

化工

2017年08月08日

三友化工 (600409)

——各项业务经营向好，看好三季度旺季行情

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据： 2017年08月07日

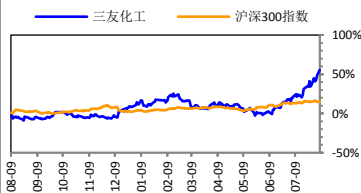
收盘价(元)	13.28
一年内最高/最低(元)	13.3/7.75
市净率	3.0
息率(分红/股价)	0.94
流通A股市值(百万元)	24573
上证指数/深证成指	3279.46 / 10451.08

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	4.4
资产负债率%	58.55
总股本/流通A股(百万)	2064/1850
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《三友化工(600409)点评：半年报超市场预期，业绩高增长有望持续》 2017/07/12
《三友化工(600409)深度：粘胶纯碱双料龙头，一体化优势驱动盈利中枢持续上移》 2017/06/27

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

王玉龙 A0230117010004
wangyl@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**公司公告2017年半年报，实现营收99.89亿元，YOY+36%；归母净利9.62亿元，YOY+227%，其中Q2实现归母净利约4.52亿元，YOY+171%，QOQ-11%。
- **中报业绩超预期。**二季度公司主导产品价格明显回调，根据披露经营数据，粘胶短纤售价环比下降约583元/吨，纯碱价格环比下降约386元/吨。公司高端差异化产品占比超过40%，受行业下行影响较小；同时主要原材料二季度价格有所回落、有机硅、烧碱二季度盈利环比增加，因此二季度业绩环比下降并不明显。
- **粘胶短纤高景气有望持续。**近期粘胶价格触底反弹，自6月中旬起累计上涨700元，目前高端报价已达1.62万元/吨；考虑到目前粘胶企业周度开工率达到92%，库存天数从前期11天下降至目前6天，看好三季度粘胶旺季行情，公司拥有50万吨粘胶产能，涨价弹性较大。中期看公司不断通过降低成本、开发高端差异化产品巩固自身竞争优势，目前公司产品相比行业平均有500~600元/吨比较优势，定增募投20万吨高端差异化产品有望明年1季度投产，盈利能力显著高于普通产品，打开公司后续成长空间。
- **纯碱价格触底反弹，看好旺季行情。**纯碱价格自年初高位回落，近期价格已从底部反弹约150元/吨，公司拥有权益产能286万吨，当前价格单吨净利超过150元/吨。第四批环保督查启动在即，山东、四川纯碱产能占比约20%，可能受环保压制开工；同时纯碱生产装置很多运行10年以上，装置老化也可能造成纯碱阶段性供应收缩。考虑到纯碱行业处于低库存高开工现状，行业开工率约90%，叠加旺季需求临近，阶段性供给收缩有望导致价格超预期上涨。
- **氯碱、有机硅价格反弹，持续受益环保督查。**6月以来PVC价格强势反弹，华北现货价格从前期底部5600元/吨上涨至目前6900元/吨，PVC1709期货合约上涨至7350元，考虑到行业库存处于低位，内蒙安全检查、新疆环保督查造成原料电石持续紧张，PVC价格有望持续反弹；8月以来有机硅中间体价格自18500元/吨上调至19800元/吨，第四批中央环保督察将对山东、四川两省巡查，产能占全国约40%，同时目前检修产能较多，有机硅有望持续上涨。
- **投资建议：**公司主要产品价格淡季企稳反弹，库存低位叠加环保督查压制企业开工，看好三季度旺季行情；各项业务景气上行，盈利中枢有望持续上移。上调盈利预测，预计公司2017-2019年EPS分别为0.99、1.19、1.32元（原值为0.86、1.02、1.13），当前股价对应PE为13.4、11.2、10.0倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1)粘胶短纤景气不及预期风险；2)纯碱需求不达预期风险。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,757	9,989	19,055	21,276	22,761
同比增长率(%)	15.06	35.99	20.93	11.66	6.98
净利润(百万元)	763	962	2,043	2,466	2,726
同比增长率(%)	84.89	227.48	167.81	20.70	10.54
每股收益(元/股)	0.41	0.47	0.99	1.19	1.32
毛利率(%)	24.9	26.7	30.7	31.5	31.8
ROE(%)	11.0	10.6	22.8	21.5	19.2
市盈率	32		13	11	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,695	13,694	15,757	19,055	21,276	22,761
营业收入同比增长率 (yoy)	7.71%	7.87%	15.06%	-	-	-
减: 营业成本	10,138	10,721	11,835	13,205	14,564	15,526
毛利率 (%)	20.14%	21.71%	24.89%	30.70%	31.50%	31.80%
减: 营业税金及附加	71	100	170	205	229	245
主营业务利润	2,486	2,873	3,752	-	-	-
主营业务利润率 (%)	19.58%	20.98%	23.81%	-	-	-
减: 销售费用	461	657	778	941	1,051	1,124
减: 管理费用	857	1,057	1,244	1,504	1,679	1,797
减: 财务费用	530	618	522	316	268	218
经营性利润	638	540	1,208	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	28.08%	-15.38%	123.63%	-	-	-
经营性利润率 (%)	5.03%	3.95%	7.67%	-	-	-
减: 资产减值损失	8	10	103	-3	0	0
加: 投资收益及其他	2	1	0	0	0	0
营业利润	632	532	1,105	2,887	3,484	3,851
加: 营业外净收入	10	-4	-27	0	0	0
利润总额	642	528	1,078	2,887	3,484	3,851
减: 所得税	157	144	277	742	896	990
净利润	485	384	801	2,145	2,589	2,861
少数股东损益	8	-28	38	102	123	136
归属于母公司所有者的净利润	477	413	763	2,043	2,466	2,726
净利润同比增长率 (yoy)	7.18%	-13.53%	84.89%	-	-	-
全面摊薄总股本	1,850	1,850	1,850	2,064	2,064	2,064
每股收益 (元)	0.26	0.22	0.41	0.99	1.19	1.32
归属母公司所有者净利润率 (%)	3.76%	3.01%	4.84%	-	-	-
ROE	7.84%	6.50%	10.96%	22.80%	21.50%	19.20%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。