

三友化工 (600409)

公司研究/简评报告

定增落地助增长，产品涨价迎旺季

—三友化工(600409)点评报告

简评报告/化工

2017年06月26日

一、事件概述

三友化工近日公告 2016 年非公开发行股票发行情况，以 6.66 元/股的价格定向发行 2.14 亿股公司股票，募集净额 13.86 亿元。其中三友碱业认购了 2703 万股/占 12.6%。

二、分析与判断

➤ 20 万吨粘胶项目稳固龙头竞争优势

本次募资净额主要用于 20 万吨/年功能性、差别化粘胶短纤维项目（拟投入 13 亿元）。预计于 2018 年二季度达产，达产后公司粘胶产能将达 70 万吨，新装置优化工艺及集中式采购将进一步摊低粘胶生产成本，并实现烧碱基本完全内部消化，龙头竞争优势愈发稳固。公司审慎测算项目达产后将贡献年平均利润总额 1.9 亿元。

➤ 旺季来临，海内外需求同时回暖支撑粘胶价格

需求方面，5-9 月为纺织品出口旺季，下游刚需备货补库存陆续开始，部分厂家发货紧张，内外销情况都较好，个别超签至 7 月。中端报价稳固在 15100 元/吨，预计公司吨净利达 1500 元/吨。海关数据显示出口继续向好，2017 年 1-4 月粘胶出口 9.9 万吨/+1.1%，4 月出口 3.1 万吨/+25.0%。海外新增产能有限背景下，美/人民币汇率持续高位在一定程度上刺激了粘胶的出口，拉动了需求的边际改善。

➤ 主流厂商检修致供应紧张，2017 年三季度供需格局持续向好

供给方面，新疆富丽达（0%，火灾部分停产）、安徽舒美特（0%；逐步恢复）、山东高密银鹰（50%）、玛纳斯澳洋（70%）几家主流工厂限/停产，涉及实际产能 21 万吨/占全国 5.6%，行业开工小幅下降至 92%，后续有望保持在 90% 高位。我们预计 2017 年国内产量达 340 万吨，377 万吨产能下开工率高达 90%，供需极度紧张。

➤ 高端纤维盈利能力良好，规模扩张后将改善化纤板块毛利水平

高端纤维方面，公司莫代尔（2.5 万吨）、竹丝纤维生产技术已逐渐成熟，吨净利预计达 2000 元/吨，中短期有望进一步扩大产能规模，改善化纤整体毛利水平。同时莱赛尔已进入 5000 吨中试，技术为自主研发，将为公司提供中长期业绩增长点。

➤ 纯碱库存去化明显，产能管制严格确保未来数年行业景气向上

2016 年纯碱全国产能 2957 万吨，产量 2588 万吨，开工率达 87.5%。除了 2017 年有近 85 万吨/+2.9% 的计划投产产能外，国家提高准入门槛下未来几年基本没有新增产能。2017 年 5-6 月检修季来临，目前库存已从年初近 100 万吨下降至 26 万吨的合理水平，玻璃、氧化铝高景气度下下游厂家有望迎来集中补库存。目前纯碱华东重质送到价格为 1700 元/吨，较年内底部 5 月上涨了 75 元/吨/+4.4%，预计公司目前吨净利达 120 元/吨，三季度纯碱价格料将持续上行。

三、盈利预测与投资建议

我们认为公司定增落地稳固粘胶龙头地位的同时确保了未来业绩增长；粘胶随着旺季来临供需共振，有望复制去年三季度的强势行情；纯碱库存去化明显，下游集中补库存将加剧供需紧张，推涨价格。我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 16.4 亿元、19.5 亿元和 22.1 亿元，对应 PE 分别为 12X、10X 和 9X。维持“强烈推荐”的评级。

四、风险提示：

粘胶价格大幅下滑；纯碱价格大幅下滑。

强烈推荐 维持评级

合理估值： 11.6—12.0 元

交易数据 2017-6-23

收盘价（元）	9.61
近 12 个月最高/最低（元）	6.56/10.82
总股本（百万股）	2064
流通股本（百万股）	1850
流通股比例（%）	90
总市值（亿元）	198
流通市值（亿元）	178

该股与沪深 300 走势比较



分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： 0755-22662087

邮箱： fanjinsong@mszq.com

研究助理：陈煜

执业证号： S0100117060043

电话： 021-60876725

邮箱： chenyu@mszq.com

分析师：杨林

执业证号： S0100517050001

电话： 13621397096

邮箱： yanglin@mszq.com

相关研究

1. 三友化工(600409)公司点评：粘胶短纤、氯碱价格上涨，三季报大幅增长

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	15,757	17,509	19,822	21,484
增长率 (%)	15.06%	11.12%	13.21%	8.39%
归属母公司股东净利润 (百万元)	763	1,643	1,948	2,214
增长率 (%)	84.89%	115.37%	18.55%	13.67%
每股收益 (元)	0.37	0.80	0.94	1.07
PE (现价)	26.01	12.07	10.19	8.96
PB	2.66	2.13	1.81	1.54

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	15757	17509	19822	21484
营业成本	11835	12285	13920	14932
营业税金及附加	170	188	213	231
销售费用	778	895	914	1033
管理费用	1244	1388	1588	1747
EBIT	1627	2701	3136	3489
财务费用	522	349	347	320
资产减值损失	103	52	52	52
投资收益	0	0	0	0
营业利润	1105	2352	2789	3169
营业外收支	-27	-31	-37	-41
利润总额	1078	2321	2752	3128
所得税	277	597	707	804
净利润	801	1725	2045	2324
归属于母公司净利润	763	1643	1948	2214
EBITDA	2531	3627	4061	4414

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1977	5185	7890	10570
应收账款及票据	1817	2045	2326	2512
预付款项	162	150	136	122
存货	1427	1481	1678	1801
其他流动资产	32	45	63	75
流动资产合计	5415	8906	12094	15080
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	13558	12668	11778	10888
无形资产	884	861	840	819
非流动资产合计	15586	14970	13956	13193
资产合计	21001	23875	26049	28273
短期借款	4285	4487	4475	4458
应付账款及票据	2901	3011	3412	3660
其他流动负债	3274	3276	3674	4047
流动负债合计	10460	10775	11561	12166
长期借款	1459	1859	1659	1459
其他长期负债	1625	1944	1865	1789
非流动负债合计	3085	3804	3525	3249
负债合计	13545	14579	15086	15415
股本	1850	2064	2064	2064
少数股东权益	497	579	676	786
股东权益合计	6959	8718	10288	12072
负债和股东权益合计	21001	23875	26049	28273

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	15.06%	11.12%	13.21%	8.39%
EBIT 增长率	41.44%	66.01%	16.11%	11.26%
净利润增长率	84.89%	115.37%	18.55%	13.67%
盈利能力				
毛利率	24.89%	29.84%	29.78%	30.50%
净利润率	4.84%	9.38%	9.83%	10.31%
总资产收益率 ROA	3.81%	7.22%	7.85%	8.22%
净资产收益率 ROE	10.74%	18.55%	18.65%	18.08%
偿债能力				
流动比率	0.5	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.7	0.9	1.1
现金比率	0.2	0.5	0.7	0.9
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	12.9	12.9	12.9	13.2
存货周转天数	29.6	29.9	28.7	29.1
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.8	0.9	1.1
每股净资产	3.6	4.5	5.3	6.2
每股经营现金流	0.7	1.5	1.8	1.9
每股股利	0.1	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	26.0	12.1	10.2	9.0
PB	2.7	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	9.9	6.9	5.4	4.3
股息收益率	0.75%	1.61%	1.91%	2.17%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	801	1725	2045	2324
折旧和摊销	103	52	52	52
营运资金变动	-938	87	440	377
经营活动现金流	1344	3138	3808	3998
资本开支	986	193	-246	49
投资	-1128	-507	332	-213
投资活动现金流	-142	-314	86	-164
股权募资	-143	-105	-378	-430
债务募资	-1342	584	-645	-605
筹资活动现金流	-1305	479	-1023	-1035
现金净流量	-103	3303	2872	2800

分析师与研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师 (General Engineer/Ingenieur Generaliste)。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名。2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名。

陈煜，上海交通大学材料科学与工程硕士。2015年4月起在国金证券从事基础化工行业研究工作。2017年5月加入民生证券研究院化工团队。对粘胶短纤、天然橡胶、钛白粉、油脂化工、民爆等行业具有较深入研究。

杨林，北京化工大学化学工程与技术学士、硕士，中国注册会计师，曾任职普华永道会计师事务所、国都证券，太平洋证券研究院化工行业组长，第一作者在国际著名学术SCI期刊发表论文2篇，2017年4月加入民生证券研究院化工团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。