

三友化工(600409)

—纯碱、粘胶短纤双龙头，估值底部显现

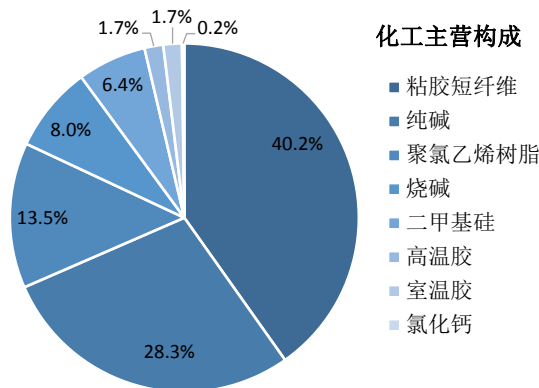
投资评级 增持 评级调整 首次评级 收盘价 8.61 元

投资要点:

1. 产能规模优势，产品质量优势

公司是国内纯碱和粘胶短纤双龙头企业，同时发展氯碱和有机硅两大产品。公司纯碱产能 340 万吨/年，2017 产品市场占有率约 13%；粘胶短纤产能 50 万吨/年，2017 产品市场占有率约 16%，新增在建产能 20 万吨，建成后短纤产能达到 70 万吨，进一步提升龙头地位。烧碱产能分别为 53 万吨/年、聚氯乙烯产能 50.5 万吨/年，有机硅产能 20 万吨。公司领先产能规模使得公司单位生产成本具有一定优势。公司产品质量优秀，纯碱产品散装化率、重质化率以及低盐化率三项指标均居行业第一位，“三友”牌纯碱为中国驰名商标；公司短纤坚持高端和差异化的定位，国内首家通过了欧洲一级生态纺织品质量认证，质量行业领先。公司营业收入主要来自于各类化工产品，占总体营收 92.57%。

三友化工化工营业收入构成



资料来源:wind、国元证券研究中心

2. 循环经济一体化优势，管理模式高效

公司在国内首创了以“两碱一化”为主，热力供应、精细化工等为辅的循环经济体系，氯碱的废碱渣循环利用部分替代石灰石，降低了原料端石灰石的使用量；海水淡化的浓盐水通过管道进入公司用作生产纯碱，降低了原盐的使用量，以氯碱为中枢，纯碱、粘胶短纤维、有机硅等产品上下游有机串联，资源的循环利用和能量的梯级利用大大降低了公司成本。公司产业链纵向发展，既保障了上游原料供应的稳定，又充分减少运输环节提高产品利润。公司虽然没有进行股权激励，但是充分依据员工业绩进行绩效考核，调动了员工的积极性，公司中高层管理人员在新管理模式中收入得到大幅提升，基层员工待遇也随着公司业绩增长得到明显提高，员工积极性和工作效果彰显竞争力。

发布时间: 2018 年 06 月 30 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	13.32 / 8.07
上证指数/深圳成指	2847.42/9379.47
50 日均成交额(百万元)	386.02
市净率(倍)	1.70
股息率	3.19%

基础数据

流通股(百万股)	2037.32
总股本(百万股)	2064.35
流通市值(百万元)	17541.35
总市值(百万元)	17774.05
每股净资产(元)	5.06
资产负债率	54.04%

股东信息

大股东名称	唐山三友碱业(集团)有限公司
持股比例	36.20%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

- 《国元证券公司研究-三友化工 600409 公司点评: 行业逐步复苏》2010-3-10
- 《国元证券公司研究-三友化工公司点评: 收购提升盈利》2009-11-17
- 《国元证券公司研究-三友化工中报点评: 行业趋势向好, 公司盈利回升》2009-7-30

联系方式

研究员: 李朝松
执业证书编号: S0020512080005
电 话: 021-51097188-1929
电 邮: lichao song@gzq.com.cn
研究助理: 毛正
执业证书编号: S0020118010043
电 话: 021-51097188-1872
电 邮: maozheng@gzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号
安徽国际金融中心 A 座国元证券
(230000)

3. 行业维持高景气，行业集中度在提高

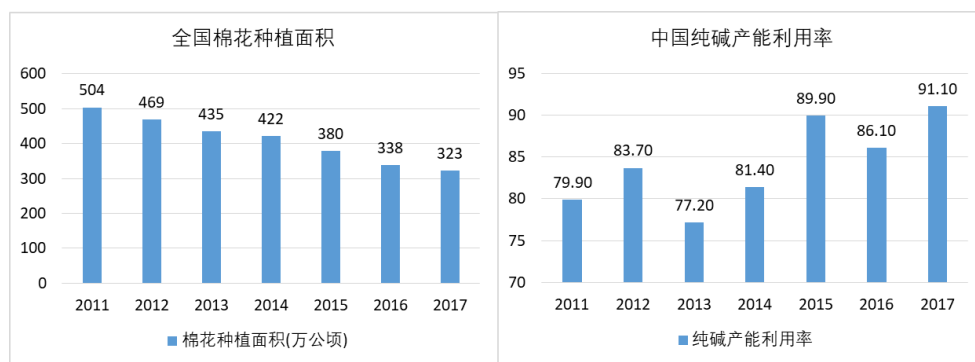
纯碱行业经历了 2011-2015 年市场下滑周期市场份额的逐步提升，在 2016 年开始进入上行的景气周期，主要受全球经济开始复苏，国内供给侧改革和环保高压影响，2017 年行业开工率保持在 90%以上，展望 2018 年国内房地产投资增速依旧保持 10%左右的增速，预示着后续需求依旧稳定，而由于环保原因，供给端预计不会有太大变化，因此 2018 年纯碱依旧会保持高景气状态。

粘胶短纤作为最接近棉花的亲肤型纤维下游需求一直稳定，每年大约 3-5%的增速，供给端 2017 粘胶短纤产能增长率约为 2.7%，整体呈现低速增长的局面，由于粘胶短纤可以替代棉花，随着棉花种植面积的下滑，这部分缺口将主要由粘胶短纤来替代，因此短纤市场也同样将保持景气状态。

当前在生态文明建设的背景下，环保力度越发严厉，公司烧碱和有机硅作为高耗能高污染产业，行业落后产能逐步退出市场，行业集中度在提高，产能将逐步向环保投入更大更安全的领先公司集中，也将导致细分行业的产品价格保持稳定，三友作为行业龙头公司将继续享受国家生态文明建设政策带来的红利。

全面棉花种植面积

中国纯碱产能利用率



资料来源:wind、国元证券研究中心

4. 估值与投资建议

我们预计公司 18-20 年营业收入分别为 227 亿/250 亿/275 亿元，归母净利润为 22.2 亿/25.6 亿/29 亿元，EPS 为 1.08/1.24/1.4，对应三年 PE 为 8/6.9/6.1。首次评级给予“增持”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	20196	22720	24992	27491
收入同比(%)	28%	13%	10%	10%
归属母公司净利润	1889	2221	2559	2896
净利润同比(%)	148%	18%	15%	13%
毛利率(%)	27.3%	27.8%	28.4%	28.7%
ROE(%)	18.9%	19.0%	18.9%	18.5%
每股收益(元)	0.92	1.08	1.24	1.40
P/E	9.41	8.00	6.94	6.14
P/B	1.78	1.52	1.31	1.13
EV/EBITDA	6	5	5	4

5. 风险提示

新建产能进度不及预期，环保风险等。

财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	7213	8210	11246	14710	营业收入	20196	22720	24992	27491
现金	2336	3127	5539	8471	营业成本	14675	16404	17894	19601
应收账款	578	719	766	852	营业税金及附加	221	234	264	290
其他应收款	62	36	49	55	营业费用	843	1006	1085	1202
预付账款	158	107	163	167	管理费用	1508	1634	1797	1977
存货	1910	2020	2237	2455	财务费用	348	347	385	406
其他流动资产	2169	2200	2492	2711	资产减值损失	15	45	35	38
非流动资产	16876	17936	17899	17780	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	13530	14541	14992	15131	营业利润	2606	3052	3532	3978
无形资产	857	833	801	772	营业外收入	28	42	38	38
其他非流动资产	2490	2561	2106	1876	营业外支出	91	83	84	85
资产总计	24090	26146	29145	32490	利润总额	2544	3011	3486	3931
流动负债	9445	10356	11316	12322	所得税	530	708	801	896
短期借款	3847	4328	4761	5237	净利润	2014	2303	2684	3034
应付账款	3267	3626	3962	4341	少数股东损益	125	82	125	139
其他流动负债	2331	2402	2593	2744	归属母公司净利润	1889	2221	2559	2896
非流动负债	4011	3421	3445	3520	EBITDA	3925	4322	4944	5495
长期借款	1481	1502	1523	1544	EPS (元)	0.92	1.08	1.24	1.40
其他非流动负债	2530	1919	1922	1976					
负债合计	13456	13777	14761	15842	主要财务比率				
少数股东权益	623	705	830	969	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	2064	2064	2064	2064	成长能力				
资本公积	3545	3545	3545	3545	营业收入	28.2%	12.5%	10.0%	10.0%
留存收益	4373	6054	7944	10070	营业利润	135.9%	17.1%	15.7%	12.6%
归属母公司股东权益	10011	11664	13554	15679	归属于母公司净利润	147.6%	17.5%	15.3%	13.2%
负债和股东权益	24090	26146	29145	32490	获利能力				
					毛利率(%)	27.3%	27.8%	28.4%	28.7%
					净利率(%)	9.4%	9.8%	10.2%	10.5%
					ROE(%)	18.9%	19.0%	18.9%	18.5%
					ROIC(%)	14.7%	15.2%	17.5%	19.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	55.9%	52.7%	50.6%	48.8%
					净负债比率(%)	43.93%	47.08%	47.46%	47.82%
					流动比率	0.76	0.79	0.99	1.19
					速动比率	0.56	0.60	0.80	0.99
					营运能力				
					总资产周转率	0.90	0.90	0.90	0.89
					应收账款周转率	31	32	31	31
					应付账款周转率	5.00	4.76	4.72	4.72
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.92	1.08	1.24	1.40
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	1.68	1.90	2.17
					每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.65	6.57	7.60
					估值比率				
					P/E	9.41	8.00	6.94	6.14
					P/B	1.78	1.52	1.31	1.13
					EV/EBITDA	6	5	5	4

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1474	3464	3930	4477
净利润	2014	2303	2684	3034
折旧摊销	971	923	1027	1110
财务费用	348	347	385	406
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-1977	-143	-168	-85
其他经营现金流	120	35	1	11
投资活动现金流	-711	-1994	-986	-993
资本支出	718	2000	1000	1000
长期投资	0	3	-3	0
其他投资现金流	8	9	11	8
筹资活动现金流	-419	-679	-531	-552
短期借款	-438	481	433	476
长期借款	21	21	21	21
普通股增加	214	0	0	0
资本公积增加	1174	0	0	0
其他筹资现金流	-1391	-1181	-985	-1050
现金净增加额	345	791	2412	2932

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

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。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn