

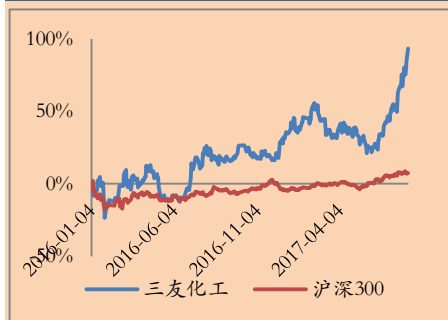


## 三友化工 (600409)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-08-08

### 股价走势:



研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 蒋园园

0551-65161836

jiangyy\_1987@163.com

联系人: 李超齐

0551-65161591

lichaoqi.2008@163.com

## 多主业高景气, 业绩快速提升

**事件:** 公司发布 2017 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 99.89 亿元, 同比增长 35.99%; 利润总额 13.26 亿元, 同比增长 209.01%; 归属于母公司的净利润 9.62 亿元, 同比增长 227.48%; 实现每股收益 0.52 元。

### 主要观点:

#### 多业务高景气, 公司业绩大幅增长

2017 年上半年, 国内化工品景气度良好, 公司作为粘胶短纤、纯碱、有机硅、氯碱多联产一体化综合企业, 整体业绩也大幅趋好。报告期内, 公司共生产纯碱 173.80 万吨, 粘胶短纤维 26.59 万吨, 烧碱 27.01 万吨, PVC 23.17 万吨, 二甲基硅氧烷混合环体 4.84 万吨 (含自用量 1.65 万吨)。利润方面, 公司四大支柱产业齐头并进, 业绩再创新高, 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%。在多项业务齐头并进的带动下, 公司综合毛利率也上升了 2.5 个百分点达到 26.7%。

#### 纯碱触底反弹, 景气向好

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。目前纯碱行业开工率维持在 9 成左右, 整体库存也处于低位, 同时环保督查也将严重制约供给端产能, 纯碱行业有望继续向好, 公司作为国内纯碱龙头也将充分受益。

#### 粘胶涨价态势有望延续

今年上半年粘胶市场呈先扬后抑走势, 1-2 月份, 粘胶短纤市场经过前期快速上涨后逐步走稳, 市场在春节前后进入停滞期, 新增订单不足。3-4 月份, 下游人棉纱、人棉布市场需求不足, 纱厂谨慎观望导致粘胶短纤市场成交低迷, 但在行业共同取消月结作用下下游补仓, 价格阶段性小幅回升。5 月份, 纱厂保持刚需采购, 粘胶厂接单严重不足, 市场成交重心触底。6 月份, 纱厂原料库存降低后备货积极性提升, 带动需求回暖、市场成交重心小幅上涨。目前粘胶短纤价格已由 6 月初的 15200 元/吨涨至目前 16200 元/吨, 从供需结构来看, 后市将继续看涨。公司拥有 50 万吨粘胶产能, 此外还有 20 万吨差异化产品将于未来几年陆续释放, 公司在粘胶领域的龙头地位将继续提升。

#### 盈利预测与估值

我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.87 元、1.02 元、1.17 元，对应当前股价的 PE 分别为 15.30 倍、12.99 倍、11.32 倍，维持“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       | 35.94 | 15.30 | 12.99 | 11.32 |
| P/B       | 3.94  | 3.25  | 2.76  | 2.33  |
| EV/EBITDA | 10    | 10    | 9     | 7     |

资料来源：wind、华安证券研究所

**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  |
| <b>流动资产</b>    | 5,415  | 7,822  | 10,847 | 13,981 | <b>营业收入</b>     | 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      |
| <b>非流动资产</b>   | 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 | <b>营业利润</b>     | 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      |
| 其他非流动资产        | 1,145  | 1,308  | 1,352  | 1,403  | 营业外支出           | 72     | 0      | 0      | 0      |
| <b>资产总计</b>    | 21,001 | 22,654 | 24,809 | 27,085 | <b>利润总额</b>     | 1,078  | 2,381  | 2,749  | 3,221  |
| <b>流动负债</b>    | 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  | <b>净利润</b>      | 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  | <b>归属母公司净利润</b> | 763    | 1,792  | 2,110  | 2,421  |
| <b>非流动负债</b>   | 3,085  | 3,888  | 3,940  | 3,940  | <b>EBITDA</b>   | 2,552  | 3,548  | 3,903  | 4,362  |
| 长期借款           | 1,459  | 1,459  | 1,459  | 1,459  | <b>EPS (元)</b>  | 0.37   | 0.87   | 1.02   | 1.17   |
| 其他非流动负         | 1,625  | 2,429  | 2,480  | 2,481  |                 |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 13,545 | 13,737 | 14,394 | 14,836 |                 |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 497    | 490    | 469    | 497    |                 |        |        |        |        |
| 股本             | 1,850  | 2,064  | 2,064  | 2,064  |                 |        |        |        |        |
| 资本公积           | 2,370  | 2,370  | 2,370  | 2,370  |                 |        |        |        |        |
| 留存收益           | 2,715  | 3,992  | 5,511  | 7,317  |                 |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权       | 6,959  | 8,426  | 9,945  | 11,751 |                 |        |        |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 21,001 | 22,654 | 24,809 | 27,085 |                 |        |        |        |        |

| 主要财务比率          |         |         |         |         |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度            | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
| <b>成长能力</b>     |         |         |         |         |
| 营业收入            | 15.06%  | 10.50%  | 8.00%   | 8.00%   |
| 营业利润            | 107.78% | 115.47% | 15.44%  | 17.20%  |
| 归属于母公司净利润       | 84.89%  | 134.91% | 17.75%  | 14.72%  |
| <b>获利能力</b>     |         |         |         |         |
| 毛利率(%)          | 24.89%  | 29.00%  | 29.50%  | 30.00%  |
| 净利率(%)          | 4.84%   | 10.29%  | 11.22%  | 11.92%  |
| ROE(%)          | 10.74%  | 20.03%  | 20.06%  | 19.99%  |
| ROIC(%)         | 9.03%   | 13.85%  | 13.26%  | 16.26%  |
| <b>偿债能力</b>     |         |         |         |         |
| 资产负债率(%)        | 64.50%  | 60.64%  | 58.02%  | 54.78%  |
| 净负债比率(%)        | 23.57%  | 7.28%   | -19.85% | -36.44% |
| 流动比率            | 0.52    | 0.79    | 1.04    | 1.28    |
| 速动比率            | 0.38    | 0.64    | 0.89    | 1.13    |
| <b>营运能力</b>     |         |         |         |         |
| 总资产周转率          | 0.76    | 0.80    | 0.79    | 0.78    |
| 应收账款周转率         | 27.80   | 27.89   | 27.32   | 27.29   |
| 应付账款周转率         | 6.38    | 6.57    | 6.72    | 6.76    |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |         |         |         |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.37    | 0.87    | 1.02    | 1.17    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.65    | 1.26    | 1.73    | 1.87    |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 3.37    | 4.08    | 4.82    | 5.69    |
| <b>估值比率</b>     |         |         |         |         |
| P/E             | 35.9    | 15.3    | 13.0    | 11.3    |
| P/B             | 3.9     | 3.3     | 2.8     | 2.3     |
| EV/EBITDA       | 9.66    | 10.18   | 8.61    | 7.08    |

| 现金流量表          |         |       |       |       |
|----------------|---------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |         |       |       |       |
| 会计年度           | 2016    | 2017E | 2018E | 2019E |
| <b>经营活动现金流</b> | 1,344   | 2,593 | 3,573 | 3,855 |
| 净利润            | 801     | 1,792 | 2,110 | 2,421 |
| 折旧摊销           | 925     | 918   | 914   | 910   |
| 财务费用           | 454     | 249   | 241   | 230   |
| 投资损失           | (0)     | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | (938)   | (358) | 329   | 266   |
| 其他经营现金         | 103     | (8)   | (21)  | 28    |
| <b>投资活动现金流</b> | (142)   | 0     | 0     | 0     |
| 资本支出           | 0       | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0       | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金         | (142)   | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | (1,305) | (538) | (684) | (956) |
| 短期借款           | 576     | (0)   | (3)   | (6)   |
| 长期借款           | (917)   | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0       | 214   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 5       | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金         | (968)   | (751) | (682) | (950) |
| <b>现金净增加额</b>  | (103)   | 2,055 | 2,889 | 2,899 |

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。