

三友化工 (600409)

半年报靓丽，各业务景气继续向好 买入（首次）

2017 年 8 月 8 日

事件

公司发布 2017 年中报，报告期内实现营业收入 99.9 亿元，同比增长 36%；实现归母净利 9.62 亿，同比增长 227%；归母扣非净利 9.36 亿元，同比增长 208%；基本每股收益 0.52 元/股。

投资要点

■ **增长主要来自产品价格上涨：**公司上半年营收和利润同比大幅增长，增长主要来自产品价格大幅上涨。上半年纯碱、粘胶短纤、PVC、烧碱、DMC 五大产品分别实现销量 176.11、26.91、23.14、27.02、3.29 万吨，产销基本与去年持平，产品价格分别同比增长 26%、23%、18%、63%、47%，其中粘胶短纤和纯碱营收占比较高，利润贡献最大。从各子公司财务数据来看，粘胶业务贡献净利 2.8 亿元，氯碱业务贡献 1.98 亿元，有机硅业务贡献 1.34 亿元，以此推算纯碱业务利润贡献超过 3 亿元。报告期内公司综合毛利率 26.65%，同比提高 2.4 个百分点，净利率 10.3%，同比提高 6.1 个百分点，盈利能力显著提升。

■ **各产品景气继续向好，下半年业绩值得期待：**粘胶短纤、纯碱、PVC 价格回落是 Q2 环比小幅下降的主要原因。从各产品行业格局来看，未来景气依然向好。粘胶行业在 2018 年之前新增产能投放有限，供求关系偏紧，6 月份以来价格止跌回升，随着下游旺季来临，价格有望继续上行。纯碱行业秩序较好，开工率高，未来新增产能有限，在玻璃、氧化铝等高景气度下游的带动下，价格有望逐步上涨。烧碱高景气度依旧，PVC 在房地产后周期需求带动、电石供应紧张成本推动、以及环保限制供给影响下，近期价格也重回升势并有望继续上涨。公司主要产品价格趋势向上，下半年业绩值得期待。

■ **增发顺利完成，未来粘胶短纤优势进一步扩大：**公司于 2017 年 6 月完成非公开发行，募集资金总额 14.25 亿元，发行价格 6.66 元/股，大股东认购 1.8 亿元。募集资金主要用于“20 万吨/年功能性、差别化粘胶短纤维项目”，项目主要生产市场前景良好的可冲散纤维、超细旦粘胶短纤维、阻燃粘胶短纤维、着色粘胶短纤维和竹纤维等差别化品种，盈利能力较强。截至本报告期末，该项目工程进度 31%。项目建成投产后，公司粘胶产能将达到 70 万吨，占行业总产能的 18%，优势进一步扩大。

投资建议

预计公司 17-19 年归母净利润分别为 20.18、23.36 和 26.73 亿元，EPS 分别为 0.98、1.13 和 1.29 元，PE 分别为 14X、12X 和 10X，考虑到公司当前估值较低，产品价格继续上涨业绩弹性大，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品价格大幅下跌。

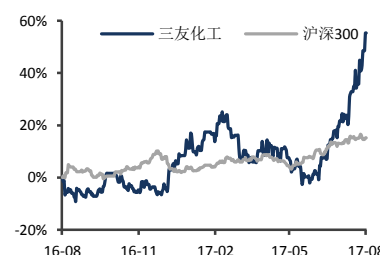
证券分析师 沈晓源

执业证号：S0600517030002

021-60199793

shenxy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.28
一年最低/最高价	7.65/13.30
市净率(倍)	3.02
流通市值(百万元)	24,573

基础数据

每股净资产(元)	4.40
资产负债率(%)	58.55
总股本(百万股)	2,064.35
流通股(百万股)	1,850.39

相关研究

盈利预测与估值

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,757	20,398	22,608	24,903
同比(%)	15.1%	29.5%	10.8%	10.2%
净利润(百万元)	763	2,018	2,336	2,673
同比(%)	84.9%	164.6%	15.7%	14.4%
每股收益(元/股)	0.37	0.98	1.13	1.29
P/E	35.94	13.58	11.74	10.26

资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,415	7,480	9,588	12,703	营业收入	15,757	20,398	22,608	24,903
现金	1,977	2,917	4,601	7,226	减:营业成本	11,835	14,768	16,334	17,955
应收款项	592	774	861	945	营业税金及附加	170	143	188	206
存货	1,424	1,746	1,917	2,122	营业费用	778	816	904	996
其他流动资产	1,422	2,042	2,208	2,410	管理费用	1,244	1,305	1,447	1,594
非流动资产	15,586	15,926	16,087	15,474	财务费用	522	506	447	357
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	103	0	0	0
固定资产	13,558	12,935	13,271	13,339	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	708	1,708	1,508	808	其他收益	-0	0	0	0
无形资产	884	893	909	924	营业利润	1,105	2,860	3,288	3,795
其他非流动资产	437	390	400	403	加:营业外净收支	-27	0	0	0
资产总计	21,001	23,406	25,675	28,177	利润总额	1,078	2,860	3,288	3,795
流动负债	10,460	9,688	10,044	10,411	减:所得税费用	277	711	802	962
短期借款	4,285	4,206	4,150	4,191	少数股东损益	38	130	150	160
应付账款	2,605	3,230	3,578	3,934	归属母公司净利润	763	2,018	2,336	2,673
其他流动负债	3,570	2,251	2,316	2,285	EBIT	1,627	3,366	3,735	4,152
非流动负债	3,085	2,959	2,991	2,995	EBITDA	2,552	4,209	4,620	5,104
长期借款	1,459	1,459	1,459	1,459					
其他非流动负债	1,625	1,500	1,532	1,535					
负债总计	13,545	12,647	13,035	13,405	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	497	627	777	937	每股收益(元)	0.37	0.98	1.13	1.29
归属母公司股东权益	6,959	10,133	11,863	13,835	每股净资产(元)	3.37	4.91	5.75	6.70
负债和股东权益总计	21,001	23,406	25,675	28,177	发行在外股份(百万股)	1,850	2,064	2,064	2,064
					ROIC(%)	8.4%	16.5%	18.4%	21.0%
					ROE(%)	11.0%	19.9%	19.7%	19.3%
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	24.9%	27.6%	27.8%	27.9%
经营活动现金流	1,344	2,923	3,886	4,123	EBIT Margin(%)	10.3%	16.5%	16.5%	16.7%
投资活动现金流	-142	-1,228	-1,037	-336	销售净利率(%)	4.8%	9.9%	10.3%	10.7%
筹资活动现金流	-1,305	-755	-1,165	-1,162	资产负债率(%)	59.0%	52.2%	49.8%	47.6%
现金净增加额	-104	940	1,684	2,625	收入增长率(%)	15.1%	29.5%	10.8%	10.2%
折旧和摊销	925	843	886	952	净利润增长率(%)	84.9%	164.6%	15.7%	14.4%
资本开支	162	1,200	1,000	300	P/E	35.94	13.58	11.74	10.26
营运资本变动	-990	-612	62	-27	P/B	3.94	2.71	2.31	1.98
企业自由现金流	2,606	1,579	2,781	3,735	EV/EBITDA	13.60	8.24	7.51	6.80

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>