

三友化工 (600409.SH)

粘胶、纯碱双景气，业绩大幅增长

核心观点：

● 公司发布业绩预增公告，上半年业绩大增

三友化工发布半年度业绩预增公告，预计2017年半年度实现归属于上市公司股东的净利润96,000万元左右，与上年同期相比增长227%左右。

业绩增加的主要原因是受市场影响公司主导产品粘胶短纤维、纯碱、PVC、烧碱、有机硅售价同比上涨，虽然公司主要原材料浆粕、原盐、电石、硅块价格也同比上涨，但主导产品售价上涨幅度远大于生产成本增长幅度，使本报告期归属于上市公司股东的净利润同比大幅增长。

● 淡季调整结束，粘胶短纤价格重回升势

近年来粘胶供求维持紧平衡，产能利用率超90%。价格6月以来重回升势，单吨产品盈利同步提升。中纤网数据显示，粘胶短纤高开工、低库存状态依然持续，近期行业开工率91%，库存略有下降至6天左右。

● 纯碱供求良好，价格回升

纯碱供求格局良好。百川资讯显示，行业产能利用率自2014年起开始逐步上升至目前的约87%。轻质纯碱、重质纯碱价格于4、5月相继回升，幅度分别大约为140元/吨和75元/吨，产品价差同步扩大。考虑环保高压的常态化、联碱法产能受氯化铵价格低迷开工不稳定等因素，供给端除少量新增产能以外已再难提供更多增量。

● 氯碱、有机硅较为景气

● 盈利预测与投资建议

基于对公司粘胶、纯碱业务的景气预期，我们预计公司2017-2019年每股收益分别为0.99元、1.23元、1.31元，对应PE分别为10.5倍、8.4倍、7.9倍，给予“买入”评级。

● 风险提示

1、粘胶、纯碱行业新增产能快速投产；2、下游需求低迷；3、安全环保事故。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,693.85	15,756.80	18,424.14	20,866.58	21,724.28
增长率(%)	7.87%	15.06%	16.93%	13.26%	4.11%
EBITDA(百万元)	2,018.35	2,655.00	4,223.36	4,812.82	4,982.24
净利润(百万元)	412.61	762.86	2,040.40	2,536.38	2,702.16
增长率(%)	-13.53%	84.89%	167.47%	24.31%	6.54%
EPS (元/股)	0.223	0.412	0.988	1.229	1.309
市盈率 (P/E)	34.76	22.78	10.49	8.44	7.92
市净率 (P/B)	2.27	2.51	2.06	1.66	1.37
EV/EBITDA	11.09	9.18	5.98	4.49	4.07

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	10.37元
前次评级	买入
报告日期	2017-07-12

相对市场表现



分析师：王剑雨 S0260511080001

020-87574012

wangjianyu@gf.com.cn

分析师：郭敏 S0260514070001

021-60750613

gzguomin@gf.com.cn

分析师：周航 S0260516080006

020-87575171

zhouhang@gf.com.cn

相关研究：

三友化工 (600409.SH)：2013-12-19

拟建热电项目可显著提高公司盈利能力

三友化工 (600409.SH)：2013-12-03

股权激励行权条件较为苛刻，彰显管理层信心

三友化工 (600409.SH)：2013-11-06

受益于浆粕反倾销，粘胶短纤盈利有望改善

目录索引

一、公司发布业绩预增公告，上半年业绩大增.....	4
二、淡季调整结束，粘胶短纤价格重回升势.....	4
（一）粘胶供求维持紧平衡.....	4
（二）粘胶价格重回升势.....	5
（三）高开工低库存状态持续.....	5
（四）下游：人棉纱小幅提价盈利恢复.....	5
三、纯碱供求良好，价格回升.....	6
（一）纯碱供求格局良好.....	6
（二）纯碱价格近期回升.....	6
（三）下游需求良好，开工率位于高位.....	7
四、氯碱、有机硅较为景气.....	7
五、盈利预测与投资建议.....	8
六、风险提示.....	8

图表索引

图 1: 国内粘胶短纤产量和表观消费量.....	4
图 2: 粘胶短纤累计产量及增速.....	4
图 3: 粘胶短纤累计出口量及增速.....	4
图 4: 粘胶短纤价格走势 (1.5D*38mm)	5
图 5: 粘胶短纤单吨毛利走势 (元/吨)	5
图 6: 粘胶短纤开工率和库存天数.....	5
图 7: 人棉纱单吨盈利 (机织 30S)	6
图 8: 国内纯碱产能、产量和产能利用率	6
图 9: 纯碱价格走势.....	7
图 10: 轻质纯碱价差走势.....	7
图 11: 平板玻璃累计产量及增速.....	7
图 12: 纯碱行业开工率走势.....	7
图 13: PVC 价格走势 (元/吨)	8
图 14: 烧碱价格走势 (元/吨)	8
图 15: DMC 价格走势 (元/吨)	8

一、公司发布业绩预增公告，上半年业绩大增

三友化工发布半年度业绩预增公告，预计2017年半年度实现归属于上市公司股东的净利润96,000万元左右，与上年同期相比增长227%左右。

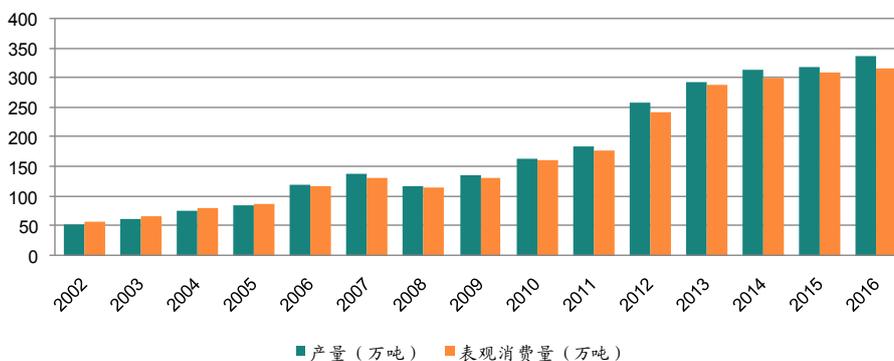
业绩增加的主要原因是受市场影响公司主导产品粘胶短纤维、纯碱、PVC、烧碱、有机硅售价同比上涨，虽然公司主要原材料浆粕、原盐、电石、硅块价格也同比上涨，但主导产品售价上涨幅度远大于生产成本增长幅度，使本报告期归属于上市公司股东的净利润同比大幅增长。

二、淡季调整结束，粘胶短纤价格重回升势

(一) 粘胶供求维持紧平衡

国内粘胶短纤产能370万吨左右，2016年粘胶短纤产量337万吨，表观消费量318万吨，产能利用率超90%，近年供求格局维持偏紧。

图1：国内粘胶短纤产量和表观消费量



数据来源：中纤网、海关总署、广发证券发展研究中心

据中纤网统计数据，1-6月，粘胶短纤累计产量为169.3万吨，同比增长1.4%；其中6月单月产量30万吨，同比增长3.7%。1-5月，粘胶短纤出口总量13.5万吨，同比下降0.7%；其中5月单月出口3.7万吨，同比下降5%。

图2：中国粘胶短纤累计产量及增速



数据来源：中纤网、广发证券发展研究中心

图3：中国粘胶短纤累计出口量及增速

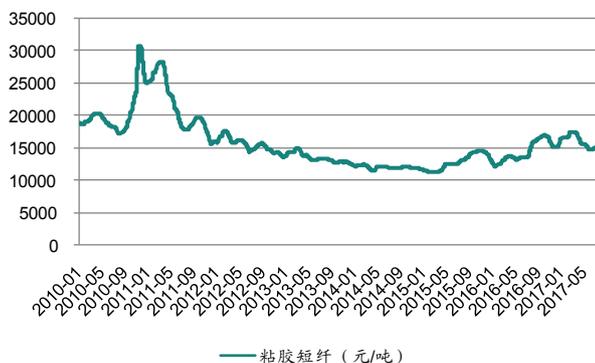


数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

（二）粘胶价格重回升势

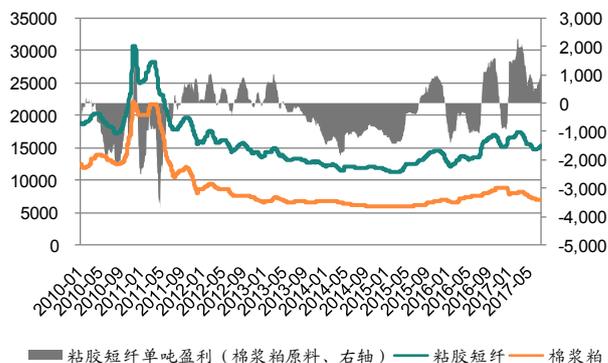
粘胶短纤价格回落后重回升势。粘胶短纤主流产品自2月底17400元/吨左右回落至前期低点14800元/吨左右后重回升势，目前中端主流报价在15800元/吨，高端主流报价在15800-16000元/吨，单吨产品盈利同步提升。

图 4：粘胶短纤价格走势（1.5D*38mm）



数据来源：中纤网、广发证券发展研究中心

图 5：粘胶短纤单吨毛利走势（元/吨）

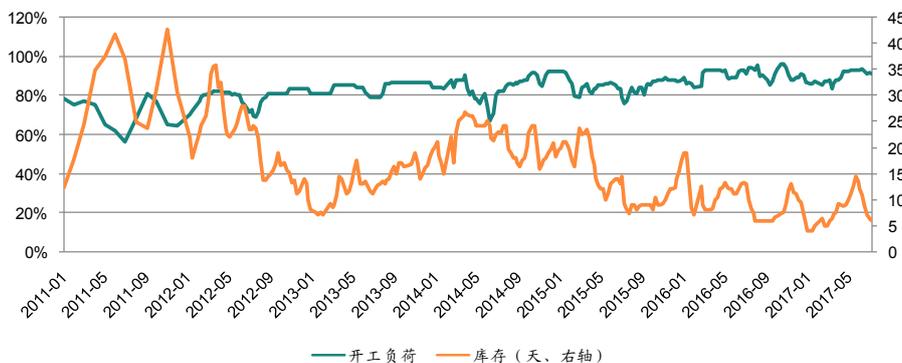


数据来源：中纤网、广发证券发展研究中心

（三）高开工低库存状态持续

价格回调过程中，粘胶短纤高开工、低库存状态依然持续。中纤网数据显示，近期行业开工率91%，库存略有下降，至6天左右。

图 6：粘胶短纤开工率和库存天数



数据来源：中纤网、广发证券发展研究中心

（四）下游：人棉纱小幅提价盈利恢复

下游人棉纱近期价格小幅回升，单吨盈利有所恢复，产业链上下游传导有序。

图7：人棉纱单吨盈利（机织30S，吨）



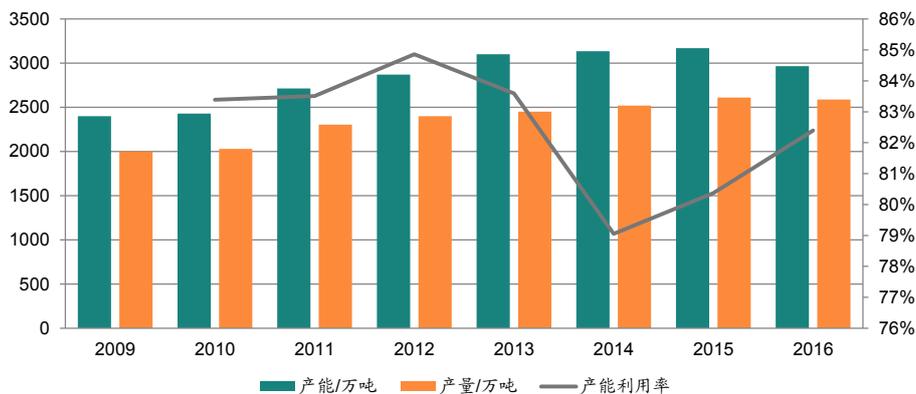
数据来源：中纤网、广发证券发展研究中心

三、纯碱供求良好，价格回升

（一）纯碱供求格局良好

百川资讯数据显示，截至2016年底，国内纯碱行业产能2967万吨，全年产量2588万吨，产能利用率自2014年起开始逐步上升至目前的约87%。

图8：国内纯碱产能、产量和产能利用率



数据来源：百川资讯、广发证券发展研究中心

（二）纯碱价格近期回升

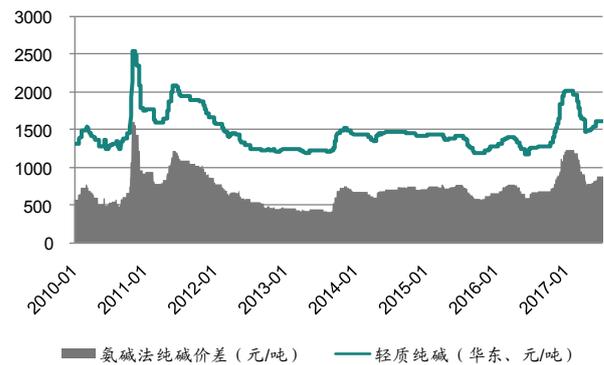
百川资讯数据显示，轻质纯碱、重质纯碱价格于4、5月相继回升，幅度分别大约为140元/吨和75元/吨，产品价差同步扩大。

图 9: 纯碱价格走势



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

图 10: 轻质纯碱价差走势



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

(三) 下游需求良好, 开工率位于高位

受房地产、汽车等市场需求旺盛带动, 纯碱最大下游玻璃产销自2016年起触底回升, 纯碱需求良好, 开工率上行至90%附近, 考虑环保高压的常态化、联碱法产能受氯化铵价格低迷开工不稳定等因素, 供给端除少量新增产能以外已再难提供更多增量。

图 11: 平板玻璃累计产量及增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 12: 纯碱行业开工率走势

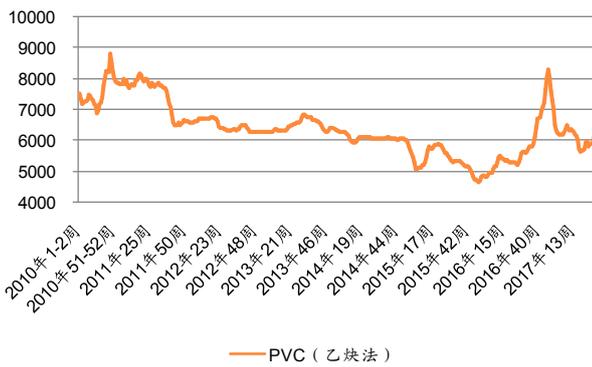


数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

四、氯碱、有机硅较为景气

除粘胶、纯碱等两个主要产品外, 公司的氯碱、有机硅等产品同样处于相对景气的位置。

图 13: PVC 价格走势 (元/吨)



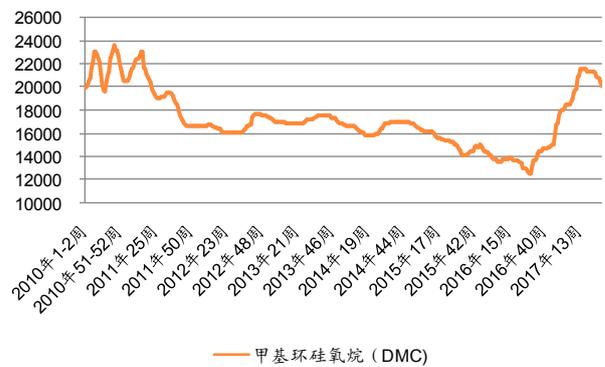
数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

图 14: 烧碱价格走势 (元/吨)



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

图 15: DMC 价格走势 (元/吨)



数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

五、盈利预测与投资建议

基于对公司粘胶、纯碱业务的景气预期,我们预计公司2017-2019年每股收益分别为0.99元、1.23元、1.31元,对应PE分别为10.5倍、8.4倍、7.9倍,给予“买入”评级。

六、风险提示

- 1、粘胶、纯碱行业新增产能快速投产;
- 2、下游需求低迷;
- 3、安全环保事故。

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5007	5415	6724	7726	10909
货币资金	1760	1977	2764	3322	4608
应收及预付	2069	1979	2497	2780	3811
存货	1159	1424	1463	1625	2490
其他流动资产	19	35	0	0	0
非流动资产	15340	15586	15553	14700	14496
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	13044	13562	13135	12722	12351
在建工程	1062	708	1078	619	767
无形资产	840	886	902	921	940
其他长期资产	395	431	439	439	439
资产总计	20347	21001	22277	22426	25405
流动负债	8718	10460	7775	5246	5403
短期借款	3710	4285	3009	0	0
应付及预收	3229	3918	3986	4546	4773
其他流动负债	1780	2257	780	700	630
非流动负债	4715	2978	3405	3421	3405
长期借款	2376	1459	1459	1459	1459
应付债券	1949	992	1382	1382	1382
其他非流动负债	390	527	564	580	564
负债合计	13434	13438	11180	8667	8809
股本	1850	1850	2064	2064	2064
资本公积	2365	2370	3549	3549	3549
留存收益	2100	2715	4756	7292	9994
归属母公司股东权	6913	7563	11097	13759	16596
少数股东权益	462	497	598	725	859
负债和股东权益	20347	21001	22277	22426	25405

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	13694	15757	18424	20867	21724
营业成本	10721	11835	12715	14463	15150
营业税金及附加	100	170	161	192	202
销售费用	657	778	848	897	912
管理费用	1057	1244	1400	1461	1477
财务费用	618	522	360	230	121
资产减值损失	10	103	33	4	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1	1
营业利润	532	1105	2909	3620	3851
营业外收入	78	45	53	54	52
营业外支出	81	72	66	71	69
利润总额	528	1078	2895	3604	3834
所得税	144	277	753	941	998
净利润	384	801	2142	2663	2837
少数股东损益	-28	38	102	126	135
归属母公司净利润	413	763	2040	2536	2702
EBITDA	2018	2655	4223	4813	4982
EPS (元)	0.22	0.41	0.99	1.23	1.31

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	983	1344	3010	4044	2384
净利润	384	801	2142	2663	2837
折旧摊销	860	925	923	959	1000
营运资金变动	-811	-990	-497	111	-1679
其它	549	608	442	311	227
投资活动现金流	-141	-142	-893	-121	-813
资本支出	-154	-160	-894	-122	-813
投资变动	1	0	1	1	1
其他	11	18	0	0	0
筹资活动现金流	-729	-1306	-1330	-3364	-286
银行借款	6569	6989	-1276	-3009	0
债券融资	-6653	-7666	-1037	-65	-86
股权融资	0	0	1392	0	0
其他	-645	-629	-409	-290	-200
现金净增加额	113	-104	787	558	1286
期初现金余额	1647	1760	1977	2764	3322
期末现金余额	1760	1656	2764	3322	4608

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	7.9	15.1	16.9	13.3	4.1
营业利润增长	-15.8	107.8	163.2	24.5	6.4
归属母公司净利润增长	-13.5	84.9	167.5	24.3	6.5
获利能力(%)					
毛利率	21.7	24.9	31.0	30.7	30.3
净利率	2.8	5.1	11.6	12.8	13.1
ROE	6.5	11.0	19.7	19.7	17.3
ROIC	5.7	8.9	16.5	20.5	19.2
偿债能力					
资产负债率(%)	66.5	64.4	50.5	38.9	34.9
净负债比率	1.2	0.9	0.4	-	-0.1
流动比率	0.57	0.52	0.86	1.47	2.02
速动比率	0.42	0.37	0.65	1.12	1.52
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.76	0.85	0.93	0.91
应收账款周转率	27.41	27.80	28.08	28.08	22.81
存货周转率	8.61	9.16	8.69	8.90	6.08
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.41	0.99	1.23	1.31
每股经营现金流	0.53	0.73	1.46	1.96	1.16
每股净资产	3.41	3.75	5.02	6.25	7.56
估值比率					
P/E	34.8	22.8	10.5	8.4	7.9
P/B	2.3	2.5	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	11.1	9.2	6.0	4.5	4.1

广发基础化工行业研究小组

- 王剑雨：首席分析师，中国人民大学经济学博士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009年进入广发证券发展研究中心。
- 郭敏：资深分析师，同济大学材料学硕士，4年基础化工和新材料行业研究经验，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 周航：高级分析师，华南理工大学管理学硕士，工学学士，2014年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。