

2017年高增长, 2018年有新产能投放, 继续看好

投资要点

- **业绩总结:** 公司2017年实现营业收入201.96亿元, 同比增长28.17%; 实现归母净利润18.89亿元, 同比增长147.63%; EPS 0.97元。
- **产品价格提升, 价差扩大。** 公司主要产品纯碱、烧碱、二甲硅氧烷混合环体、室温胶、高温胶的价格同比出现上涨, 价差扩大, 毛利率提升, 在公司产品销量变化不大的情况下, 给公司带来了利润增长。
- **扩产与技改将推动18年业绩增长。** 化纤20万吨项目建设正在稳步推进, 截止2018年3月底, 主体工程全部完工, 设备安装完成85%, 预计2018年5月生产线可建成投产试运行。2017年4月, 公司氯碱项目的3.5万吨PVC、3万吨烧碱技改项目达产。2017年6月, 硅业公司1万吨的110胶和含氢硅油扩能改造重点项目达产。这些项目在2018年将发挥更大作用。
- **粘胶短纤市场影响力将继续扩大。** 公司粘胶短纤产能50万吨, 市场占有率16%, 年出口量12万吨以上, 占全国出口总量的40%左右。在20万吨产能建成投产后, 公司粘胶短纤产能将变为70万吨, 行业内的话语权和影响力将继续扩大。2018年粘胶短纤行业计划投放产能约有120万吨, 预计当年实际有效增量为60万吨, 预计将会进一步压缩行业内小规模企业的生存空间。
- **氨碱法纯碱标的, 2018年将会继续受益于行业景气。** 短期来看, 玻璃产量受环保因素已逐步消除、冷修低于预期和复产高于预期, 带动玻璃产量增加, 从而推动纯碱需求逐步提升, 且二季度检修较多将导致纯碱供给减少, 我们预计纯碱价格有望大幅上涨。长周期来看, 纯碱供给向上弹性小且需求稳健, 行业供需格局将持续向好, 纯碱行业有望维持长景气周期。我们预计纯碱价格中枢有望逐步上移, 低成本的氨碱法龙头有望持续受益。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为1.07元、1.25元、1.42元, 对应动态PE分别为9倍、8倍和7倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 主营产品价格或不及预期的风险、行业新增产能大量投放的风险、环保趋势或不及预期的风险。

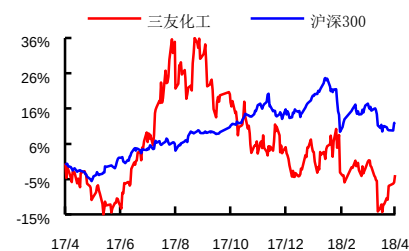
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	20195.73	21324.46	22707.80	23456.71
增长率	28.17%	5.59%	6.49%	3.30%
归属母公司净利润(百万元)	1889.08	2200.69	2579.49	2921.62
增长率	147.63%	16.50%	17.21%	13.26%
每股收益EPS(元)	0.92	1.07	1.25	1.42
净资产收益率ROE	18.94%	18.66%	18.48%	17.82%
PE	10	9	8	7
PB	1.95	1.65	1.40	1.19

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@swsc.com.cn
 分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@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)	8.32-13.32
总市值(亿元)	194.87
总资产(亿元)	240.90
每股净资产(元)	4.85

相关研究

1. 三友化工(600409): 业绩符合预期, 盈利能力持续强劲 (2017-10-27)
2. 三友化工(600409): 四大业务齐头并进, 产品景气度再向好 (2017-08-08)
3. 三友化工(600409): 业绩略超预期, 三季度产品趋势再向好 (2017-07-13)
4. 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)

关键假设：

假设 1：2018-2020 年，公司粘胶短纤销量 65、72、72 万吨，纯碱销量均为 340 万吨，PVC 销量均为 40 万吨，烧碱销量均为 50 万吨，DMC 销量均为 6.5 万吨，室温胶和高温胶销量均为 1.65 万吨；

假设 2：2018-2020 年，公司粘胶短纤不含税价格 12820、12700、12750 元/吨，纯碱不含税价格 1474、1500、1550 元/吨，PVC 不含税价格 5680、5850、5900 元/吨，烧碱不含税价格 2500、2700、2800 元/吨，DMC 不含税价格 26165、25750、26000 元/吨，室温胶不含税价格 27114、26500、26800 元/吨，高温胶价格 28000、27000、27500 元/吨；

假设 3：由于 20 万吨粘胶短纤项目投产烧碱内部消耗增加，故内部抵消项未来三年增加较大。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 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		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	20195.7	21324.5	22707.8	23456.7
	增速	28.2%	5.6%	6.5%	3.3%
	成本	14674.8	15808.0	16511.2	16802.8
	毛利率	27.3%	25.9%	27.3%	28.4%
粘胶短纤	收入	7515.9	8333.0	9144.0	9180.0
	增速	15.4%	10.9%	9.7%	0.4%
	成本	6331.7	7280.0	7776.0	7776.0
	毛利率	15.8%	12.64%	14.96%	15.29%
纯碱	收入	5284.6	5011.6	5100.0	5270.0
	增速	28.2%	-5.2%	1.8%	3.3%
	成本	3182.4	3230.0	3230.0	3230.0
	毛利率	39.8%	35.55%	36.67%	38.71%
PVC	收入	2524.0	2272.0	2340.0	2360.0
	增速	16.7%	-10.0%	3.0%	0.9%
	成本	2479.2	2200.0	2200.0	2200.0
	毛利率	1.8%	3.17%	5.98%	6.78%
烧碱	收入	1490.0	1250.0	1350.0	1400.0
	增速	63.5%	-16.1%	8.0%	3.7%
	成本	480.9	442.5	442.5	442.5
	毛利率	67.7%	64.60%	67.22%	68.39%
DMC	收入	1194.4	1700.7	1673.8	1690.0
	增速	48.2%	42.4%	-1.6%	1.0%
	成本	761.7	910.0	910.0	910.0
	毛利率	36.2%	46.49%	45.63%	46.15%
室温胶	收入	322.1	447.4	437.3	442.2

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
	增速	77.3%	38.9%	-2.3%	1.1%
	成本	224.1	272.3	255.8	257.4
	毛利率	30.4%	39.1%	41.5%	41.8%
高温胶	收入	324.9	462.0	445.5	453.8
	增速	142.7%	42.2%	-3.6%	1.9%
	成本	219.0	272.3	255.8	257.4
	毛利率	32.6%	41.1%	42.6%	43.3%
其他业务	收入	1539.8	1847.7	2217.3	2660.8
	增速	66.0%	20.0%	20.0%	20.0%
	成本	995.9	1201.0	1441.2	1729.5
	毛利率	35.3%	35.0%	35.0%	35.0%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	20195.73	21324.46	22707.80	23456.71	净利润	2014.00	2346.23	2750.07	3114.83
营业成本	14674.81	15808.04	16511.24	16802.79	折旧与摊销	970.79	1054.31	1153.75	1181.89
营业税金及附加	220.82	219.16	240.19	161.85	财务费用	348.06	0.00	0.00	0.00
销售费用	842.59	852.98	908.31	938.27	资产减值损失	15.15	15.00	15.00	15.00
管理费用	1507.75	1450.06	1544.13	1595.06	经营营运资本变动	-351.27	-115.37	57.85	-72.97
财务费用	348.06	0.00	0.00	0.00	其他	-1522.80	-13.92	-15.00	-15.04
资产减值损失	15.15	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	1473.94	3286.25	3961.67	4223.72
投资收益	1.61	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1171.91	-500.00	-500.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	461.35	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-710.56	-500.00	-500.00	-300.00
营业利润	2606.33	2979.22	3488.93	3943.74	短期借款	-437.76	-2000.57	-1846.80	0.00
其他非经营损益	-62.54	-46.44	-51.33	-50.20	长期借款	21.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	2543.79	2932.79	3437.59	3893.54	股权融资	1388.43	0.00	0.00	0.00
所得税	529.79	586.56	687.52	778.71	支付股利	0.00	-377.82	-440.14	-515.90
净利润	2014.00	2346.23	2750.07	3114.83	其他	-1390.58	-611.67	0.00	0.00
少数股东损益	124.93	145.53	170.58	193.21	筹资活动现金流净额	-418.76	-2990.06	-2286.94	-515.90
归属母公司股东净利润	1889.08	2200.69	2579.49	2921.62	现金流量净额	345.30	-203.81	1174.73	3407.82
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2336.26	2132.45	3307.17	6714.99	成长能力				
应收和预付款项	2873.17	3131.88	3308.87	3411.17	销售收入增长率	28.17%	5.59%	6.49%	3.30%
存货	1909.68	1936.03	1986.19	2072.47	营业利润增长率	135.86%	14.31%	17.11%	13.04%
其他流动资产	94.04	99.29	105.73	109.22	净利润增长率	151.48%	16.50%	17.21%	13.26%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	53.81%	2.76%	15.10%	10.40%
投资性房地产	8.46	8.46	8.46	8.46	获利能力				
固定资产和在建工程	15356.26	14822.29	14188.89	13327.34	毛利率	27.34%	25.87%	27.29%	28.37%
无形资产和开发支出	865.27	844.92	824.58	804.24	三费率	13.36%	10.80%	10.80%	10.80%
其他非流动资产	646.48	646.48	646.48	646.48	净利率	9.97%	11.00%	12.11%	13.28%
资产总计	24089.61	23621.80	24376.37	27094.37	ROE	18.94%	18.66%	18.48%	17.82%
短期借款	3847.38	1846.80	0.00	0.00	ROA	8.36%	9.93%	11.28%	11.50%
应付和预收款项	4719.43	4872.64	5149.93	5263.13	ROIC	14.10%	13.70%	16.46%	19.36%
长期借款	1480.60	1480.60	1480.60	1480.60	EBITDA/销售收入	19.44%	18.92%	20.45%	21.85%
其他负债	3408.82	2848.48	2862.63	2868.50	营运能力				
负债合计	13456.23	11048.52	9493.17	9612.23	总资产周转率	0.90	0.89	0.95	0.91
股本	2064.35	2064.35	2064.35	2064.35	固定资产周转率	1.49	1.50	1.57	1.70
资本公积	3544.88	3544.88	3544.88	3544.88	应收账款周转率	34.52	33.03	31.29	31.42
留存收益	4373.04	6195.92	8335.27	10740.99	存货周转率	8.80	8.22	8.41	8.28
归属母公司股东权益	10010.80	11805.15	13944.50	16350.23	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	54.73%	—	—	—
少数股东权益	622.58	768.12	938.70	1131.92	资本结构				
股东权益合计	10633.38	12573.27	14883.21	17482.14	资产负债率	55.86%	46.77%	38.94%	35.48%
负债和股东权益合计	24089.61	23621.80	24376.37	27094.37	带息债务/总负债	54.41%	48.16%	36.60%	36.14%
					流动比率	0.76	1.04	1.59	2.20
					速动比率	0.56	0.76	1.23	1.83
					股利支付率	0.00%	17.17%	17.06%	17.66%
					每股指标				
					每股收益	0.92	1.07	1.25	1.42
					每股净资产	4.85	5.72	6.75	7.92
					每股经营现金	0.71	1.59	1.92	2.05
					每股股利	0.00	0.18	0.21	0.25
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	3925.18	4033.53	4642.67	5125.63					
PE	10.32	8.86	7.55	6.67					
PB	1.95	1.65	1.40	1.19					
PS	0.96	0.91	0.86	0.83					
EV/EBITDA	6.21	5.46	4.09	3.04					
股息率	0.00%	1.94%	2.26%	2.65%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@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
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn