

三友化工(600409)/化学原料 2017H1 业绩超预期, 粘胶王者彰显差别化和成本优势
评级: 买入(维持)

市场价格: 13.28

目标价格: 18

分析师: 王席鑫

执业证书编号: S0740517010008

电话: 021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

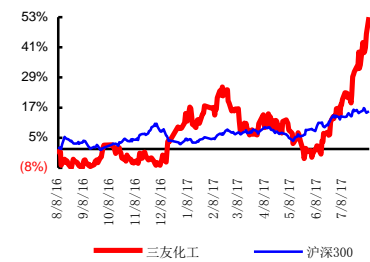
分析师: 肖晴

执业证书编号: S0740517020005

Email: xiaoqing@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 2,064 |
| 流通股本(百万股) | 1,850 |
| 市价(元) | 13.28 |
| 市值(百万元) | 27,415 |
| 流通市值(百万元) | 24,573 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 纯碱、粘胶优质龙头标的, 新产能投放后成长可期
- 2 业绩超市场预期, 看好粘胶、氯碱、纯碱景气持续
- 3 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 | 19,586.60 | 22,618.84 | 24,293.70 |
| 增长率 yoy% | 7.87% | 15.06% | 24.31% | 15.48% | 7.40% |
| 净利润 | 412.61 | 762.86 | 2,104.23 | 2,522.67 | 2,721.39 |
| 增长率 yoy% | -13.53% | 84.89% | 175.83% | 19.89% | 7.88% |
| 每股收益(元) | 0.22 | 0.41 | 1.02 | 1.22 | 1.32 |
| 每股现金流量 | 0.53 | 0.73 | 1.44 | 2.02 | 2.15 |
| 净资产收益率 | 6.50% | 10.96% | 20.63% | 19.83% | 17.62% |
| P/E | 34.76 | 22.78 | 13.03 | 10.87 | 10.07 |
| PEG | — | 0.27 | 0.07 | 0.55 | 1.28 |
| P/B | 3.43 | 3.76 | 4.94 | 6.16 | 7.48 |

备注:

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报, 2017 年 H1 实现营业收入 99.89 亿元, 同比增加 35.99%; 实现归母净利润 9.6 亿元, 同比增长 227.48%。EPS 0.52 元。加权平均 ROE12.99%, 同比增加 8.36 个百分点。公司业绩超预期。
- **四大产业支柱齐头并进, 业绩创新高:** 2017 年上半年, 公司四大产品几轮均实现大幅增长, 纯碱分公司、化纤公司、氯碱公司、硅业公司净利润分别同比增长 154%、136%、247%、1964%。

二季度粘胶和纯碱价格均有所回落的背景下, 而公司季度业绩表现则相对稳定, 我们认为公司过去几年苦练内功在差异化和成本下降方面的效果明显。

技改降本方面, 目前氯碱公司 3.5 万吨/年 PVC、3 万吨/年烧碱技术改造、硅业公司 110 胶和含氢硅油扩能改造项目达产达效, 提升降本的 48 项“短平快”项目相继投用, 一系列的技改降本方式为公司提升高利润率提供有力支撑。

差异化方面, 今年我们预计公司差异化粘胶产量将达到 22-23 万吨, 差别化率将达到 40%, 且基本国内没有对手, 主要产品包括莫/竹代尔(高档粘胶)、高白纤维、着色纤维、超细旦纤维、竹浆纤维及高端定制产品, 下游包括面膜、湿巾、高端服饰等, 在产品性能上看齐奥地利兰精。我们测算目前公司差别化粘胶的吨净利稳定在 2000 元/吨以上, 明年差别化粘胶产量将进一步提高到 27-28 万吨, 差别化产品的利润贡献将超过 5 个亿。

同时公司普通粘胶产品通过提高品种和降低成本也有效提升了盈利能力, 目前三友的普通粘胶基本都是 1.2D (市场主流是 1.5D), 粘胶丝更细品质更好, 售价较市场高出 200-500 元/吨, 同时公司成本端显著低于行业水平, 仅溶解浆单耗一项要比行业低出 3-5%, 同时未来技改将增加半纤维素原料的比例, 我们认为公司未来的将较同类企业至少低出 800 元/吨。

因此单粘胶业务, 我们认为在行业景气度较低的情况下, 公司至少实现 8-10 亿以上的利润, 明年公司产能扩张 (25 万吨差异化粘胶) 和技改完成后常态利润将达到 15-20 亿以上, 且顶级的粘胶产品天丝中试完成, 公司将成为全球产品线最全, 盈利能力最强的粘胶龙头企业。

- **粘胶景气度可以继续乐观:** 粘胶自身行业格局向好, 行业集中度高协同性好, CR5 达到 53%, CR10 达到 79%。受环保等因素影响, 新增的供给释放速度放缓, 需求端来看, 全球 600 多万吨的需求, 每年需求有 5-10% 的增长, 供需的增长相对匹配。而从粘胶的关联替代品棉花来看, 我们认为国储抛储进入尾声, 而国内棉花供需缺口高达 550 万吨/年, 进口棉花和棉纱难以全部满足的背景下, 棉花价格易涨难跌, 我们继续看好棉花和粘胶价格在 18 年维持坚挺。
- **纯碱行业无新增产能, 景气度持续:** 纯碱短期涨价预期强烈, 9 月下游玻璃企业部分产线复产拉动需求, 9 月青海环保核查有可能对行业供给产生较大影响, 产品价格短期将持续上涨。中长期来看供需格局好, 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。

中长期来看纯碱行业: 1、供给端未来两年无新增产能: 国内纯碱企业的年产能 2957 万吨。15-16 年纯碱产能退出 156 万吨, 占全国总产能的 5.3%。而新增产能上相对寥寥; 2、下游玻璃方面, 17 年预计复产 15 条产线 (0.47 亿

重箱), 新建 7 条产线 (0.32 重箱), 大约对应下游需求增加大概 3% 左右。

- **有机硅三季度价格继续上涨, 氯碱景气仍将持续:** 华东 DMC 于 8 月 1 日上涨至 19500 元/吨。我们认为, 这是环保加强对小厂开工限制和部分大厂即将搬迁, 导致产能缺口扩大的结果。三季度有机硅价格还将持续上涨, 有望超过上半年的价格高点。PVC 环保去产能下价格将继续上涨, 受环保和安全检查影响, 西北及华北等 PVC 主产区原料供应紧张, PVC 开工负荷明显下降。
- **周期蓝筹, 王者归来, 继续推荐:** 公司是全球粘胶行业的龙头, 在产品创新差异化以及成本优势上均处于明显领先, 盈利能力强, 新增 25 万吨差异化产能及原料技改完毕后, 我们测算粘胶业务的常态利润将达到 15-20 亿以上; 公司氯碱、纯碱及有机硅业务都是处于行业洗礼后出清完成的阶段, 未来周期性逐步淡化且盈利能力稳定, 我们测算基本上每块业务每年至少贡献 2 个亿以上的利润, 整体的常态利润有望超过 25 亿。目前公司的估值仅对应 17 年估值 10-11 倍, 明显低估, 继续重点推荐。我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.02/1.22/1.32 元, 维持买入评级, 目标价 18 元。
- **风险提示: 产品价格下降, 下游需求低迷**

图表 1：公司财务模型

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 12,695 | 13,634 | 15,757 | 19,537 | 22,619 | 24,294 | 货币资金 | 1,647 | 1,760 | 1,977 | 5,808 | 9,237 | 13,255 |
| 增长率 | 7.28% | 7.0% | 15.1% | 24.3% | 15.5% | 7.4% | 应收账款 | 1,781 | 1,896 | 1,817 | 2,548 | 2,862 | 3,001 |
| 营业成本 | -10,138 | -10,721 | -11,835 | -13,764 | -15,983 | -17,179 | 存货 | 1,330 | 1,159 | 1,424 | 1,550 | 1,772 | 1,920 |
| % 营业收入 | 79.9% | 78.3% | 75.1% | 70.3% | 70.7% | 70.7% | 其他流动资产 | 261 | 192 | 196 | 251 | 277 | 290 |
| 毛利 | 2,557 | 2,973 | 3,922 | 5,822 | 6,636 | 7,115 | 流动资产 | 5,020 | 5,007 | 5,415 | 10,158 | 14,148 | 18,466 |
| % 营业收入 | 20.1% | 21.7% | 24.0% | 29.7% | 29.3% | 29.3% | % 总资产 | 25.1% | 24.0% | 25.8% | 40.0% | 50.0% | 58.0% |
| 营业税金及附加 | -71 | -100 | -170 | -196 | -226 | -249 | 长期投资 | 58 | 45 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| % 营业收入 | 0.6% | 0.7% | 1.1% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 固定资产 | 13,842 | 14,106 | 14,269 | 13,559 | 12,794 | 11,992 |
| 营业费用 | -461 | -657 | -778 | -979 | -1,131 | -1,215 | % 总资产 | 69.1% | 69.3% | 67.9% | 54.1% | 45.2% | 37.7% |
| % 营业收入 | 3.6% | 4.8% | 4.9% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 无形资产 | 803 | 840 | 886 | 901 | 919 | 937 |
| 管理费用 | -857 | -1,057 | -1,244 | -1,410 | -1,357 | -1,458 | 非流动资产 | 15,006 | 15,340 | 15,586 | 14,892 | 14,144 | 13,360 |
| % 营业收入 | 6.7% | 7.7% | 7.9% | 7.2% | 6.0% | 6.0% | % 总资产 | 74.9% | 75.4% | 74.2% | 59.4% | 50.0% | 42.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,169 | 1,159 | 1,730 | 3,237 | 3,921 | 4,193 | 资产总计 | 20,026 | 20,347 | 21,001 | 25,050 | 28,292 | 31,826 |
| % 营业收入 | 9.2% | 8.5% | 11.0% | 16.5% | 17.3% | 17.3% | 短期借款 | 5,765 | 5,476 | 6,530 | 6,622 | 6,245 | 6,245 |
| 财务费用 | -530 | -618 | -522 | -499 | -558 | -576 | 应付账款 | 2,866 | 2,973 | 3,590 | 3,923 | 4,539 | 4,940 |
| % 营业收入 | 4.2% | 4.5% | 3.3% | 2.5% | 2.5% | 2.4% | 其他流动负债 | 236 | 269 | 340 | 617 | 429 | 467 |
| 资产减值损失 | -8 | -10 | -103 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 8,868 | 8,718 | 10,460 | 11,162 | 11,214 | 11,653 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 2,290 | 2,376 | 1,459 | 1,659 | 1,959 | 2,359 |
| 投资收益 | 2 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 其他长期负债 | 2,057 | 2,189 | 1,369 | 1,369 | 1,369 | 1,369 |
| % 税前利润 | 0.3% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 13,215 | 13,283 | 13,288 | 14,190 | 14,542 | 15,381 |
| 营业利润 | 632 | 532 | 1,105 | 2,739 | 3,364 | 3,618 | 普通股股东权益 | 6,090 | 6,350 | 6,962 | 10,200 | 12,723 | 15,444 |
| 营业利润率 | 5.0% | 3.9% | 7.0% | 14.0% | 14.9% | 14.0% | 少数股东权益 | 494 | 462 | 497 | 497 | 488 | 462 |
| 营业外收支 | 10 | -4 | -27 | 2 | -3 | -3 | 负债股东权益合计 | 20,026 | 20,347 | 21,001 | 25,050 | 28,292 | 31,826 |
| 税前利润 | 642 | 528 | 1,078 | 2,741 | 3,360 | 3,610 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 5.1% | 3.9% | 6.8% | 14.0% | 14.0% | 14.0% | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 所得税 | -157 | -144 | -277 | -637 | -846 | -915 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 24.5% | 27.3% | 25.7% | 23.2% | 25.2% | 25.3% | 每股收益 (元) | 0.258 | 0.223 | 0.412 | 1.019 | 1.222 | 1.318 |
| 净利润 | 485 | 384 | 801 | 2,105 | 2,514 | 2,695 | 每股净资产 (元) | 3.291 | 3.432 | 3.762 | 4.941 | 6.163 | 7.481 |
| 少数股东损益 | 8 | -28 | 38 | 0 | -9 | -26 | 每股经营活动现金流 (元) | 0.384 | 0.531 | 0.726 | 1.436 | 2.024 | 2.147 |
| 归属于母公司的净利润 | 477 | 413 | 763 | 2,104 | 2,523 | 2,721 | 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.125 | 0.125 | 0.000 | 0.000 |
| 净利润率 | 3.8% | 3.0% | 4.8% | 10.7% | 11.2% | 11.2% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 7.83% | 6.50% | 10.96% | 20.63% | 19.83% | 17.62% |
| 净利润 | 485 | 384 | 801 | 2,105 | 2,514 | 2,695 | 总资产收益率 | 2.41% | 2.05% | 3.68% | 8.45% | 9.09% | 8.70% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | -9 | -26 | 投入资本收益率 | 5.90% | 5.69% | 8.88% | 17.54% | 22.27% | 25.55% |
| 非现金支出 | 727 | 869 | 1,028 | 922 | 977 | 1,015 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金收益 | 533 | 540 | 505 | 496 | 562 | 584 | 营业收入增长率 | 7.28% | 7.87% | 15.06% | 24.31% | 15.48% | 7.40% |
| 营运资金变动 | -1,036 | -811 | -990 | -558 | 125 | 139 | EBIT增长率 | 27.57% | -0.86% | 49.31% | 87.09% | 21.15% | 6.94% |
| 经营活动现金流 | 710 | 983 | 1,344 | 2,965 | 4,169 | 4,406 | 净利润增长率 | 6.91% | -13.53% | 84.89% | 175.83% | 19.89% | 7.88% |
| 资本开支 | 223 | 154 | 160 | 225 | 234 | 239 | 总资产增长率 | 4.67% | 1.49% | 3.25% | 19.28% | 12.95% | 12.49% |
| 投资 | -27 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 19 | 12 | 18 | 1 | 1 | 1 | 应收账款周转天数 | 11.8 | 13.3 | 13.1 | 13.2 | 13.2 | 13.2 |
| 投资活动现金流 | -231 | -141 | -142 | -224 | -233 | -238 | 存货周转天数 | 45.8 | 42.4 | 39.8 | 41.1 | 40.5 | 40.8 |
| 股利派发 | 110 | 0 | 0 | 1,392 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 78.8 | 77.1 | 76.2 | 77.4 | 76.9 | 76.8 |
| 债权筹资 | 414 | -84 | -677 | 200 | 300 | 400 | 其他资产周转天数 | 329.3 | 338.4 | 307.8 | 249.3 | 209.7 | 188.8 |
| 其他 | -767 | -645 | -629 | -501 | -816 | -576 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -243 | -729 | -1,306 | 1,091 | -516 | -176 | 净负债/股东权益 | 127.62% | 118.07% | 93.91% | 32.39% | -0.31% | -23.00% |
| 现金净流量 | 236 | 113 | -184 | 3,832 | 3,420 | 3,992 | EBIT利息保障倍数 | 2.2 | 1.9 | 3.3 | 6.5 | 7.0 | 7.3 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 66.74% | 66.10% | 64.05% | 57.02% | 52.40% | 49.16% |

来源: wind, 中泰证券研究所

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。