

## 三友化工 (600409)

增持 (维持)

三季度粘胶盈利显著改善, 后续产业转型值得期待

## 市场数据

报告日期	2014-10-30
收盘价(元)	6.30
总股本(百万股)	1850.39
流通股本(百万股)	1669.72
总市值(百万元)	11657.43
流通市值(百万元)	10519.23
净资产(百万元)	6049.09
总资产(百万元)	20119.42
每股净资产	3.27

## 相关报告

《三友化工(600409): 投资银隆新能源, 打开长期发展新空间》2014-09-14

《三友化工(600409): 粘胶亏损形成拖累, 三季度业绩有望大幅改善》2014-09-01

《三友化工(600409): 化工一体化优势延续, 关注介入新能源1领域进展》2014-03-31

分析师:

孙佳丽

sunjiali@xyzq.com.cn

S0190513080007

郑方铤

zhengfb@xyzq.com.cn

S0190510120005

## 主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	11787	12500	13723	14491
同比增长(%)	12.4%	6.1%	9.8%	5.6%
净利润(百万元)	445	609	801	955
同比增长(%)	291.8%	36.9%	31.4%	19.2%
毛利率(%)	18.0%	19.4%	20.3%	20.4%
净利润率(%)	3.8%	4.9%	5.8%	6.6%
净资产收益率(%)	7.8%	9.9%	11.5%	12.1%
每股收益(元)	0.24	0.33	0.43	0.52
每股经营现金流(元)	-0.23	0.53	0.87	0.96

## 投资要点

## 事件:

三友化工公布 2014 年三季报, 前三季度实现营业收入 90.78 亿元, 同比增长 4.09%; 实现营业利润 4.90 亿元, 同比增长 38.17%; 归属于上市公司股东的净利润 3.72 亿元, 同比增长 11.32%, 扣除非经常损益后的净利润 3.72 亿元, 同比增加 13.90%。以 18.50 亿股的总股本计, 实现每股收益 0.20 元, 每股经营性净现金流量为 0.17 元。

## 点评:

三友化工三季度差异化粘胶产品需求良好、综合盈利能力提升, 而在原盐价格下跌的趋势下纯碱盈利稳中有升, 带动第三季度业绩快速增长。

- **三季度粘胶盈利改善显著, 推动业绩增长。**报告期内公司粘胶生产线完成技改、青海纯碱产能逐步释放, 公司产销量有所扩大, 带动前三季度营业收入小幅增长。受益于纯碱盈利能力的同比改善, 公司综合毛利率同比上升 2.18 个百分点至 19.29%; 同时期间费用率同比上升 0.73 个百分点至 13.19%; 1-9 月实现营业利润同比增长 38.17%, 但受递延所得税费用增加影响, 公司净利润同比增长 11.32%, 小于营业利润增幅。

分产品看, 今年粘胶市场总体偏弱, 年初以来粘胶价格呈向下趋势, 前三季度公司粘胶业务盈利同比有所下降; 而随着原盐价格的下跌, 纯碱盈利水平呈稳中向上态势, 公司纯碱业务的盈利同比增长显著(去年 1-9 月仍为亏损)。此外, 公司有机硅、热电等业务经营平稳, PVC 等业务受行业整体环境影响延续低迷。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

分季度看，三季度单季公司实现销售收入 31.82 亿元，同比增长 2.72%，环比增长 6.18%；综合毛利率 21.44%，同比、环比分别提高 2.46 和 4.97 个百分点；期间费用率稳中小降；实现净利润 2.15 亿元，同比增长 46.16%，环比增长 304.46%。三季度粘胶产品价格企稳，而公司主打的差异化高端产品销售紧俏，公司粘胶业务盈利能力和盈利水平环比均有较大提升，成为推动单季度业绩快速增长的主要原因。

- **化工主业延续优势，产业转型值得期待。**公司化工主业具有突出的循环经济一体化优势，盈利能力业内领先，特别是粘胶业务主打高端差异化产品，具备规模、技术工艺、产品性能等多方面综合优势。后续公司依托现有化工产业优势，继续推进热电联产、有机硅二期等项目，进一步提升盈利能力，可望为公司业绩增长提供持续动力。

与此同时，公司加快转型步伐，通过债权+股权的合作方式投资银隆新能源（已完成债权投资，拟进行不超过 21% 的股权投资）。银隆新能源是一家拥有从钛酸锂材料到纯电动车完整产业链的生产企业，此项投资不仅为公司利润提供新的增长点，也为后续自身向新能源领域开拓业务提供可能，打开成长新空间。公司购买永大食盐股权（8 月已并表），依托自身原盐资源优势 and 永大的品牌优势，继续延伸产业链至消费端。另外，公司的子公司三友盐化与唐山海港经济开发区管委会签订《战略合作框架协议》，利用大清河盐化和三友盐化所属的陆域和海域联合开发新兴产业园区，其中三友盐化预留了一万亩土地，可望用于发展海水淡化浓盐水处理、盐化产品深加工、现代农业、旅游度假等高新技术产业和新兴产业，成为另一长期潜在增长点。

- **维持“增持”评级。**三友化工是粘胶短纤、纯碱、氯碱、有机硅多产业一体化的综合性企业。现有的化工主营业务产业链一体化优势突出，盈利能力在同行业内领先，同时公司积极推动产业转型，拟战略投资银隆新能源，为后续向新能源领域开拓业务提供可能，打开长期发展的新空间。此外，公司拟与唐山海港经济开发区管委会联合开发新兴产业园区，是长期潜在增长点。我们维持公司 2014 年-2016 年 EPS 分别为 0.33、0.43 和 0.52 元的预测，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示：**粘胶、纯碱等业务需求低迷的风险；银隆新能源市场开拓进度慢于预期的风险。

## 附表

## 资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	4896	5153	5743	6306
货币资金	1404	625	686	725
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	355	391	455	493
其他应收款	31	31	29	31
存货	1211	1171	1312	1616
<b>非流动资产</b>	13897	14343	13743	13111
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	60	57	58	58
固定资产	10497	12324	12401	11984
在建工程	2363	985	326	128
油气资产	0	0	0	0
无形资产	771	813	795	776
<b>资产总计</b>	18793	19497	19486	19417
<b>流动负债</b>	7692	7340	6392	5393
短期借款	4395	4076	3110	1953
应付票据	100	504	547	577
应付账款	2185	2015	1968	2077
其他	1011	744	768	786
<b>非流动负债</b>	4939	4530	4660	4629
长期借款	2667	2667	2667	2667
其他	2272	1863	1993	1961
<b>负债合计</b>	12631	11870	11052	10021
股本	1850	1850	1850	1850
资本公积	2230	2230	2230	2230
未分配利润	1358	1789	2550	3457
少数股东权益	468	473	479	486
<b>股东权益合计</b>	6162	6630	7437	8399
<b>负债及权益合计</b>	18793	18500	18489	18420

## 现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	445	609	801	955
折旧和摊销	605	687	755	789
资产减值准备	-5	-19	3	1
无形资产摊销	18	20	18	19
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	414	566	547	479
投资损失	0	-40	-50	-80
少数股东损益	4	6	8	10
营运资金的变动	502	837	466	373
<b>经营活动产生现金流量</b>	908	977	1613	1785
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1718	-108	-101	-70
<b>融资活动产生现金流量</b>	1621	-1649	-1450	-1677
现金净变动	810	-779	61	38
现金的期初余额	1178	1404	625	686
现金的期末余额	1989	625	686	725

## 利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	11787	12500	13723	14491
营业成本	9662	10077	10933	11540
营业税金及附加	59	56	62	65
销售费用	384	400	453	478
管理费用	769	763	837	884
财务费用	414	566	547	479
资产减值损失	-2	-19	3	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	40	50	80
<b>营业利润</b>	501	698	938	1123
营业外收入	38	40	30	30
营业外支出	8	5	5	5
<b>利润总额</b>	531	733	963	1148
所得税	82	117	154	184
净利润	449	615	809	964
少数股东损益	4	6	8	10
<b>归属母公司净利润</b>	445	609	801	955
<b>EPS (元)</b>	0.24	0.33	0.43	0.52

## 主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长性 (%)</b>				
营业收入增长率	12.4%	6.1%	9.8%	5.6%
营业利润增长率	260.1%	39.3%	34.4%	19.7%
净利润增长率	291.8%	36.9%	31.4%	19.2%
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	18.0%	19.4%	20.3%	20.4%
净利率	3.8%	4.9%	5.8%	6.6%
ROE	7.8%	9.9%	11.5%	12.1%
<b>偿债能力 (%)</b>				
资产负债率	67.2%	64.2%	59.8%	54.4%
流动比率	0.64	0.70	0.90	1.17
速动比率	0.48	0.54	0.69	0.87
<b>营运能力 (次)</b>				
资产周转率	0.67	0.65	0.70	0.74
应收帐款周转率	31.19	29.28	28.25	26.67
<b>每股资料 (元)</b>				
每股收益	0.24	0.33	0.43	0.52
每股经营现金	-0.23	0.53	0.87	0.96
每股净资产	3.08	3.33	3.76	4.28
<b>估值比率 (倍)</b>				
PE	26.19	19.13	14.56	12.21
PB	2.05	1.89	1.68	1.47

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。