



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 纯碱、有机硅景气提升

——三友化工（600409）2017 年度财报点评

2018 年 04 月 12 日

强烈推荐/维持

三友化工

财报点评

|     |                       |                       |  |
|-----|-----------------------|-----------------------|--|
| 刘宇卓 | 分析师                   | 执业证书编号：S1480516110002 |  |
|     | liuyuzhuo@dxzq.net.cn | 010-66554030          |  |
| 廖鹏飞 | 分析师                   | 执业证书编号：S1480517090001 |  |
|     | liaopf@dxzq.net.cn    | 010-66554121          |  |
| 张明烨 | 分析师                   | 执业证书编号：S1480517120002 |  |
|     | zhang_my@dxzq.net.cn  | 0755-82832017         |  |
| 罗四维 | 研究助理                  |                       |  |
|     | luosw@dxzq.net.cn     | 010-66554047          |  |

### 事件：

三友化工发布 2017 年年报：全年实现营业收入 201.96 亿元，YoY+28%，归母净利润 18.89 亿元，YoY+148%，对应 EPS 为 0.92 元，符合预期。公司拟每 10 股派息 2.75 元（含税）。

其中，第 4 季度单季实现营业收入 52.90 亿元，YoY+17%，归母净利润 4.25 亿元，YoY+121%，对应 EPS 为 0.21 元。

### 公司分季度财务指标

| 指标         | 2016Q2  | 2016Q3  | 2016Q4  | 2017Q1  | 2017Q2  | 2017Q3  | 2017Q4  |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 3853.22 | 3894.16 | 4517.07 | 5120.75 | 4868.7  | 4916.01 | 5290.28 |
| 增长率（%）     | 11.41%  | 8.60%   | 25.45%  | 46.63%  | 26.35%  | 26.24%  | 17.12%  |
| 毛利率（%）     | 24.45%  | 26.04%  | 25.01%  | 28.26%  | 24.95%  | 28.58%  | 27.49%  |
| 期间费用率（%）   | 16.28%  | 15.32%  | 15.44%  | 13.02%  | 12.20%  | 13.47%  | 14.65%  |
| 营业利润率（%）   | 6.68%   | 9.50%   | 6.63%   | 14.02%  | 11.77%  | 14.16%  | 11.70%  |
| 净利润（百万元）   | 170.27  | 283.04  | 211.64  | 556.01  | 471.95  | 530.62  | 455.43  |
| 增长率（%）     | 19.04%  | 104.95% | 201.14% | 309.05% | 177.18% | 87.47%  | 115.19% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.09    | 0.15    | 0.10    | 0.28    | 0.22    | 0.24    | 0.21    |
| 资产负债率（%）   | 65.67%  | 64.28%  | 64.50%  | 62.92%  | 58.55%  | 56.87%  | 55.86%  |
| 净资产收益率（%）  | 2.45%   | 3.91%   | 2.84%   | 6.94%   | 4.89%   | 5.21%   | 4.28%   |
| 总资产收益率（%）  | 0.84%   | 1.40%   | 1.01%   | 2.57%   | 2.03%   | 2.25%   | 1.89%   |

### 观点：

2017 年主要产品涨价，综合毛利率提升 2.45ppt 至 27.3%。公司粘胶短纤、纯碱、烧碱、DMC、室温胶、高温胶产品销售均价提升幅度较大，使得产品收入分别同比增长 15%、28%、63%、48%、77%、143%，毛利率分别提升-3.5ppt（主因原料浆粕涨价）、4.4ppt、14.9ppt、20.2ppt、16.6ppt、21.1ppt。2017 年 4

月公司 3 万吨烧碱、3.5 万吨 PVC 项目达产，6 月 1 万吨 110 胶项目投产，使得全年烧碱、PVC、高温胶产销量提升。

**新增差别化粘短产能投产在即，有助于进一步提高市占率。**公司 20 万吨功能性、差别化粘胶短纤项目预计 2018 年 5 月投产，届时公司粘胶短纤产能将达到 70 万吨，进一步巩固龙头地位优势。公司目前粘胶短纤的差别化品种达百余种，有助于分散粘短行业周期性价格波动风险，提升产品附加值。

**纯碱供给偏紧，价格反弹有望持续。**纯碱价格自 2018 年 3 月起止跌回升，目前累计上涨 15% 至 1960 元/吨。据卓创资讯统计，纯碱行业 3 月至 6 月将迎来集中检修期，导致行业供给骤降，库存低位。目前纯碱行业已无新增产能，且下游需求基本平稳，供给端收缩有望带来价格持续回升。

**有机硅供需格局改善，景气提升有望持续。**有机硅行业自 2016 年 3 季度起复苏，目前行业供给结构持续改善，国内外需求强劲。我们预计，虽然 DMC 价格与历史高点相比继续上涨的空间不大，但在 2018 年整体环保压力大、供给难以释放的情况下，2018 年行业年均价差相比 2017 年有望继续改善，行业盈利水平继续好转。

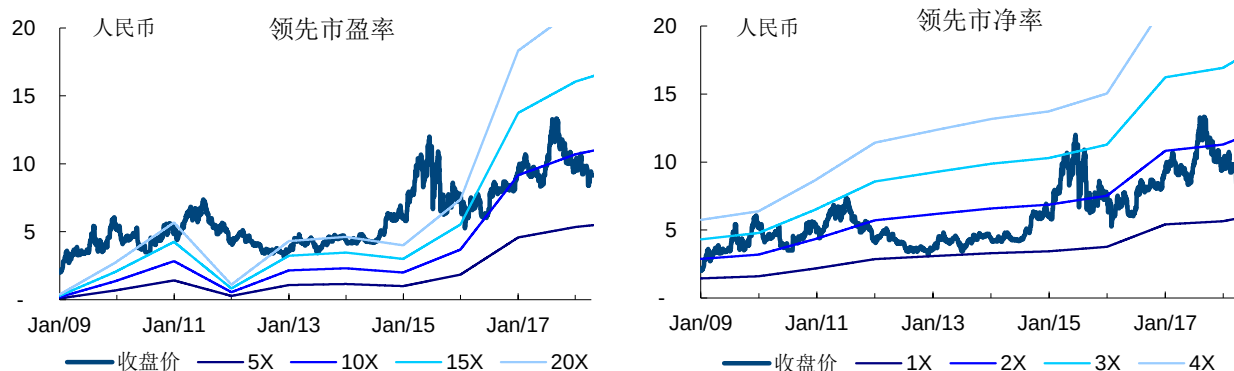
## 结论：

我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 22.07 亿元、23.87 亿元、25.80 亿元，EPS 分别为 1.07 元、1.16 元、1.25 元。目前股价对应 P/E 分别为 9 倍、8 倍、7 倍。维持“强烈推荐”评级。

## 风险提示：

产品价格下滑；项目建设进度不及预期；环保政策执行力度不及预期。

图 1：P/E 和 P/B 区间



资料来源：万得资讯，东兴证券研究所

**公司盈利预测表**

| 资产负债表          |       |       |       |       |       | 利润表            |        |        |        |        |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |       | 单位:百万元         |        |        |        |        |
| 2016A          | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |       | 2016A          | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 5415  | 7213  | 9253  | 12334 | 15649 | <b>营业收入</b>    | 15757  | 20196  | 21801  | 22854  |
| 货币资金           | 1977  | 2336  | 4019  | 6863  | 9926  | <b>营业成本</b>    | 12005  | 14896  | 15915  | 16606  |
| 应收账款           | 592   | 578   | 624   | 654   | 687   | 营业税金及附加        | 170    | 221    | 238    | 250    |
| 其他应收款          | 13    | 62    | 169   | 176   | 183   | 营业费用           | 778    | 843    | 910    | 953    |
| 预付款项           | 162   | 158   | 67    | 71    | 74    | 管理费用           | 1244   | 1508   | 1628   | 1706   |
| 存货             | 1424  | 1910  | 2040  | 2129  | 2221  | 财务费用           | 522    | 348    | 385    | 359    |
| 其他流动资产         | 1247  | 2169  | 2334  | 2442  | 2558  | 资产减值损失         | 103    | 15     | 0      | 0      |
| <b>非流动资产合计</b> | 15586 | 16876 | 16364 | 15411 | 14411 | 公允价值变动收益       | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 投资净收益          | 0      | 2      | 0      | 0      |
| 固定资产           | 13558 | 13530 | 13553 | 13186 | 12512 | <b>营业利润</b>    | 1105   | 2588   | 2963   | 3229   |
| 无形资产           | 884   | 857   | 835   | 814   | 793   | 营业外收入          | 45     | 28     | 0      | 0      |
| 其他非流动资产        | 1145  | 2490  | 1976  | 1410  | 1106  | 营业外支出          | 72     | 91     | 0      | 0      |
| <b>资产总计</b>    | 21001 | 24090 | 25617 | 27744 | 30060 | <b>利润总额</b>    | 1078   | 2544   | 2963   | 3229   |
| <b>流动负债合计</b>  | 10460 | 9445  | 9208  | 9443  | 9688  | 所得税            | 277    | 530    | 617    | 673    |
| 短期借款           | 4285  | 3847  | 3847  | 3847  | 3847  | <b>净利润</b>     | 801    | 2014   | 2346   | 2557   |
| 应付账款           | 2605  | 3267  | 3490  | 3642  | 3800  | 少数股东损益         | -38    | -125   | -139   | -170   |
| 预收款项           | 454   | 411   | 444   | 465   | 488   | 归属母公司净利润       | 763    | 1889   | 2207   | 2387   |
| 一年内到期的非流       | 2245  | 583   | 0     | 0     | 0     | EBITDA         | 1562   | 2767   | 3210   | 3418   |
| <b>非流动负债合计</b> | 3070  | 3996  | 3996  | 3996  | 3996  | <b>EPS (元)</b> | 0.37   | 0.92   | 1.07   | 1.16   |
| 长期借款           | 1459  | 1481  | 1481  | 1481  | 1481  | <b>主要财务比率</b>  |        |        |        |        |
| 应付债券           | 992   | 1994  | 1994  | 1994  | 1994  |                | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  |
| <b>负债合计</b>    | 13545 | 13456 | 13205 | 13439 | 13684 | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 497   | 623   | 762   | 932   | 1140  | 营业收入增长         | 15.06% | 28.17% | 7.95%  | 4.83%  |
| 实收资本(或股本)      | 1850  | 2064  | 2064  | 2064  | 2064  | 营业利润增长         | 107.78 | 134.21 | 14.50% | 8.97%  |
| 资本公积           | 2370  | 3545  | 3545  | 3545  | 3545  | 归属于母公司净利润      | 84.89% | 147.63 | 16.85% | 8.13%  |
| 未分配利润          | 2738  | 4402  | 6041  | 7765  | 9627  | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权       | 6959  | 10011 | 11650 | 13374 | 15236 | 毛利率(%)         | 23.81% | 26.24% | 27.00% | 27.34% |
| <b>负债和所有者权</b> | 21001 | 24090 | 25617 | 27744 | 30060 | 净利率(%)         | 5.08%  | 9.97%  | 10.76% | 11.19% |
| <b>现金流量表</b>   |       |       |       |       |       | 总资产净利润(%)      | 3.63%  | 7.84%  | 8.62%  | 8.60%  |
| 单位:百万元         |       |       |       |       |       | ROE(%)         | 11.51% | 20.12% | 20.14% | 19.12% |
| 2016A          | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |       |                |        |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 1344  | 1474  | 3733  | 3966  | 4201  | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 净利润            | 763   | 1889  | 2207  | 2387  | 2580  | 资产负债率(%)       | 64%    | 56%    | 52%    | 48%    |
| 折旧摊销           | 925   | 971   | 1012  | 1054  | 1079  | 流动比率           | 0.52   | 0.76   | 1.00   | 1.31   |
| 财务费用           | 522   | 348   | 385   | 359   | 340   | 速动比率           | 0.40   | 0.62   | 0.88   | 1.16   |
| 应收账款减少         | 175   | 1380  | 357   | 237   | 252   | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 预收帐款增加         | 687   | 1087  | 346   | 234   | 245   | 总资产周转率         | 1.02   | 1.24   | 1.31   | 1.44   |
| <b>投资活动现金流</b> | -142  | -711  | -515  | -100  | -80   | 应收账款周转率        | 27.80  | 34.52  | 36.25  | 35.74  |
| 公允价值变动收益       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 应付账款周转率        | 5.37   | 5.98   | 6.11   | 6.14   |
| 长期股权投资减少       | -162  | -718  | -500  | -100  | -80   | <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 投资收益           | 0     | 2     | 0     | 0     | 0     | 每股收益(最新摊薄)     | 0.37   | 0.92   | 1.07   | 1.16   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1305 | -419  | -1536 | -1022 | -1058 | 每股净现金流(最新)     | -0.06  | 0.19   | 0.91   | 1.54   |
| 应付债券增加         | 0     | 991   | 0     | 0     | 0     | 每股净资产(最新摊)     | 3.76   | 5.41   | 5.64   | 6.48   |
| 长期借款增加         | -820  | -2068 | -583  | 0     | 0     | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| 普通股增加          | 0     | 1390  | 0     | 0     | 0     | P/E            | 24.76  | 10.00  | 8.56   | 7.91   |
| 资本公积增加         | 5     | 1174  | 0     | 0     | 0     | P/B            | 2.43   | 1.69   | 1.62   | 1.41   |
| <b>现金净增加额</b>  | -104  | 345   | 1683  | 2844  | 3063  | EV/EBITDA      | 9.63   | 6.54   | 5.26   | 4.33   |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

### 张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3 年化工实业经验，2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。