

## 业绩略超预期，三季度产品趋势再向好

### 投资要点

- **事件:** 公司发布半年度业绩预增公告, 预计 2017 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润 9.6 亿元左右, 与上年同期相比增长 227%。
- **二季度业绩略超预期。** 若实现此业绩, 17 年 Q2 公司实现归母净利润 4.5 亿元, 同比增长 171%, 环比增速略有回落。业绩增加的主要原因是受市场影响公司主导产品粘胶短纤维、纯碱、PVC、烧碱、有机硅售价同比上涨, 虽然公司主要原材料浆粕、原盐、电石、硅块价格也同比上涨, 但主导产品售价上涨幅度远大于生产成本增长幅度, 使归属于上市公司股东的净利润同比大幅增长。
- **粘胶短纤中期上涨行情仍将持续。** 本次粘胶周期的向上因素在于新增产能真空期与下游需求稳步增长长期的叠加。从 2014 年之后, 产能增速逐步趋缓, 至 2017 年 Q3 之前, 行业产能增速都低于 5%。而与粘胶短纤产能增速趋缓相对应的是需求的快速增加, 2016 年粘短表观消费量同比增长 9.3%, 且 17 年 1-5 月份有 25% 的增长, 需求的持续向好直接带动行业供需格局的优化。目前企业周度开工率达到 94%, 库存天数约 0-2 天, 供应偏紧, 有望加速粘短价格上涨。且从下游需求角度来看, 纺织板块中报业绩略超预期, 显示行业弱复苏到来。化纤下游的纺织服装上市公司有 45 家, 今年中报业绩预告增长有 27 家, 继续盈利和扭亏有 7 家, 业绩下降 9 家, 行业出现复苏。从国家统计局公布的数据看, 今年前 5 个月, 国内布累计产量 208 亿米, 同比增长 4.2%, 纱累计产量 1657.7 万吨, 同比增长 4.7%, 纺织品的产量均出现增加。我们认为粘胶短纤价格在第三季度仍将继续上涨, 粘胶短纤中期上涨行情仍将持续。
- **有机硅纯碱好于去年同期, 看好公司业绩增长。** 纯碱价格节后受制于高库存回落至 1600 元/吨, 但我们认为行业供需实质性改善, 目前价格有望企稳回升。目前纯碱价格略有回升, 建议关注其进一步变动情况。有机硅因企业开工水平整体不高、停车及检修现象较多等现象造成货源供应紧张, 价格仍在高位, 公司具有有机硅单体产能 20 万吨, 对应 DMC 产能 10 万吨, 业绩弹性较大。
- **盈利预测与投资建议。** 公司主营产品价格变动, 调整盈利预测。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.93 元、1.02 元和 1.10 元, 对应的 PE 分别为 11 倍、10 倍和 9 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 粘短价格或不及预期的风险、纯碱价格或不及预期的风险、行业新增产能大量投放的风险。

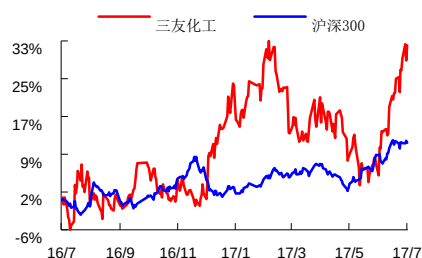
| 指标/年度          | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元)     | 15756.80 | 19270.57 | 20883.83 | 22602.97 |
| 增长率            | 15.06%   | 22.30%   | 8.37%    | 8.23%    |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 762.86   | 1929.06  | 2099.41  | 2268.01  |
| 增长率            | 84.89%   | 152.87%  | 8.83%    | 8.03%    |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.37     | 0.93     | 1.02     | 1.10     |
| 净资产收益率 ROE     | 10.74%   | 18.77%   | 17.88%   | 17.06%   |
| PE             | 28       | 11       | 10       | 9        |
| PB             | 2.87     | 2.04     | 1.79     | 1.58     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
 执业证号: S1250513070003  
 电话: 021-50755259  
 邮箱: shah@swsc.com.cn  
 联系人: 李海勇  
 电话: 0755-23617478  
 邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 20.64      |
| 流通 A 股(亿股)   | 18.50      |
| 52 周内股价区间(元) | 7.69-10.84 |
| 总市值(亿元)      | 214.07     |
| 总资产(亿元)      | 216.17     |
| 每股净资产(元)     | 4.04       |

### 相关研究

1. 三友化工 (600409): 产品景气周期带动业绩向好, 17 年仍将持续 (2017-04-13)
2. 三友化工 (600409): 粘胶强周期起点, 业绩弹性巨大 (2016-10-24)
3. 三友化工 (600409): 粘胶短纤龙头, 看好全年业绩表现 (2016-08-10)

### 关键假设：

假设 1：公司粘胶短纤产品 17-19 年含税均价分别为 16100 元/吨、16100 元/吨和 16000 元/吨，在建的 20 万吨差异化粘胶短纤产能预计与 18 年 3 月份投产，18 年消化 9 万吨，19 年达产；

假设 2：公司纯碱产品 17-19 年含税均价分别为 1800 元/吨、1700 元/吨和 1700 元/吨，销量维持在 350 万吨；

假设 3：烧碱产品因粘胶短纤产能增加，自用增多，外销减少；有机硅价格大幅提升，假设有机硅中间体 17-19 年含税均价分别为 18500 元/吨、19000 元/吨和 19000 元/吨。PVC 基本保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

| 单位：百万元   |     | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|----------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 粘胶短纤     | 收入  | 6511.27  | 7293.16  | 8531.62  | 9982.91  |
|          | 增速  | 14.5%    | 12.01%   | 16.98%   | 17.01%   |
|          | 毛利率 | 19.21%   | 26.00%   | 26.00%   | 25.50%   |
| 纯碱       | 收入  | 4121.47  | 5384.62  | 5384.62  | 5384.62  |
|          | 增速  | 4.4%     | 30.65%   | 0.00%    | 0.00%    |
|          | 毛利率 | 35.35%   | 45.00%   | 44.00%   | 44.00%   |
| 烧碱       | 收入  | 911.58   | 1094.02  | 987.18   | 858.97   |
|          | 增速  | 18.9%    | 20.01%   | -9.77%   | -12.99%  |
|          | 毛利率 | 52.80%   | 64.00%   | 65.00%   | 66.00%   |
| 有机硅      | 收入  | 1121.53  | 1843.38  | 1892.52  | 1892.52  |
|          | 增速  | 49.5%    | 64.36%   | 2.67%    | 0.00%    |
|          | 毛利率 | 15.12%   | 25.00%   | 25.00%   | 25.00%   |
| PVC      | 收入  | 2163.44  | 2470.00  | 2660.00  | 2850.00  |
|          | 增速  | 8.4%     | 14.2%    | 7.7%     | 7.1%     |
|          | 毛利率 | 3.48%    | 3.50%    | 3.70%    | 4.00%    |
| 蒸汽、电、石灰石 | 收入  | 965.21   | 1,158.25 | 1,331.99 | 1,465.19 |
|          | 增速  | -4.9%    | 20.00%   | 15.00%   | 10.00%   |
|          | 毛利率 | 26.67%   | 26.00%   | 26.00%   | 26.00%   |
| 其他       | 收入  | 1630.53  | 1712.06  | 1797.66  | 1887.54  |
|          | 增速  | 28.4%    | 5.00%    | 5.00%    | 5.00%    |
|          | 毛利率 | 5.91%    | 6.00%    | 6.00%    | 6.00%    |
| 内部抵消     | 收入  | -1668.23 | -1684.91 | -1701.76 | -1718.78 |
|          | 增速  | -4.0%    | 1.00%    | 1.00%    | 1.00%    |
|          | 毛利率 | -8.02%   | -6.90%   | -7.00%   | -7.10%   |
| 合计       | 收入  | 15756.80 | 19270.57 | 20883.83 | 22602.97 |
|          | 增速  | 15.1%    | 22.30%   | 8.37%    | 8.23%    |
|          | 毛利率 | 24.89%   | 31.59%   | 30.52%   | 29.80%   |

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           | 现金流量表（百万元）        | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入          | 15756.80        | 19270.57        | 20883.83        | 22602.97        | 净利润               | 800.87          | 1974.06         | 2139.41         | 2306.01         |
| 营业成本          | 11835.23        | 13183.67        | 14509.86        | 15867.89        | 折旧与摊销             | 924.95          | 1314.84         | 1374.20         | 1437.21         |
| 营业税金及附加       | 169.61          | 207.43          | 224.80          | 243.30          | 财务费用              | 521.93          | 684.47          | 657.38          | 656.37          |
| 销售费用          | 778.16          | 951.69          | 981.54          | 1062.34         | 资产减值损失            | 103.23          | 50.00           | 30.00           | 20.00           |
| 管理费用          | 1243.76         | 1521.12         | 1608.05         | 1650.02         | 经营营运资本变动          | 495.23          | -215.15         | 89.78           | 45.64           |
| 财务费用          | 521.93          | 684.47          | 657.38          | 656.37          | 其他                | -1502.43        | -51.00          | -31.00          | -21.00          |
| 资产减值损失        | 103.23          | 50.00           | 30.00           | 20.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>1343.78</b>  | <b>3757.21</b>  | <b>4259.77</b>  | <b>4444.23</b>  |
| 投资收益          | 0.16            | 1.00            | 1.00            | 1.00            | 资本支出              | -247.49         | -1000.00        | -1000.00        | -1000.00        |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | 105.28          | 1.00            | 1.00            | 1.00            |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-142.22</b>  | <b>-999.00</b>  | <b>-999.00</b>  | <b>-999.00</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>1105.05</b>  | <b>2673.19</b>  | <b>2873.20</b>  | <b>3104.05</b>  | 短期借款              | 575.54          | -967.79         | -102.35         | 97.00           |
| 其他非经营损益       | -27.18          | -41.10          | -20.65          | -29.37          | 长期借款              | -916.95         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>1077.86</b>  | <b>2632.08</b>  | <b>2852.55</b>  | <b>3074.68</b>  | 股权融资              | 5.00            | 1386.24         | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 276.99          | 658.02          | 713.14          | 768.67          | 支付股利              | -148.03         | -273.69         | -692.09         | -753.21         |
| 净利润           | 800.87          | 1974.06         | 2139.41         | 2306.01         | 其他                | -820.28         | -2952.94        | -657.38         | -656.37         |
| 少数股东损益        | 38.01           | 45.00           | 40.00           | 38.00           | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-1304.72</b> | <b>-2808.18</b> | <b>-1451.81</b> | <b>-1312.57</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 762.86          | 1929.06         | 2099.41         | 2268.01         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-104.28</b>  | <b>-49.96</b>   | <b>1808.95</b>  | <b>2132.66</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           | 财务分析指标            | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           |
| 货币资金          | 1977.02         | 1927.06         | 3736.01         | 5868.67         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 1978.60         | 2429.04         | 2631.19         | 2848.70         | 销售收入增长率           | 15.06%          | 22.30%          | 8.37%           | 8.23%           |
| 存货            | 1424.24         | 1555.81         | 1699.69         | 1872.32         | 营业利润增长率           | 107.78%         | 141.91%         | 7.48%           | 8.03%           |
| 其他流动资产        | 34.76           | 42.52           | 46.08           | 49.87           | 净利润增长率            | 108.50%         | 146.49%         | 8.38%           | 7.79%           |
| 长期股权投资        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA 增长率        | 26.96%          | 83.10%          | 4.97%           | 5.97%           |
| 投资性房地产        | 8.79            | 8.79            | 8.79            | 8.79            | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 14265.66        | 13976.26        | 13627.50        | 13215.73        | 毛利率               | 24.89%          | 31.59%          | 30.52%          | 29.80%          |
| 无形资产和开发支出     | 885.94          | 860.51          | 835.07          | 809.63          | 三费率               | 16.14%          | 16.38%          | 15.55%          | 14.90%          |
| 其他非流动资产       | 425.83          | 425.83          | 425.83          | 425.83          | 净利率               | 5.08%           | 10.24%          | 10.24%          | 10.20%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>21000.85</b> | <b>21225.81</b> | <b>23010.15</b> | <b>25099.53</b> | ROE               | 10.74%          | 18.77%          | 17.88%          | 17.06%          |
| 短期借款          | 4285.14         | 3317.35         | 3215.00         | 3312.00         | ROA               | 3.81%           | 9.30%           | 9.30%           | 9.19%           |
| 应付和预收款项       | 3681.66         | 4044.38         | 4451.59         | 4866.02         | ROIC              | 7.70%           | 16.01%          | 16.86%          | 18.32%          |
| 长期借款          | 1459.45         | 1459.45         | 1459.45         | 1459.45         | EBITDA/销售收入       | 16.20%          | 24.25%          | 23.49%          | 23.00%          |
| 其他负债          | 4118.63         | 1885.25         | 1917.40         | 1942.55         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>13544.88</b> | <b>10706.43</b> | <b>11043.45</b> | <b>11580.02</b> | 总资产周转率            | 0.76            | 0.91            | 0.94            | 0.94            |
| 股本            | 1850.39         | 2064.35         | 2064.35         | 2064.35         | 固定资产周转率           | 1.19            | 1.44            | 1.62            | 1.81            |
| 资本公积          | 2370.41         | 3542.69         | 3542.69         | 3542.69         | 应收账款周转率           | 27.80           | 29.12           | 27.35           | 27.33           |
| 留存收益          | 2715.26         | 4370.64         | 5777.96         | 7292.77         | 存货周转率             | 9.15            | 8.83            | 8.90            | 8.87            |
| 归属母公司股东权益     | 6959.27         | 9977.67         | 11385.00        | 12899.81        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 59.35%          | —               | —               | —               |
| 少数股东权益        | 496.71          | 541.71          | 581.71          | 619.71          | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>7455.98</b>  | <b>10519.38</b> | <b>11966.71</b> | <b>13519.51</b> | 资产负债率             | 64.50%          | 50.44%          | 47.99%          | 46.14%          |
| 负债和股东权益合计     | 21000.85        | 21225.81        | 23010.15        | 25099.53        | 带息债务/总负债          | 49.73%          | 53.88%          | 51.31%          | 49.77%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 0.52            | 0.78            | 1.02            | 1.25            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 0.38            | 0.58            | 0.81            | 1.03            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 19.40%          | 14.19%          | 32.97%          | 33.21%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                 |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 0.37            | 0.93            | 1.02            | 1.10            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 3.61            | 5.10            | 5.80            | 6.55            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 0.65            | 1.82            | 2.06            | 2.15            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.07            | 0.13            | 0.34            | 0.36            |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 业绩和估值指标       | 2016A           | 2017E           | 2018E           | 2019E           |                   |                 |                 |                 |                 |
| EBITDA        | 2551.92         | 4672.49         | 4904.78         | 5197.62         |                   |                 |                 |                 |                 |
| PE            | 28.06           | 11.10           | 10.20           | 9.44            |                   |                 |                 |                 |                 |
| PB            | 2.87            | 2.04            | 1.79            | 1.58            |                   |                 |                 |                 |                 |
| PS            | 1.36            | 1.11            | 1.03            | 0.95            |                   |                 |                 |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 10.09           | 5.31            | 4.67            | 4.01            |                   |                 |                 |                 |                 |
| 股息率           | 0.69%           | 1.28%           | 3.23%           | 3.52%           |                   |                 |                 |                 |                 |

数据来源：Wind，西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|---------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅     | 机构销售    | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 邵亚杰     | 机构销售    | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 郎珈艺     | 机构销售    | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 黄丽娟     | 机构销售    | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 欧阳倩威    | 机构销售    | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 赵佳      | 地区销售副总监 | 010-57631179  | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn      |
|    | 王雨珩     | 机构销售    | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
|    | 任骁      | 机构销售    | 010-57758566  | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn     |
| 广深 | 张婷      | 地区销售总监  | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁      | 机构销售    | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 王湘杰     | 机构销售    | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 熊亮      | 机构销售    | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳     | 机构销售    | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |
|    | 刘予鑫(广州) | 机构销售    | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |