

化工

2017年08月28日

三友化工 (600409)

——环保约束叠加旺季来临，产品全线进入上涨通道

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25日

收盘价(元)	11.91
一年内最高/最低(元)	13.41/7.94
市净率	2.7
息率(分红/股价)	1.05
流通A股市值(百万元)	22038
上证指数/深证成指	3331.52 / 10659.01

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：各项业务经营向好，看好三季度旺季行情》 2017/08/08
《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

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)23297818x7433
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **环保督查影响供给，纯碱上涨启动。**目前华北重质纯碱送到价已从5月1650元/吨上行至目前1825元/吨，纯碱企业当前主要面临环保限产影响，一方面，山东、河北等地碳酸钙生产厂家因环保关停限产居多，对于纯碱企业后期生产形成较大阻力，成本端上移支撑价格；另一方面碱企自身受到环保影响，山东、四川、湖北等地纯碱生产企业都受到不同程度的影响。当前下游产业玻璃集中采购造成碱企供量持续紧缺，考虑到目前行业库存处于20多万吨的低位，纯碱价格有望持续上涨。
- **粘胶价格进入上涨通道。**环保督查导致粘胶短纤限停产厂家增多，供应量缩减，行业负荷从92%高位急跌至81%年内最低位，据不完全统计近期共计有将近40万吨产量受到影响。目前行业处于低库存状态，部分厂家超签订单至8月末9月初，旺季临近，价格有望持续上涨。
- **氯碱价格有望高位运行。**目前PVC华东市场价已上涨至7500元/吨，环保督查影响企业开工、主要厂商预售为主、社会库存持续下降、安全检查造成原料端电石供应持续紧张、部分企业有检修计划，众多利好支撑，价格有望高位运行。烧碱景气自2016年下半年景气回暖，受下游氧化铝、化纤需求拉动，价格在高位运行，华北片碱上半年销售价格比去年同期上涨77%，公司业绩持续改善。
- **有机硅持续反弹。**目前DMC价格已上涨至22500元/吨，受环保督查与技改影响主要企业开工明显下滑，原料端金属硅和氯甲烷价格上涨支撑价格，终端产品生胶、107胶、硅油等产品相继上调，下游对后市看涨，拿货积极。
- **盈利预测与投资建议：**公司目前拥有年产50万吨粘胶短纤、340万吨纯碱产能(权益286万吨)，并配套20万吨有机硅单体、40万吨PVC、50万吨烧碱产能，产品价格全线上涨，库存低位叠加环保督查压制开工，看好旺季行情；粘胶业务通过差异化、技改降成本等方式不断扩大优势，氯碱、纯碱、有机硅业务供需格局持续好转，盈利重心有望持续上移。考虑到20万吨高端粘胶投产，18年盈利中枢超过25亿。维持盈利预测，预计公司2017-2019年EPS分别为0.99、1.19、1.32元，当前股价对应PE为12.0、10.2、9.0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；3)环保停产风险。

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	20.90	11.70	7.00
净利润(百万元)	763	962	2,043	2,466	2,726
同比增长率(%)	84.89	227.48	167.80	20.70	10.50
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	29		12	10	9

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

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%	20.90%	11.70%	7.00%
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	5,645	6,483	6,990
主营业务利润率 (%)	19.58%	20.98%	23.81%	29.62%	30.47%	30.71%
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	2,884	3,485	3,851
经营性利润同比增长率 (yoy)	28.08%	-15.38%	123.63%	138.72%	20.84%	10.50%
经营性利润率 (%)	5.03%	3.95%	7.67%	15.14%	16.38%	16.92%
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%	167.80%	20.70%	10.50%
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。