.1%, 其中 4 月出口量为 3.1 万吨, 同比增长 25.0%。目前粘胶短纤报价在 15200 元/吨, 呈止跌反弹走势, 价差也稳定增长, 在供需持续紧张的格局下, 我们认为粘胶短纤价格有望继续上涨。

纯碱价格反弹, 长期景气趋好

2016 年我国纯碱产能、产量分别为 2970 万吨、2588 万吨, 产能利用率为 87.14%, 2017 年国内规划产能约 180 万吨, 但实际可投产产能不足 90 万吨, 从整体看, 国内新增产能有限, 行业供给改善。从下游需求来看, 房地产对纯碱的需求拉动效应仍未消失, 同时合成剂和氧化铝等下游需求也持续好转, 纯碱需求量显著提升。目前华东地区轻质纯碱价格约在 1615 元/吨, 产品价差在 1090 元/吨左右, 呈现止跌反弹走势, 纯碱企业盈利显著提升。

盈利预测与评级

公司作为粘胶和纯碱双料龙头, 业绩大幅增长可期, 我们预计公司 2017-19 的 EPS 分别为 0.87 元、1.02 元和 1.17 元, 对应当前股价的 PE 分别为 11.21 倍、9.52 倍和 8.30 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15757	17411	18804	20308
收入同比(%)	15%	11%	8%	8%
归属母公司净利润	763	1792	2110	2421
净利润同比(%)	85%	135%	18%	15%
毛利率(%)	24.9%	29.0%	29.5%	30.0%
ROE(%)	10.7%	20.0%	20.1%	20.0%
每股收益(元)	0.37	0.87	1.02	1.17
P/E	26.33	11.21	9.52	8.30
P/B	2.89	2.38	2.02	1.71
EV/EBITDA	10	8	7	5

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

1 公司概况	4
1.1 粘胶、纯碱双龙头，规模化一体化优势显著	4
1.2 股权结构清晰，子公司分工明确	5
1.3 公司业绩持续好转，盈利能力增强	5
2 粘胶供应趋紧，价格稳步上涨	7
2.1 供给端：开工率回升，短期新增产能较少	7
2.2 需求端：下游需求上升，人民币贬值利于出口	10
2.3 原料端：溶解浆供应充足，粘胶占据强势地位	11
3 供需维持紧平衡，纯碱行业有望延续高景气	14
3.1 供给端：17 年新增产能有限	14
3.2 需求端：房地产拉动纯碱需求增长	16
3.3 价格止跌反弹，价差稳步增长	18
4 盈利预测及评级	19
附录：财务报表预测	20

图表目录

图表 1 公司主要产品	4
图表 2 公司股权结构	5
图表 3 公司营业收入及增速	6
图表 4 公司归母净利润及增速	6
图表 5 公司营业收入构成	7
图表 6 公司毛利构成	7
图表 7 各类产品毛利率水平 (%)	7
图表 8 国内粘胶短纤历年产能和产量	8
图表 9 未来 2 年国内粘胶短纤新增产能	8
图表 10 2016 年国内粘胶短纤产能分布	9
图表 11 粘胶短纤企业开工率 (%)	10
图表 12 粘胶纤维在常用纺织纤维中占比提升	10
图表 13 国内粘胶短纤历年产量和表观消费量	11
图表 14 粘胶短纤历年进口和出口量	11
图表 15 国内溶解浆主要进口来源	12
图表 16 国内溶解浆历年进口量	13
图表 17 粘胶短纤和溶解浆价格及价差	13
图表 18 国内纯碱产能、产量及增速	14
图表 19 纯碱企业开工率	15

图表 20 国内大型纯碱供应商（产能>100 万吨）	15
图表 21 17 年新增产能情况	16
图表 22 纯碱应用领域	16
图表 23 平板玻璃产量及增速	17
图表 24 16 年国内房地产市场回暖	17
图表 25 汽车和平板玻璃增速同步	17
图表 26 合成剂产量及增速	18
图表 27 氧化铝产量及增速	18
图表 28 纯碱价格走势	18

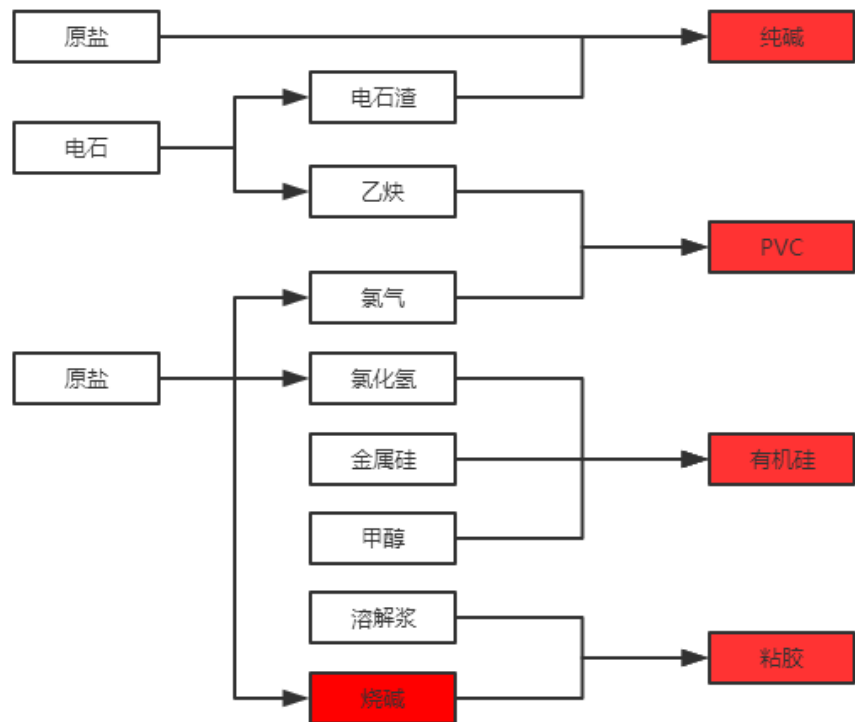


1 公司概况

1.1 粘胶、纯碱双龙头，规模化一体化优势显著

三友化工于 2003 年登陆上交所，是国内最大的粘胶和纯碱生产企业。公司在国内首创了以“两碱一化”为主，热力供应、精细化工等为辅的较为完善的循环经济体系，以氯碱为中枢，纯碱、粘胶短纤维、有机硅等产品上下游有机串联，实施资源的循环利用和能量的梯级利用，达到了“两增、两降、三节”（增产、增效，降成本、降能耗，节水、节电、节气）的良好效果。做到了行业内成本最低、技术最优、效益最高、发展最快。公司目前分别拥有年产纯碱 340 万吨，粘胶短纤 50 万吨，有机硅单体 20 万吨，烧碱 50 万吨和 PVC40 万吨的产能。

图表 1 公司主要产品



资料来源：公司公告、华安证券研究所（红色为公司产品）

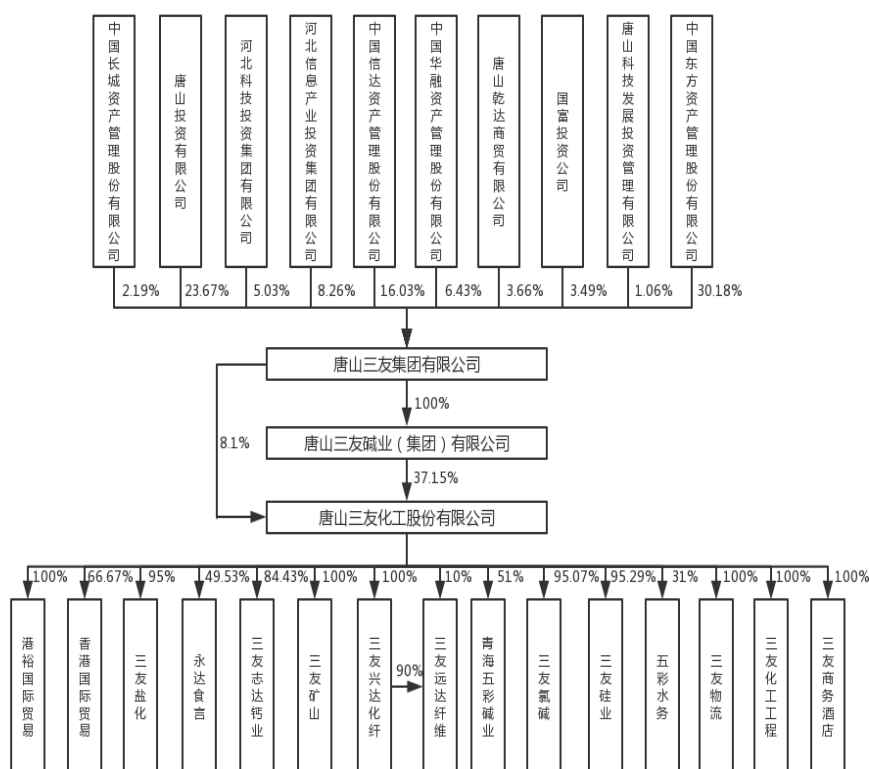
2017 年 6 月 21 日，公司完成增发，募集资金 14.25 亿元公司用于建设 20 万吨/年功能化、差别化粘胶短纤项目。该项目已经于 2016 年 5 月开工建设，预计 2018 年投产，达产后公司粘胶短纤总产能将达到 70 万吨/年，夯实行业龙头地位。此外公司 3.5 万吨/年 PVC、3 万吨/年烧碱技术改造项目 10 月投产试运行，达产后公司 PVC、烧碱的年产能将分别达到 43.5 万吨、53 万吨。随着生产规模的不断扩大，产品的单位成本、物耗、能耗持续下降，使公司获得显著的规模经济效益，行业竞争力明显。

1.2 股权结构清晰，子公司分工明确

公司实际控制人为唐山三友集团有限公司，唐山三友集团是全国纯碱和化纤行业的排头兵，省属国有重点骨干企业，下辖 13 个子公司。三友集团通过三友碱业持股 37.15%，自身直接持股 8.1%，合计持股 45.25%。三友集团股东较多，股权较为分散，但主要以四大不良资产管理公司和河北当地国有投资机构为主，股东背景实力雄厚。

三友化工下属共计 15 家子公司，各子公司分别对应公司不同业务板块，分工明确。

图表 2 公司股权结构

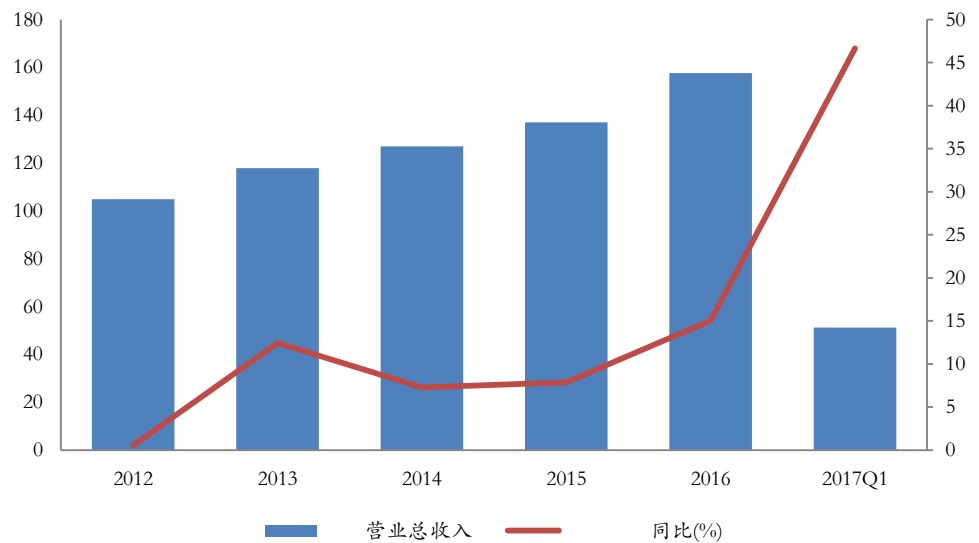


资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.3 公司业绩持续好转，盈利能力增强

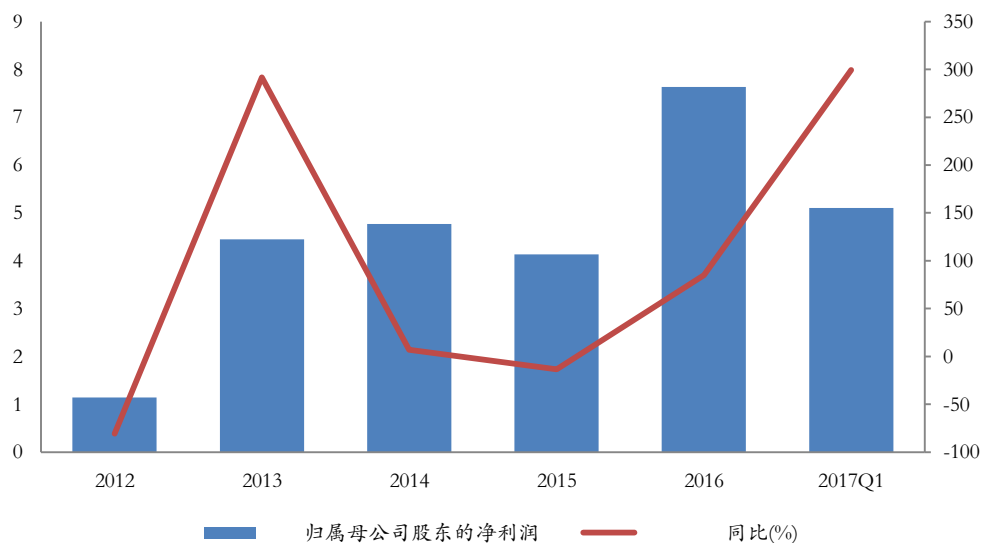
我国化工行业在 2010-2011 年迎来了产业投资高峰，随后产能的陆续投放，出现了产能过剩的局面，各类化工品价格持续下滑，化工行业进入了行业低谷。从公司经营来看，2012 年也是公司的经营低谷，随后公司的营收规模呈现了稳步增长的态势。净利润方面，公司在 2013 年开始转好，随后几年维持在较为稳定的水平，2016 年下半年，国内化工品出现大幅反弹，公司业绩也大幅改善，2016 年公司实现归母净利润 7.63 亿元，同比增长 84.89%，2017 年 1 季度公司继续维持高增长态势，实现归母净利润 5.10 亿元，同比大幅增长 299.42%。公司作为行业龙头，规模化和循环优势显著，今年业绩可期。

图表 3 公司营业收入及增速



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 4 公司归母净利润及增速

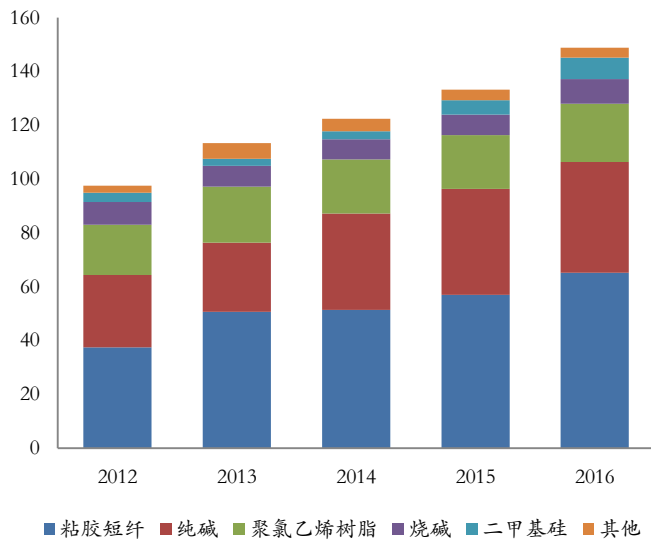


资料来源: wind、华安证券研究所

从公司营收构成来看,粘胶和纯碱占据公司营收的重要部分,2016 年公司粘胶业务收入 65.11 亿元,占公司总营收的 41.3%,纯碱业务实现营收 41.21 亿元,占公司总营收的 26.2%。在毛利构成方面,粘胶和纯碱也是绝对主力,2016 年粘胶和纯碱业务毛利分别为 12.51 亿元和 14.57 亿元,分别占公司总毛利的 31.8% 和 37.1%。

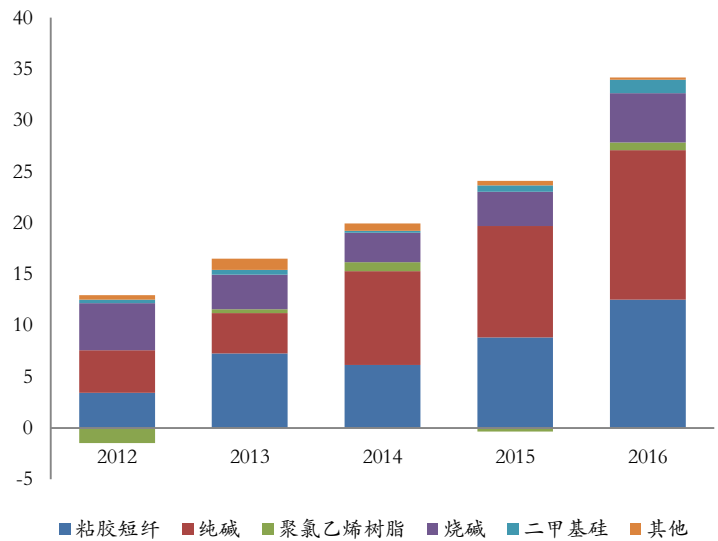
2016 年以来,尤其是去年三四季度,化工品价格大幅上涨,公司各类产品的毛利率也显著改善。公司凭借成本、规划和管理上的优势,近几年的综合毛利率呈现了稳步上升的态势,今年在粘胶和纯碱价格的强势上涨下,公司一季度毛利率达到 28.26%,创造历史新高。

图表 5 公司营业收入构成



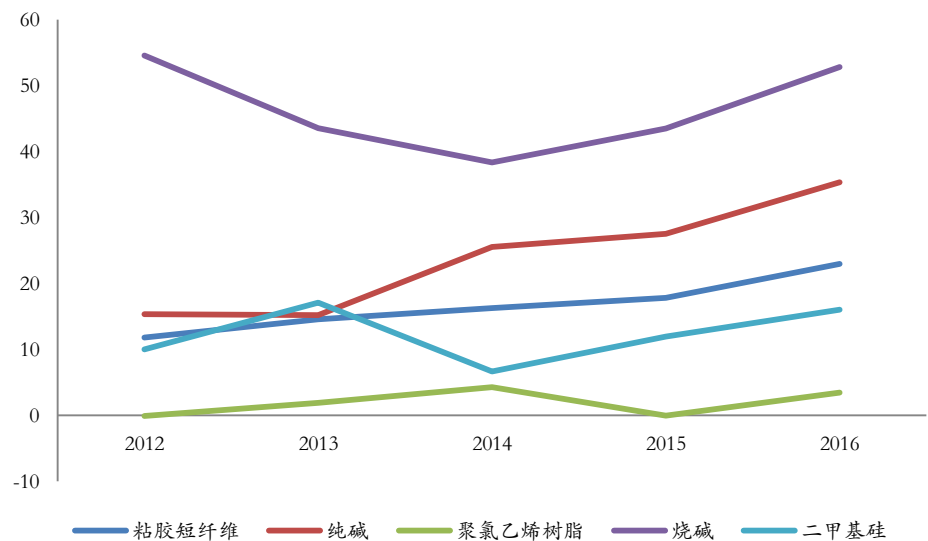
资料来源:wind、华安证券研究所

图表 6 公司毛利构成



资料来源:wind、华安证券研究所

图表 7 各类产品毛利率水平 (%)



资料来源:wind、华安证券研究所

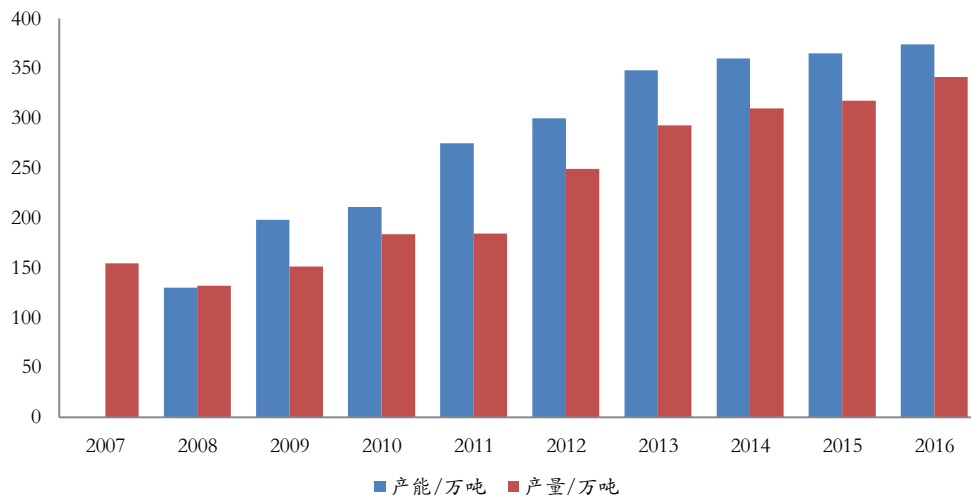
2 粘胶供应趋紧，价格稳步上涨

2.1 供给端：开工率回升，短期新增产能较少

过去几年粘胶一直处于行情底部，产品价格持续下滑，一些落后产能和亏损企业逐步淘汰出局。自 2015 年《环保法》出台，国家将矛头对准了高污染的粘胶行业，项目审批难度增大，根据我国《粘胶纤维行业准入条件》和有关淘汰落后产能的要求，小产能企业环保成本极高，一些年产能不足 2 万吨的项目将会被责令整改或者直接关停，新增产能投放维持较低水平，虽然 2016 年后有四家企业有

产能扩张计划，但是考虑到环保力度及企业本身资金情况，新增产能实施的比较少，只有新疆新农开发的 5 万吨和中泰化学技改扩能的 4 万吨新增产能投放，2016 年总计新增产能 9 万吨。

图表 8 国内粘胶短纤历年产能和产量



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

未来 2 年国内新增产能依然不多，产能增加主要来源于龙头企业的产能扩张，其中大部分产能将于 2018 年投产。

图表 9 未来 2 年国内粘胶短纤新增产能

厂家	新增产能 (万吨)	投产时间
高密银鹰	10 万吨	2017
中泰化学	2 万吨	2017
山东雅美	6 万吨	2017
唐山三友	20	2018
南京化纤	16	2018
阜宁澳洋	12	2018

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

过去几年粘胶行业的景气低迷加快了行业整合速度，我国粘胶行业的集中度进一步提高，我国目前共有粘胶企业 21 家，其中粘胶短纤企业 19 家。目前，粘胶短纤行业产能在 377 万吨左右，其中年产 50 万吨以上的粘胶短纤企业的产量合计占粘胶行业总产量的比重约为 27.81%。国内粘胶短纤市场主要产区集中在山东、江苏、江西、河北及新疆地区，这五个省份粘胶短纤产能占到全国总产能的 74.8% 左右，其次是浙江、河南、四川等地区。

在企业方面，2014 年中泰化学收购富丽达 36 万吨产能（技改后扩大至 40 万吨），2015 年赛利得收购江西龙达 12 万吨产能，目前国内粘胶短纤行业形成了三友化工、赛利得和中泰化学三巨头，而目前前十大企业产能已占据总产能的 80%。未来随着规模化效应的继续加剧以及环保政策的收紧，中小产能将会继续清出，行业集中将继续提高，龙头企业的议价能力有望进一步提升。

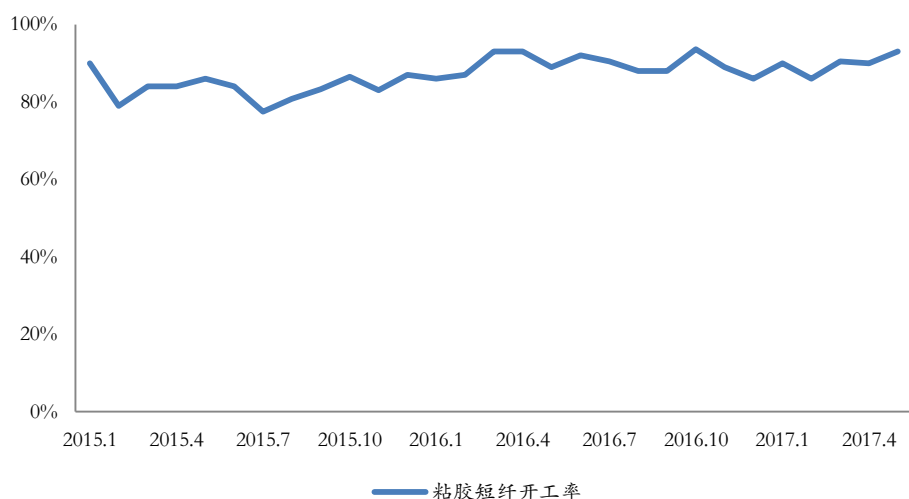
图表 10 2016 年国内粘胶短纤产能分布

省份	各省总产能（万吨）	生产厂家	产能（万吨）
江苏省	66	江苏翔盛	26
		阜宁澳洋	15
		南京化纤	8
		蓝精化纤	17
山东省	51	山东高密银鹰	8
		山东雅美	26
		山东海龙	17
浙江省	10	浙江富丽达	10
福建省	17	福建赛得利	17
江西省	39	九江恒生	3
		江西龙达	16
		江西赛得利	20
湖北省	10.8	襄樊楚天	0.8
		博拉经纬	10
安徽省	8	安徽舒美特	8
河北省	50	唐山化纤	50
吉林省	1.2	吉林化纤	1.2
辽宁省	8	丹东化纤厂	8
河南省	10	新乡化纤	10
		成都丝丽雅	10
四川省	30	宜宾丝丽雅	20
		新疆银鹰	5
新疆维吾尔自治区	76	新疆澳洋	12
		新疆海龙	10
		新疆舜泉	6
		新疆富丽达	38
		新疆天泰	5
合计			377

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

在产能扩张放缓，下游需求提升的背景下，国内粘胶行业开工率自 2015 年以来开始回暖，整个 2016 年行业开工率约 90%。进入到 2017 年，供给端依然维持高景气，行业开工率达到 90% 以上。而目前厂家库存仍然处于较低水平，行业整体库存在 5 天左右，我们认为粘胶行业 2017 年开工率将依然保持在高位水平。

图表 11 粘胶短纤企业开工率 (%)

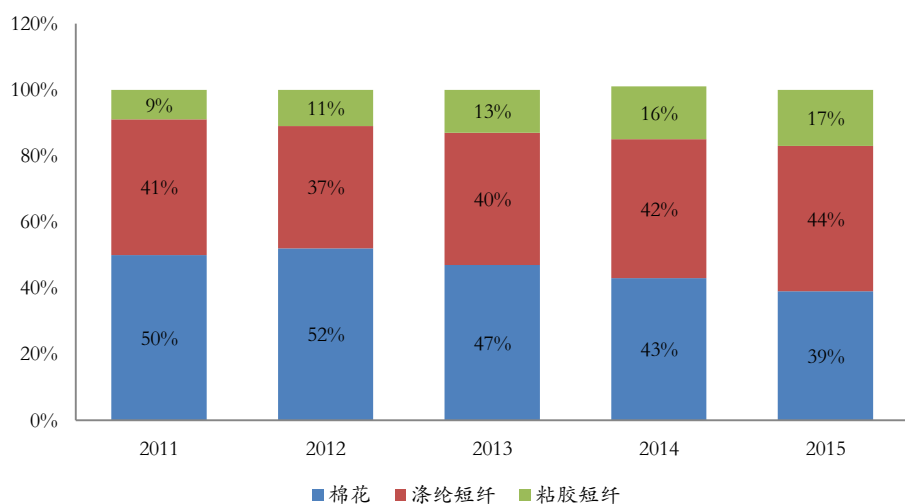


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2.2 需求端：下游需求上升，人民币贬值利于出口

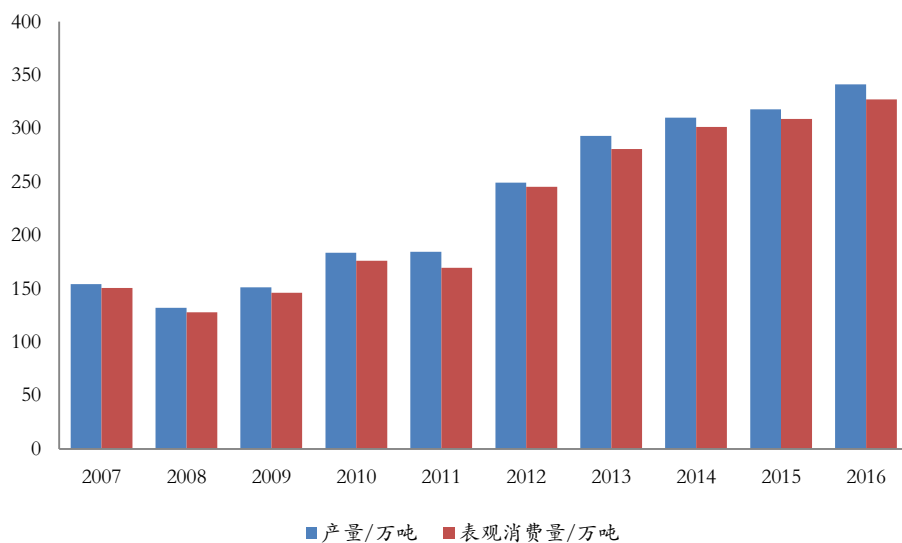
相对于其他纺织纤维，粘胶纤维的含湿率最符合人体皮肤的生理要求，具有光滑凉爽、透气、抗静电、防紫外线，色彩绚丽等特点。粘胶的特殊性能使其在纺织品领域受到广泛欢迎，而随着我国居民收入水平的提高，消费升级趋势明显，中高端面料的需求量显著上升，粘胶短纤在常用纺织纤维中的应用比例越来越高，总量占比由 2011 年的 9% 提升至 2015 年的 17%，表观消费量也由 2011 年的 170 万吨左右达到 2016 年的 327 万吨，增长态势明显。

图表 12 粘胶纤维在常用纺织纤维中占比提升



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

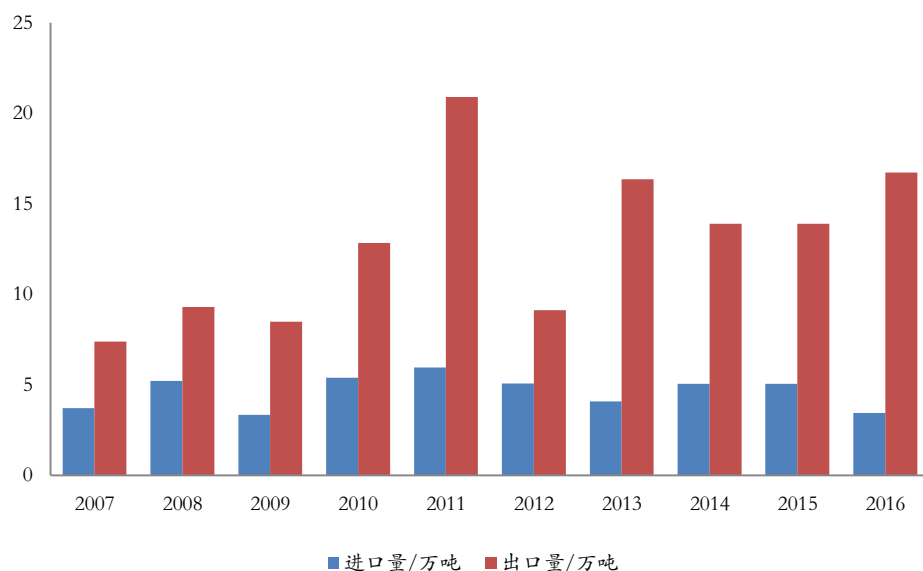
图表 13 国内粘胶短纤历年产量和表观消费量



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

粘胶短纤主要用于服装纺织业，我国是服装纺织生产大国，是全球最大的粘胶短纤消费国。进出口比重较低。但是从 2015 年以来，人民币进入贬值通道，出口量提升，2016 年，国内粘胶短纤出口量为 16.73 万吨，较 2015 年提升 20%，近二年人民币持续贬值，粘胶出口将会进一步提升，同时纺织服装产品的出口提升也将拉动粘胶短纤的需求。

图表 14 粘胶短纤历年进口和出口量



资料来源：wind、华安证券研究所

2.3 原料端：溶解浆供应充足，粘胶占据强势地位

粘胶纤维为再生纤维素纤维，它是以棉绒浆和溶解木浆为主要原料，经过化

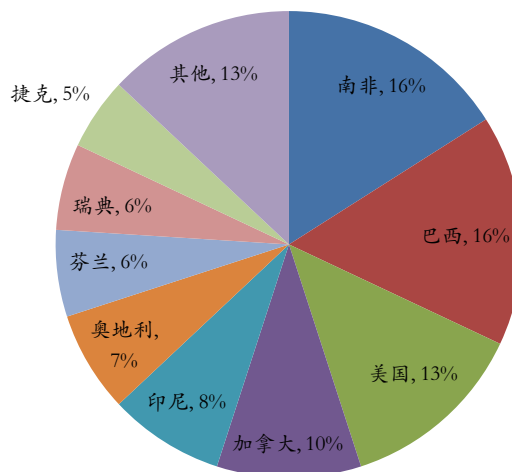


学处理和机械加工制得的纤维。粘胶纤维因其吸湿性好、穿着舒适、可纺性好与棉、毛及其它合成纤维混纺、交织，广泛用于各类服装及装饰用品。我国进入 21 世纪以来，由于棉花种植面积减少等因素，棉绒浆产量增量降低，溶解浆逐渐成为粘胶纤维的主要生产原料。

溶解浆是一种由高纯度优质纤维素组成的特种化学浆，是一种用途非常广泛的中间产品。在进一步加工成最终产品的过程中，要将其溶解在某种溶剂中，再在另一种溶剂中析出，以此改变纤维的结构和表面形状，甚至可制成膜状产品，从而获得多种不同性能的最终产品，因此这类浆获名溶解浆。由于纤维素在一般溶剂中几乎不溶解，通过对纤维素进行衍生化，就可以使纤维素衍生物溶于普通溶剂（如碱溶液、丙酮）中，再通过适当的技术，将溶解的纤维素转变成纤维、薄膜、塑料或水溶性衍生物等。

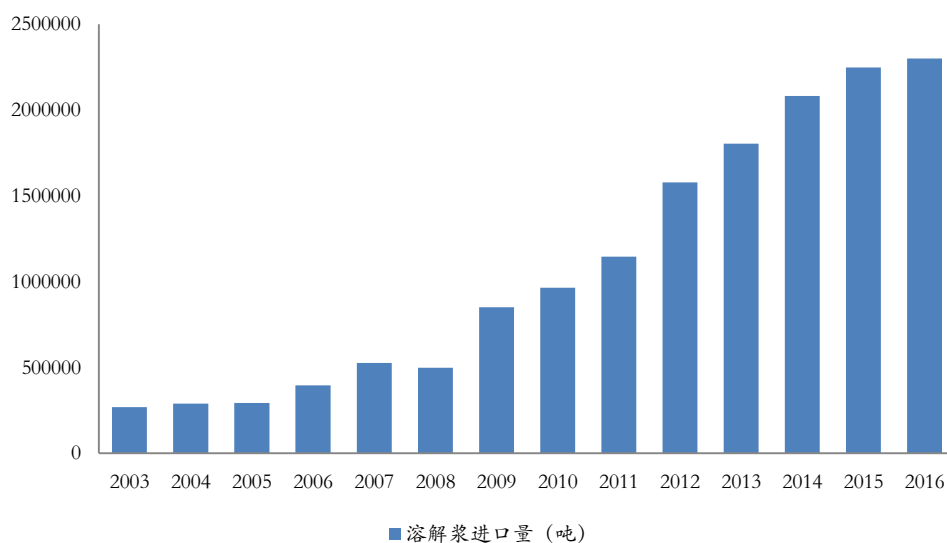
我国由于森林资源相对匮乏，溶解浆产品相对国外并没有成本上和质量上的优势，所以国内的溶解浆主要依赖于进口，目前我国溶解浆产能逾 160 万吨，85% 用于粘胶生产，16 年产量约 100 万吨，进口 230 万吨，进口比例约为 70%。由于国外针叶木成本较低，为保护国内企业的权益，我国自 2014 年起对美国、巴西和加拿大三个主要溶解浆进口国实施反倾销，缩小了国内外企业溶解浆的价差，对国内溶解浆产能起到了推动作用。

图表 15 国内溶解浆主要进口来源



资料来源：中国产业信息网、华安证券研究所

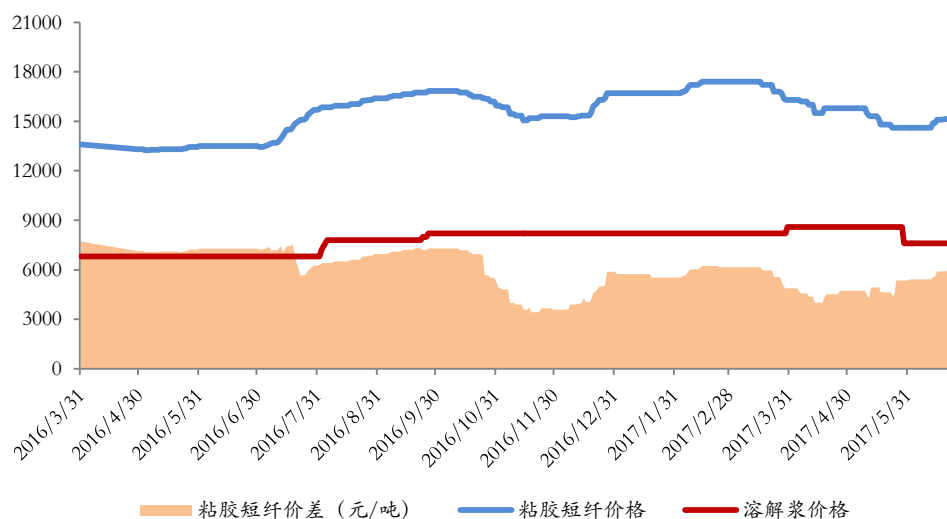
图表 16 国内溶解浆历年进口量



资料来源: wind、华安证券研究所

目前全球浆粕产能基本在 800 余万吨,预计实际产量将达到 640~680 万吨,装置利用率在 80%附近,未来仍有较大提升空间。从近几年的产能规划来看,国内外有不少产能将于近几年投产,可满足国内外对溶解浆的需求。由于溶解浆产能供需较为宽松,价格也一直相对稳定,2016 年之前一直在 7000 元/吨左右徘徊,2016 年中期粘胶价格的带动下经历了一波上涨,最高达到 8700 元/吨,目前价格回落到 7600 元/吨左右。粘胶短纤的价格呈现止跌反弹的走势,当前报价在 15500 元/吨左右,同时粘胶短纤-溶解浆价差也上涨到 5900 元/吨,总体来看,在溶解浆-粘胶产业链中,粘胶依然处于强势地位。

图表 17 粘胶短纤和溶解浆价格及价差



资料来源: 百川资讯、华安证券研究所



3 供需维持紧平衡，纯碱行业有望延续高景气

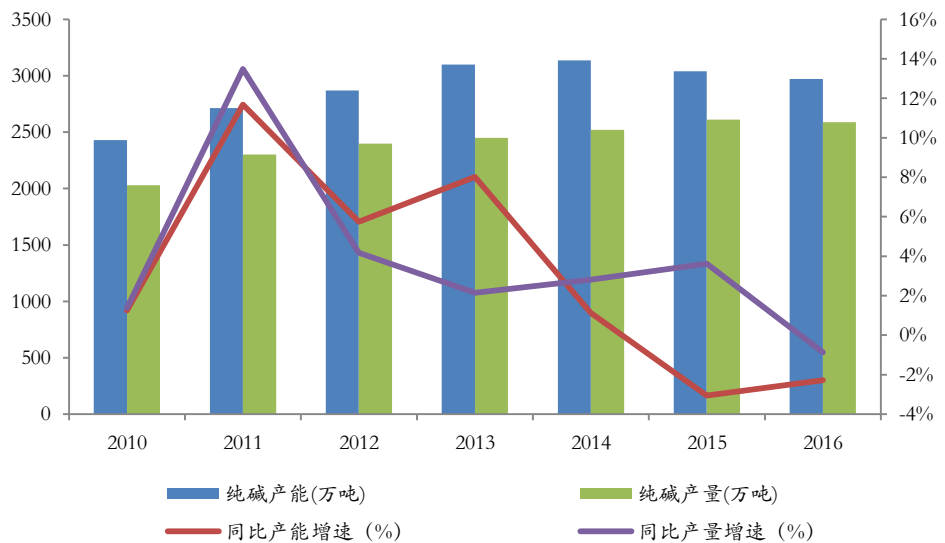
纯碱学名碳酸钠，按物理状态（密度等）分为轻质纯碱和重质纯碱，生产环节相仿，厂商可以依据需求快速调整两种产品产量。

纯碱生产工艺主要有天然碱法、氨碱法、联碱法，国内主要以氨碱法和联碱法为主，天然碱法占比较小，其中氨碱法生产中消耗大量资源，对环境污染大，联碱法相对氨碱法污染较小，原盐利用率较高，天然碱法对环境污染小，但原料天然碱限制了其发展。纯碱主要应用于轻工、建材、化学工业等领域，尤其是建材用玻璃领域较为广泛。

3.1 供给端：17 年新增产能有限

16 年国内纯碱产能、产量分别为 2970 万吨、2588 万吨，产能利用率为 87.14%。10-14 年国内纯碱产能为正增长，14 年产能达到 3135 万吨，14 年之后，国内纯碱产能规模下降，呈现负增长。10-16 年纯碱 CAGR=3.4%。10-15 年国内纯碱产量为正增长，16 年产量增幅为负，产量略有下降。

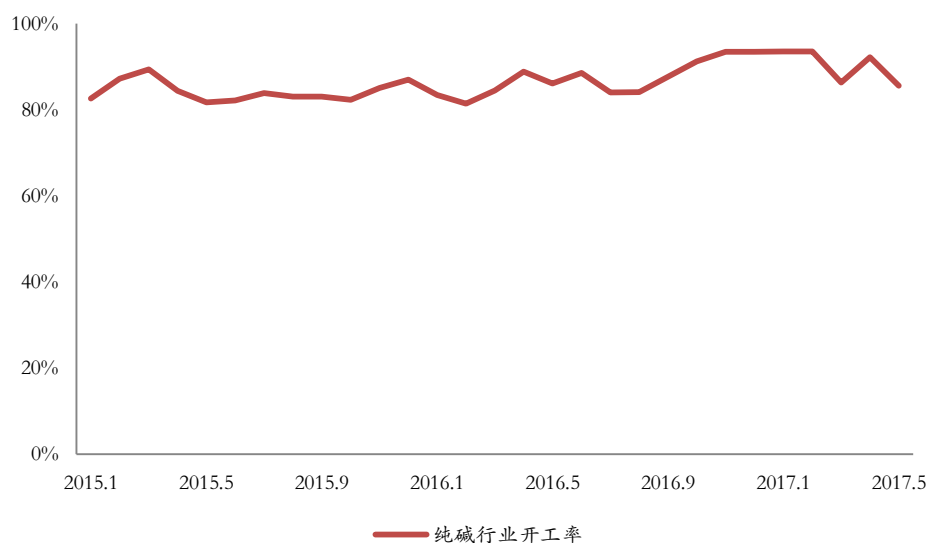
图表 18 国内纯碱产能、产量及增速



资料来源：wind、华安证券研究所

行业呈现稳中有升趋势。16 年企业开工率水平明显高于 14、15 年，16 年企业平均开工率为 87.20%，分别比 14、15 增加 2.92 个百分点、6.20 个百分点。从下游行业需求稳定，或将维持高开工率水平。

图表 19 纯碱企业开工率



资料来源: wind、华安证券研究所

国内纯碱供应商主要集中于山东 (400 万吨)、青海 (400 万吨)、河南 (300 万吨) 河北 (230 万吨)、江苏 (220 万吨)。目前国内 100 万吨以上产能的企业共有 13 家, 其中山东海化、三友化工和金山化工三家企业的产能分别达到 300 万吨、230 万吨和 170 万吨, 占据绝对领先地位, CR3 达到 23.5%。随着供给侧改革的推进和环保政策的持续收紧, 国内纯碱市场集中度有望进一步加深。

图表 20 国内大型纯碱供应商 (产能>100 万吨)

供应商	生产工艺	产能 (万吨)	省份
山东海化股份有限公司	氨碱-纯碱	280	山东
山东海天生物化工有限公司	氨碱-纯碱	120	山东
唐山三友化工股份有限公司	氨碱-纯碱	230	河北
河南金山化工集团	联碱-纯碱	170	河南
河南中源化学股份有限公司	天然碱-纯碱	130	河南
安棚分公司			
四川和邦生物科技股份有限公司	联碱-纯碱	120	四川
湖北三环科技股份有限公司	联碱/氨碱-纯碱	120	湖北
青海发投碱业有限公司	氨碱-纯碱	120	青海
青海盐湖镁业公司	氨碱-纯碱	60	青海
中盐青海昆仑碱业有限公司	氨碱-纯碱	110	青海
青海五彩矿业有限公司	氨碱-纯碱	110	青海
江苏省实联化工有限公司	联碱-纯碱	100	江苏
中石化南京化学-连云港碱厂	氨碱-纯碱	120	江苏
合计		1790	

资料来源: 百川资讯、华安证券研究所

产能规划方面,2017 年国内新增产能约 180 万吨,增幅为 6.06%。从整体看,国内新增产能有限,行业供给改善。

图表 21 17 年新增产能情况

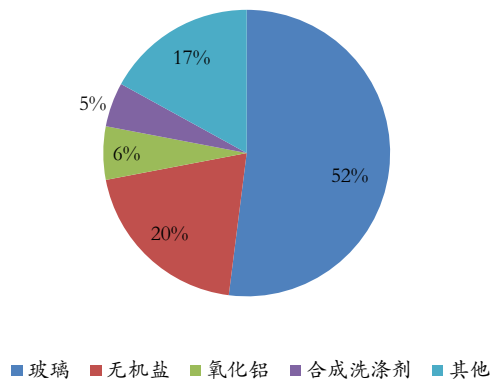
厂商	产能 (万吨)	预计投产时间	备注
河南金山化工有限责任公司	30	2017	
山东海天生物化工有限公司	30	2017	已基本建成, 17 年投产难度不大
江西晶昊盐化有限公司	100	2017	
江苏井神盐化股份有限公司	8	2017	
中盐安徽红四方股份有限公司	10-20	2017	

资料来源: 百川资讯、华安证券研究所

3.2 需求端: 房地产拉动纯碱需求增长

纯碱下游主要应用于玻璃、无机盐、氧化铝、合成洗涤剂等领域, 其中玻璃是最主要应用领域, 其销售情况和房地产、汽车情况密切相关。

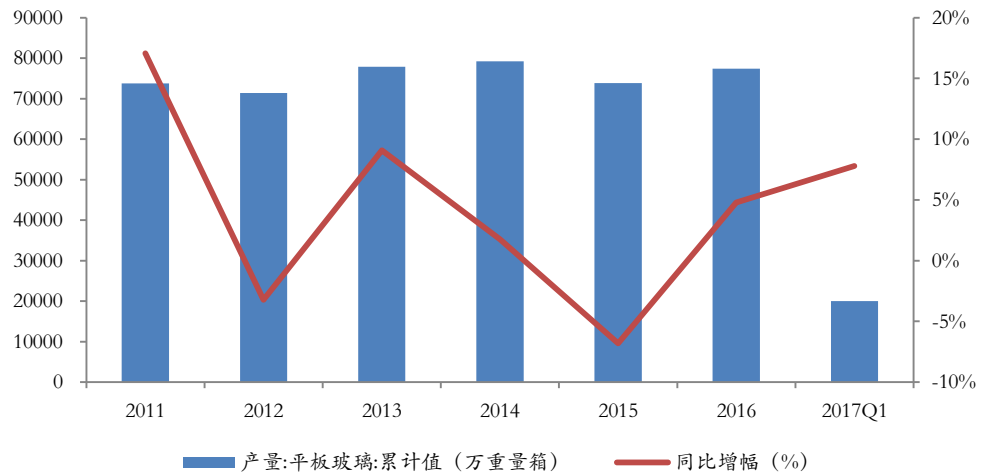
图表 22 纯碱应用领域



资料来源: 华安证券研究所

16 年平板玻璃产量为 77403 万重量箱, 同比增幅为 4.79%, 17Q1 其产量为 19993 万重量箱, 同比增幅为 7.78%。主要是国内房地产市场回暖以及 16 年购置税减免政策利好国内汽车销售。

图表 23 平板玻璃产量及增速

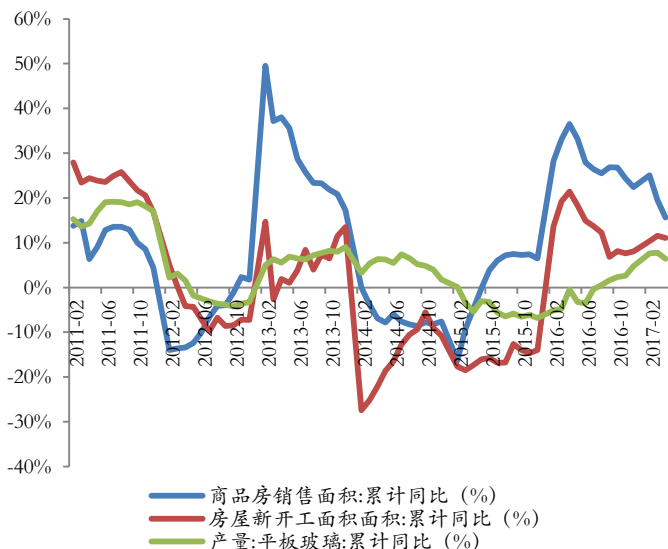


资料来源: wind、华安证券研究所

房地产市场回暖带动玻璃需求增长。15 年 6 月国内房地产销售面积增速实现正增长,17Q1 房地产销售面积累计同比增幅为 19.50%,保持较高增速;同时 16Q1 国内房地产新开工面积增幅实现由负转正, 16—17Q1 房地产新开工面积保持较高增幅, 17Q1 增速为 11.60%。

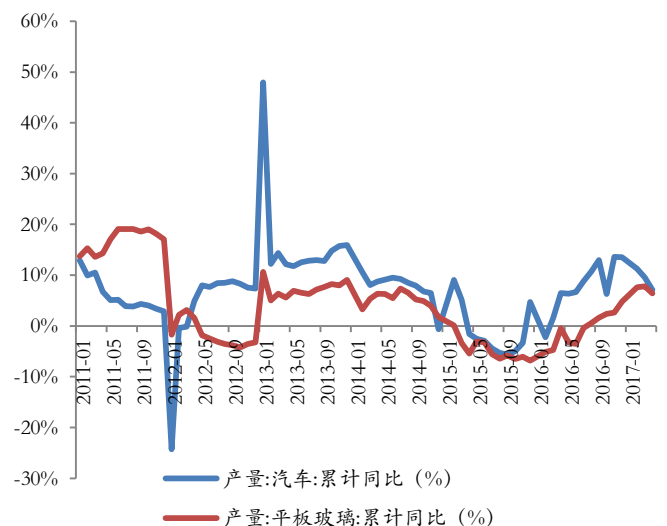
汽车消费拉动玻璃需求。汽车产量增速基本和平板玻璃增速相同, 16 年国内实行购置税减免政策带动了汽车消费快速增长。我们预计 17 年国内汽车市场有望保持稳定增长。

图表 24 16 年国内房地产市场回暖



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 25 汽车和平板玻璃增速同步

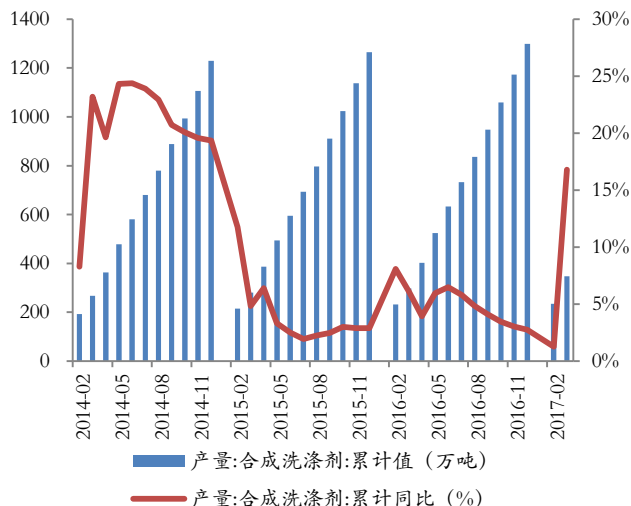


资料来源: wind、华安证券研究所

除了玻璃以外,合成剂、氧化铝也是纯碱下游重要应用领域,其产量增加带动了纯碱需求量。17Q1 合成剂产量 347 万吨,同比增幅为 16.79%,和合成剂行

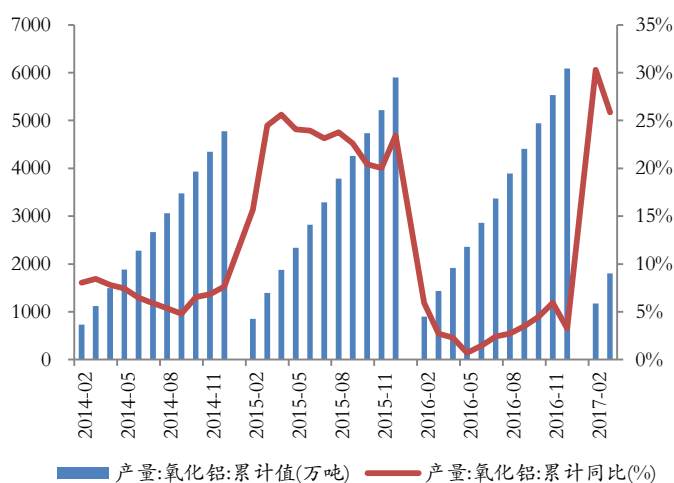
业在经历了 15、16 年低速增幅后，行业供需改善，我们判断 17 年有望保持较快增速。17Q1 氧化铝产量为 1806 万吨，同比增幅为 25.85%，氧化铝受环保、供给侧改革等影响，16 年 8 月价格开始上涨，行业开工率提升，产量逐步提高，我们判断 17 年氧化铝将保持较高增速。

图表 26 合成剂产量及增速



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 27 氧化铝产量及增速

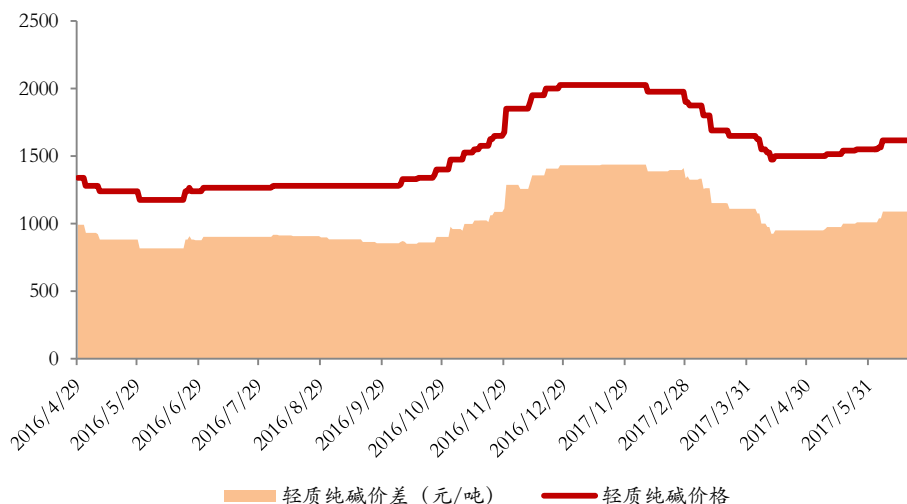


资料来源: wind、华安证券研究所

3.3 价格止跌反弹，价差稳步增长

目前轻质纯碱的价格约在 1615 元/吨，较年初的 2025 元/吨下降了 20.2%，但从价格曲线来看，目前已经呈现了止跌反弹的走势，同时当前产品价格较去年同期的 1240 元/吨的价格大幅上涨了 30.2%。价差方面，目前纯碱产品的价差 1090 元/吨左右，呈现了稳步上升的态势，总体来看，今年纯碱生产企业的盈利能力较去年有明显提升。

图表 28 纯碱价格走势



资料来源: 百川资讯、华安证券研究所



4 盈利预测及评级

目前粘胶和纯碱行情呈现持续好转的走势，公司作为粘胶和纯碱的双料龙头将充分收益此轮行情，此外公司凭借规模化和循环经济优势，产品盈利能力显著高于同行业水平，今年业绩将充分改善。我们预计公司 2017-19 的 EPS 分别为 0.87 元、1.02 元和 1.17 元，对应当前股价的 PE 分别为 11.21 倍、9.52 倍和 8.30 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,415	7,822	10,847	13,981	营业收入	15,757	17,411	18,804	20,308
现金	1,977	3,914	6,810	9,714	营业成本	11,835	12,362	13,257	14,216
应收账款	605	683	742	793	营业税金及附加	170	174	188	203
其他应收款	13	27	22	24	销售费用	778	853	884	914
预付账款	162	84	51	5	管理费用	1,244	1,393	1,486	1,523
存货	1,427	1,484	1,541	1,691	财务费用	522	249	241	230
其他流动资产	1,231	1,630	1,680	1,754	资产减值损失	103	(1)	0	1
非流动资产	15,586	14,832	13,962	13,104	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	13,558	12,699	11,841	10,982	营业利润	1,105	2,381	2,749	3,221
无形资产	884	825	770	718	营业外收入	45	0	0	0
其他非流动资	1,145	1,308	1,352	1,403	营业外支出	72	0	0	0
资产总计	21,001	22,654	24,809	27,085	利润总额	1,078	2,381	2,749	3,221
流动负债	10,460	9,848	10,454	10,896	所得税	277	595	660	773
短期借款	4,285	4,285	4,282	4,276	净利润	801	1,786	2,089	2,448
应付账款	2,605	2,696	2,900	3,113	少数股东损益	38	(6)	(21)	28
其他流动负债	3,570	2,868	3,272	3,507	归属母公司净利润	763	1,792	2,110	2,421
非流动负债	3,085	3,888	3,940	3,940	EBITDA	2,552	3,548	3,903	4,362
长期借款	1,459	1,459	1,459	1,459	EPS（元）	0.37	0.87	1.02	1.17
其他非流动负	1,625	2,429	2,480	2,481					
负债合计	13,545	13,737	14,394	14,836	主要财务比率				
少数股东权益	497	490	469	497	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	1,850	2,064	2,064	2,064	成长能力				
资本公积	2,370	2,370	2,370	2,370	营业收入	15.06%	10.50%	8.00%	8.00%
留存收益	2,715	3,992	5,511	7,317	营业利润	107.78%	115.47%	15.44%	17.20%
归属母公司股东权	6,959	8,426	9,945	11,751	归属于母公司净利润	84.89%	134.91%	17.75%	14.72%
负债和股东权益	21,001	22,654	24,809	27,085	获利能力				
					毛利率(%)	24.89%	29.00%	29.50%	30.00%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	4.84%	10.29%	11.22%	11.92%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	10.74%	20.03%	20.06%	19.99%
经营活动现金流	1,344	2,593	3,573	3,855	ROIC(%)	9.03%	13.85%	13.26%	16.26%
净利润	801	1,792	2,110	2,421	偿债能力				
折旧摊销	925	918	914	910	资产负债率(%)	64.50%	60.64%	58.02%	54.78%
财务费用	454	249	241	230	净负债比率(%)	23.57%	7.28%	-19.85%	-36.44%
投资损失	(0)	0	0	0	流动比率	0.52	0.79	1.04	1.28
营运资金变动	(938)	(358)	329	266	速动比率	0.38	0.64	0.89	1.13
其他经营现金	103	(8)	(21)	28	营运能力				
投资活动现金流	(142)	0	0	0	总资产周转率	0.76	0.80	0.79	0.78
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	27.80	27.89	27.32	27.29
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	6.38	6.57	6.72	6.76
其他投资现金	(142)	0	0	0	每股指标（元）				
筹资活动现金流	(1,305)	(538)	(684)	(956)	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.87	1.02	1.17
短期借款	576	(0)	(3)	(6)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.26	1.73	1.87
长期借款	(917)	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.37	4.08	4.82	5.69
普通股增加	0	214	0	0	估值比率				
资本公积增加	5	0	0	0	P/E	26.3	11.2	9.5	8.3
其他筹资现金	(968)	(751)	(682)	(950)	P/B	2.9	2.4	2.0	1.7
现金净增加额	(103)	2,055	2,889	2,899	EV/EBITDA	9.66	8.12	6.73	5.40

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。