

三友化工（600409）

公司研究/简评报告

全产品涨价推动公司业绩强劲增长

—三友化工（600409）点评报告

简评报告/基础化工

2018 年 04 月 12 日

一、事件概述

公司于 2018 年 4 月 11 日发布 2017 年度报告，全年营收 202 亿，同比增长 28.17%，归母净利润 19 亿，同比增长 147.63%，公司拟每 10 股派发现金红利 2.75 元（含税）。

二、分析与判断

➤ 全线产品涨价推动公司业绩上涨

2017 年粘胶短纤平均价格为 15,766 元/吨，同比增长 8%；重碱平均价格为 2,042 元/吨，同比增长 32%；99%片碱平均价格为 4,327 元/吨，同比增长 62%；有机硅平均价格 23,296 元/吨，同比增长 63%。产品价格的提升直接影响公司业绩，公司纯碱产量 345 万吨，同比降低 1%，营收 53 亿元，同比增 28%，毛利率增长 4 个百分点至 40%；粘胶短纤产量 54 万吨，同比增长 2%，营收为 75 亿元，同比增长 15%，毛利率减少 3 个百分点至 16%；烧碱产量 55 万吨，同比增长 7%，营收为 15 亿元，同比增长 63%，毛利率增加 15 个百分点至 68%；有机硅业务单体产量 6.3 万吨，同比降低 10%，营收 12 亿元，同比增长 48%，毛利率增长 20 个百分点至 36%。四大业务板块全线增长推动公司业绩强劲增长。

➤ 纯碱行业供给紧平衡，未来有涨价趋势

经历了 2014 年到 2016 年供给侧改革的产能出清，纯碱目前名义产能约 3000 万吨，行业开工率维持在 90%，且未来基本没有新增产能。下游玻璃需求虽然略有下滑，但泡花碱，氧化铝和小苏打的需求稳步增长，弥补了玻璃的下滑。供给较为稳定，需求稳定增长，纯碱行业供给达到紧平衡，行业保持稳定利润。未来 4-6 月迎来大规模检修季，涉及产能达 1000-1200 万吨，影响纯碱供给，将推升纯碱价格。公司拥有纯碱产能 340 万吨，纯碱价格每涨 100 元，公司归母净利润增加 2.2 亿元

➤ 下游需求旺盛，氯碱不平衡支撑行业景气度

随着采暖限产季的结束，烧碱下游氧化铝逐渐复产，开工率提升至 85%以上，化纤中的粘胶短纤开工率提升至 80%。据不完全统计，今年国内氧化铝预计新增产能 595 万吨以上，粘胶短纤新增产能约 100 万吨，我们预计 2018 年下游对烧碱新增需求大约 200 万吨，而下游对液氯新增需求不到 100 万吨，烧碱和液氯的下游需求增速差异继续扩大，造成局部地区烧碱的供应不足，氯碱不平衡问题依然较为严重，将支撑烧碱价格坚挺。公司拥有烧碱产能 53 万吨，直接受益于烧碱景气行情。

➤ 有机硅供给短缺，行业有望保持高景气度

有机硅供给侧因环保原因产能收紧，2018 年行业无新增产能投建，海外卖图工厂的关停以及英国道康宁工厂开车形势并不乐观导致全球有机硅产能短缺严重。国内基建需求稳定增长，海外需求强劲，德山陶氏等有机硅企业纷纷发布 4 月涨价公告，有机硅行业景气有望继续保持。公司拥有有机硅单体产能 20 万吨，有机硅价格每涨 1,000 元，公司归母净利润将增加 1.3 亿元。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 18.2 亿、22.7 亿和 25.5 亿，EPS 分别为 0.88、1.10 和 1.24，对应 PE 分别为 10.7X、8.6X 和 7.6X，下调至“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

产品价格大幅下滑的风险。

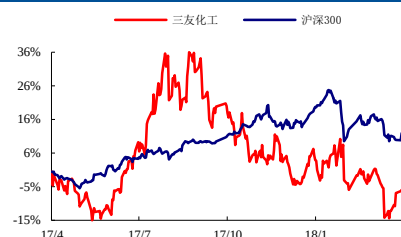
谨慎推荐 下调评级

当前价格： 9.44 元

交易数据 2018-4-11

近 12 个月最高/最低	13.32/8.32
总股本（百万股）	2,064
流通股本（百万股）	1,850
流通股比例（%）	89.64
总市值（亿元）	191
流通市值（亿元）	171

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：杨林

执业证号：S0100517050001

电话：13621397096

邮箱：yanglin@mszq.com

研究助理：曹莉莉

执业证号：S0100117100029

电话：18701586180

邮箱：caolili@mszq.com

研究助理：刘万鹏

执业证号：S0100117090090

电话：01085127533

邮箱：liuwanpeng@mszq.com

相关研究

- 1.行业事件点评:检修季到来影响纯碱供给，未来有涨价空间
- 2.民生化工周报 20180330:继续看好聚酯

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	20,196	20,176	22,193	23,969
增长率 (%)	28.2%	-0.1%	10.0%	8.0%
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,889	1,826	2,265	2,552
增长率 (%)	147.6%	-3.4%	24.0%	12.7%
每股收益 (元)	0.97	0.88	1.10	1.24
PE (现价)	9.7	10.7	8.6	7.6
PB	1.9	1.7	1.5	1.3

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)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	20,196	20,176	22,193	23,969
营业成本	14,675	14,528	15,833	17,100
营业税金及附加	221	219	242	261
销售费用	843	1,211	1,265	1,318
管理费用	1,508	1,412	1,509	1,558
EBIT	2,950	2,805	3,344	3,732
财务费用	348	244	148	148
资产减值损失	15	23	27	31
投资收益	2	3	3	3
营业利润	2,606	2,541	3,172	3,556
营业外收支	(63)	0	0	0
利润总额	2,544	2,500	3,126	3,509
所得税	530	588	719	800
净利润	2,014	1,912	2,408	2,709
归属于母公司净利润	1,889	1,826	2,265	2,552
EBITDA	3,921	3,766	4,326	4,728

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2336	689	2775	5079
应收账款及票据	2653	2546	2803	3060
预付款项	158	183	193	207
存货	1910	1651	1814	1983
其他流动资产	94	94	94	94
流动资产合计	7213	5171	7663	10381
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	13530	13803	14021	14216
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	16876	16577	16321	16086
资产合计	24090	21748	23984	26467
短期借款	3847	0	0	0
应付账款及票据	3572	3289	3575	3850
其他流动负债	9	9	9	9
流动负债合计	9445	5811	6258	6652
长期借款	1481	1481	1481	1481
其他长期负债	2530	2530	2530	2530
非流动负债合计	4011	4011	4011	4011
负债合计	13456	9822	10269	10663
股本	2064	2064	2064	2064
少数股东权益	623	709	852	1009
股东权益合计	10633	11926	13715	15804
负债和股东权益合计	24090	21748	23984	26467

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	28.2%	-0.1%	10.0%	8.0%
EBIT 增长率	70.5%	-4.9%	19.2%	11.6%
净利润增长率	147.6%	-3.4%	24.0%	12.7%
盈利能力				
毛利率	27.3%	28.0%	28.7%	28.7%
净利润率	9.4%	9.0%	10.2%	10.6%
总资产收益率 ROA	7.8%	8.4%	9.4%	9.6%
净资产收益率 ROE	18.9%	16.3%	17.6%	17.2%
偿债能力				
流动比率	0.8	0.9	1.2	1.6
速动比率	0.6	0.6	0.9	1.3
现金比率	0.2	0.1	0.4	0.8
资产负债率	0.6	0.5	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	10.6	11.9	11.7	11.6
存货周转天数	41.5	41.1	41.0	41.1
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	0.9	1.1	1.2
每股净资产	4.8	5.4	6.2	7.2
每股经营现金流	0.7	1.5	1.8	1.9
每股股利	0.3	0.3	0.3	0.3
估值分析				
PE	9.7	10.7	8.6	7.6
PB	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	6.4	6.1	4.8	3.9
股息收益率	2.9%	3.2%	3.2%	3.2%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	2,014	1,912	2,408	2,709
折旧和摊销	986	984	1,009	1,027
营运资金变动	(1,977)	(35)	15	(51)
经营活动现金流	1,474	3,143	3,622	3,877
资本开支	715	702	772	809
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(711)	(699)	(769)	(806)
股权募资	1,390	0	0	0
债务募资	(1,180)	0	0	0
筹资活动现金流	(419)	(4,092)	(767)	(767)
现金净流量	345	(1,647)	2,086	2,304

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

杨林，化学工程与技术硕士，中国注册会计师，化工行业首席分析师，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。

曹莉莉，中山大学应用化学理学学士，杜克大学工程管理硕士，2017年9月加入民生证券化工团队。

刘万鹏，刘万鹏，天津大学化学工程学士，德州大学奥斯汀分校机械工程硕士，发表国际论文14篇，引用数400+，申请专利4篇，曾就职于中海油，2017年7月加入民生证券化工团队。

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。