三友化工（600409）

公司研究/简评报告

二季度业绩超预期，粘胶纯碱盈利继续向好

—三友化工(600409)点评报告

简评报告/化工　　2017 年 07 月 14 日

一、事件概述

三友化工近日公告中报业绩预告，经公司财务部门初步测算，预计 2017 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润 96,000 万元左右，与上年同期相比增长 227%左右。其中二季度单季实现归属于上市公司股东的净利润 44,951 万元左右，与上年同期相比增长 171%左右。

二、分析与判断

➢ 二季度业绩较好，略超市场预期

二季度公司主导产品“粘胶短纤维、纯碱、PVC、烧碱、有机硅”售价各同比上涨 14%\18%\12%\78%\62%，各环比变动-10%\-20%\-7%\+3%\+12%。二季度业绩同比增加的主要原因是受市场影响，虽然公司主要原材料浆粕、原盐、电石、硅块价格同比上涨，但主导产品售价上涨幅度远大于生产成本增长幅度。环比来看，主要产品售价涨跌互现，部分产品回调较多，但单季度业绩依然向好，为“两碱一化”循环体系下公司成本控制能力较好及产品周期互错所致。

➢ 粘胶：旺季来临叠加需求回暖，三季度重归上行通道

7 月粘胶进入消费旺季，粘胶拉涨幅度以及频率有所提升，不少厂家上周 2 次提价。高端厂家报价已至 16000 元/吨，部分甚至封盘，目前百川均价为 15800 元/吨。

需求端受益于汇率贬值，今年初起纺织服装出口增速有底部抬升趋势，1-5 月出口交货值累计增长 2.7%，全年有望在 2014 年后首次重归正增长。受益于此，1-5 月纱产量累计增长 4.7%，大幅提振粘胶需求，5 月单月粘胶表观消费量大幅增长 9.1%。

供给端方面，7-8 月为行业集中检修期，此外之前舒美特、高密银鹰、玛纳斯澳洋等延续限/停产，涉及实际产能合计 11 万吨。目前行业库存触及历史低谷 6 天，开工率为 91.2%，供需极度紧张。随着旺季来临需求回升，三季度粘胶有望继续上行。

➢ 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%。我们统计 2017 年只有 60 万吨/+2%的有效投产产能，此外国家提高准入门槛下未来 2 年内产能增速预计将保持在 2%以下。2017 年 5-6 月为集中检修季，7 月初库存已从年初近 100 万吨下降至低于 30 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

我们认为粘胶随着旺季来临供需共振，三季度有望重拾涨势；纯碱供需格局向好，短期库存去化明显，价格预计将稳步上行，氯碱受益于地产高景气高盈利能力有望持续。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	2017-7-13
收盘价（元）	10.62
近 12 个月最高/最低(元)	10.64/7.66
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）	219
流通市值（亿元）	197

该股与沪深 300 走势比较

资料来源：Wind、民生证券研究院

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：定增落地助增长，产品涨价迎旺季

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

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

资料来源：公司公告、民生证券研究院

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。