

四大业务均处景气周期，看好下半年行情

——三友化工（600409）财报点评

2017年08月08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

事件：

三友化工发布2017年中报：实现营业收入99.89亿元，YoY+36%，归母净利润9.62亿元，YoY+227%，EPS 0.47元，符合业绩预告指引。其中，第2季度单季实现营业收入48.69亿元，YoY+26%，QoQ-5%，归母净利润4.52亿元，YoY+172%，QoQ-12%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	3600.81	3492.35	3853.22	3894.16	4517.07	5120.75	4868.70
增长率（%）	-0.46%	14.55%	11.41%	8.60%	25.45%	46.63%	26.35%
毛利率（%）	23.35%	23.94%	24.45%	26.04%	25.01%	28.26%	24.95%
期间费用率（%）	19.06%	17.83%	16.54%	15.75%	14.84%	13.02%	12.20%
营业利润率（%）	3.73%	5.11%	6.68%	9.50%	6.63%	14.02%	11.77%
净利润（百万元）	81.40	127.81	165.99	276.44	192.62	510.49	451.64
增长率（%）	-22.75%	236.28%	9.54%	95.13%	136.63%	299.42%	172.09%
每股盈利（季度，元）	0.04	0.06	0.08	0.13	0.09	0.25	0.22
资产负债率（%）	66.52%	65.40%	65.67%	64.28%	64.50%	62.92%	58.55%
净资产收益率（%）	1.28%	1.97%	2.56%	4.09%	2.77%	6.83%	4.97%
总资产收益率（%）	0.40%	0.64%	0.82%	1.36%	0.92%	2.36%	1.94%

观点：

四大业务均处景气周期，看好下半年行情。2017年上半年，公司共生产纯碱174万吨，粘胶短纤27万吨，烧碱27万吨，PVC23万吨，DMC5万吨（其中自用1.65万吨）。

- 纯碱行业：供给收紧新增产能极少，地产后周期需求向好。**1H2017国内纯碱产量1338万吨，YoY+5%，总产能3034万吨，产能利用率86%。纯碱价格自5月起反弹，截至目前累计上涨10%，目前重质纯碱市场价1700元/吨，轻质纯碱市场价1761元/吨，纯碱与原料价差也相应提高。近期纯碱企业例行检修较多，影响开工率提升；此外，夏季是传统生产的淡季，受气温影响，开工率通常在80%左右，而目前行业开工率已接近90%，显示供需格局向好。目前行业库存已降至25~30万吨，以轻质纯碱为主，重质纯碱库存极少。氯化铵价格低迷，制约联碱法企业开工率提升，加剧纯碱供给紧张局面。房屋新开

工高速增长, 纯碱后周期需求向好, 2017 年上半年房屋新开工累计增速 10.6%、房地产开发投资完成额累计同比增长 8.5%, 有望拉动纯碱 2017 年下半年至 2018 年上半年的需求持续好转。我们预计 2017 年下半年价格有望超过 1900 元/吨, 较现价上涨 12%。

- **粘胶短纤行业: 供需结构向好。**1H2017 国内粘胶短纤产量 165 万吨, 同比持平, 总产能 372 万吨, 产能利用率 89%。粘胶短纤价格自 6 月起反弹, 截至目前累计上涨 9%至 1.6 万元/吨。供给紧缺, 目前行业库存接近零, 若考虑预售产品, 行业库存为负。3 季度是行业传统旺季, 目前行业开工率在 90%以上, 产品供不应求。需求支撑强劲, 2017 年 1~5 月纺织服装、服饰业固定资产投资完成额累计值同比增速为 9.8%。原料供应充足, 预期未来原料价格较为平稳。棉花供需趋紧, 有望对棉价形成支撑。我们预计 2017 年下半年价格有望超过 1.8 万元/吨, 较现价上涨 13%。
- **氯碱行业: 下游需求增速超预期, 安环高压供给受限。**1H2017 国内 PVC、烧碱产量分别为 906 万吨、1755 万吨, YoY+11%/+8%, 总产能分别为 2317 万吨、3910 万吨, 产能利用率分别为 78%、90%。房屋新开工高速增长, PVC 后周期需求向好, 若仅考虑地产增速对 PVC 需求的拉动, 我们测算下半年表观消费 YoY +6%~7%, 全年消费约 1770-1790 万吨, YoY+8%~9%; 保守情况下, 全年表观消费量约 1720 万吨, YoY +5%。目前华东和华南地区 PVC 主要仓库库存水平不高, 均处于平均库存水平以下, 看好三季度旺季到来的补库新增需求。国内 PVC 总产能连续 3 年净减少, 未来新增不多且大概率低于预期。2000 万吨基本上是目前国内 PVC 的年最大实际供应能力。我们统计今年下半年还有 70 万吨左右产能新增, 不过从近年来装置投产情况来看, 同时考虑国家政策及《关于汞的水保公约》, 实际投放产能大概率低于预期。重视下半年的环保影响对供给端的冲击, 今年是大气十条考核收官之年, 下半年安全环保压力有增无减, Q3 看第四批中央环保督查、京津冀大气强化督察, Q4 看采暖季氧化铝限产带来的烧碱开工受限导致 PVC 供应被动缩减。
- **有机硅行业: 受环保制约供给端收紧。**1H2017 国内有机硅单体产量 101 万吨, YoY+14%, 总产能 270 万吨, 产能利用率 74%。有机硅主要原料氯甲烷、金属硅受环保监管影响, 供给紧张导致近期价格上涨。受环保、高温等因素, 部分有机硅企业停产检修增加, 行业开工率下降, 供给收缩明显, 7 月全国有机硅开工率约 72%, 环比下降 4.5ppt。

公司行业龙头地位优势明显。公司是纯碱、粘胶短纤的双龙头企业, 是华北地区有机硅龙头企业。

- **新建产能有望提升规模优势, 降低综合成本。**公司在建 20 万吨差别化粘胶短纤项目, 预计 2018 年 2 季度投产, 届时公司粘胶短纤总产能将达到 70 万吨。随着规模扩大, 公司产品的单位成本、物耗、能耗将持续下降, 规模经济效益显著, 行业竞争力明显。此外, 公司 PVC、烧碱技改项目预计今年 4 季度投产。
- **具备循环经济优势。**公司以“两碱一化”为主, 热力供应、精细化工为辅, 循环经济体系完善, 4 大产品上下游有机串联, 实施资源循环利用和能量梯级利用, 在行业内具备成本、技术、效益的领先竞争。
- **注重产品差别化发展。**(1) 粘胶短纤方面, 公司产品差别化率行业第一, 约 40%, 拥有莫代尔纤维、竹代尔纤维、高白纤维、着色纤维、无机阻燃纤维等一系列高技术含量、高附加值的产品。(2) 纯碱方面, 公司纯碱低盐化率、重质化率、散装化率行业第一, 是行业唯一通过产品质量和质量体系双认证的企业。(3) 氯碱方面, 公司积极推进高端树脂产业化与普通产品多元化。
- **具备环保优势。**公司不断加大环保设施投入, 实施工艺和质量改进, 推进碱渣脱硫、废气回收、锅炉脱硫等项目建设及环保设施维护, 进一步降低能耗。此外, 通过实施循环经济, 进一步发挥协同经济效用,

将公司生产过程中产生的多种废弃物加以利用, 减少污染物的排放, 降低环境污染。

结论:

我们预计公司2017~2019年净利润分别为20.85亿元、23.88亿元、26.98亿元, EPS分别为1.01元、1.16元、1.31元。目前股价对应P/E分别为13倍、11倍、10倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

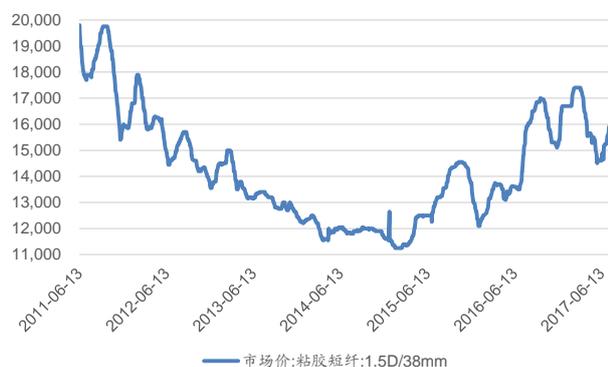
产品价格下滑; 项目建设进度不及预期; 环保风险。

表 1: 公司产品产能结构

产品	现有产能 (万吨)	在建产能 (万吨)	合计产能 (万吨)	预计投产时间
粘胶短纤	50	20	70	1H2018
纯碱	340		340	
PVC	40	3.5	43.5	4Q2017
烧碱	50	3	53	4Q2017
有机硅-DMC	10		10	
有机硅-室温胶	2		2	
有机硅-高温胶	1		1	

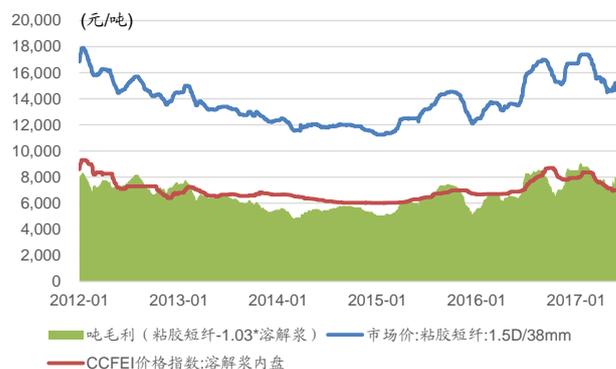
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 1: 粘胶短纤价格自 2017 年 6 月起反弹



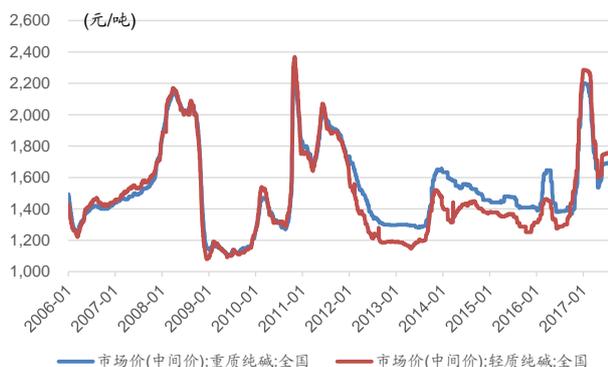
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 2: 粘胶短纤利润水平提升



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 3: 纯碱价格自 2017 年 5 月起反弹



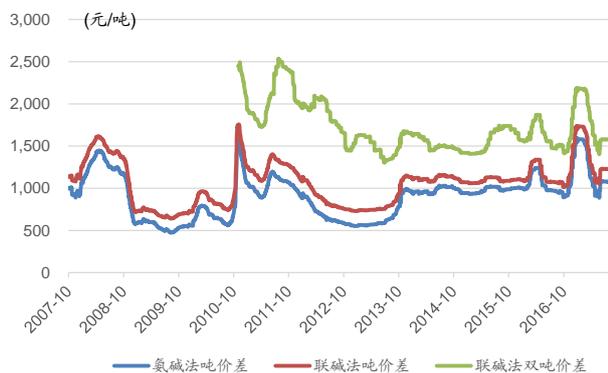
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 4: 氯化铵价格处于底部区域



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 5: 氨碱法、联碱法价差对比



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

图 6: 氨碱法纯碱吨价差



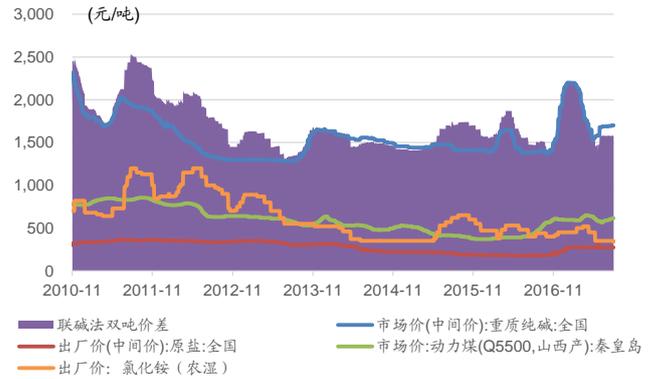
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所 注: 氨碱法吨价差=重质纯碱-1.45*原盐-0.365*动力煤

图 7: 联碱法纯碱吨价差



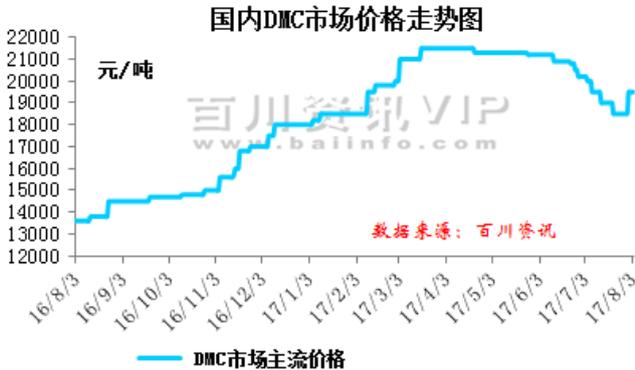
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所 注: 联碱法吨价差=重质纯碱-1.16*原盐-0.245*动力煤

图 8: 联碱法纯碱双吨价差



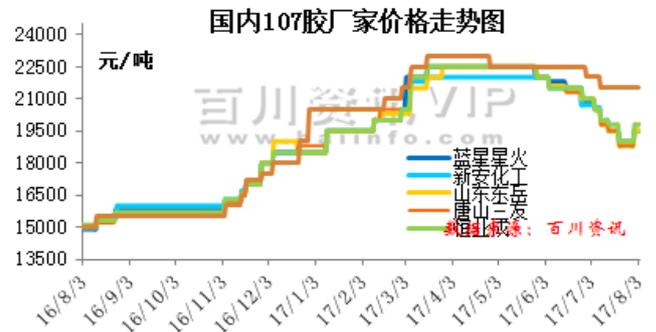
资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所 注: 联碱法双吨价差=重质纯碱+氯化铵-1.16*原盐-0.245*动力煤

图 9: 国内 DMC 价格



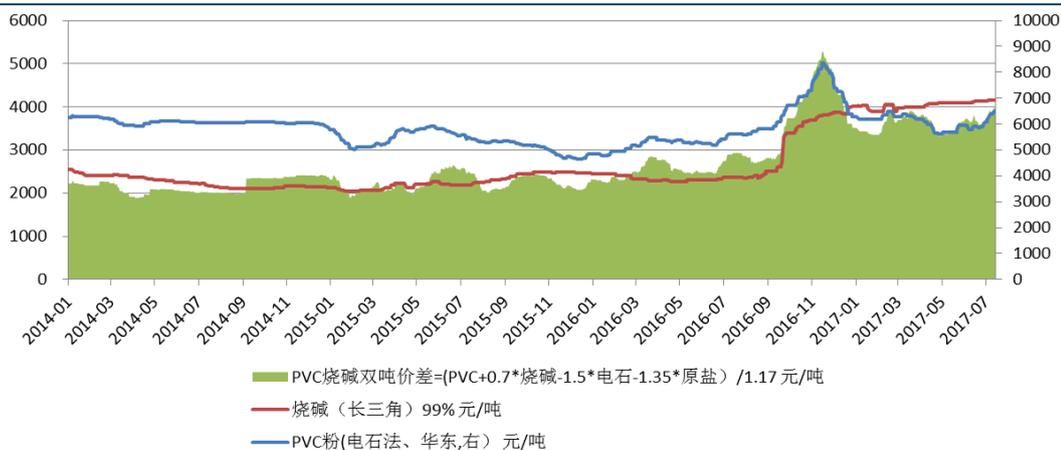
资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

图 10: 国内 107 胶价格



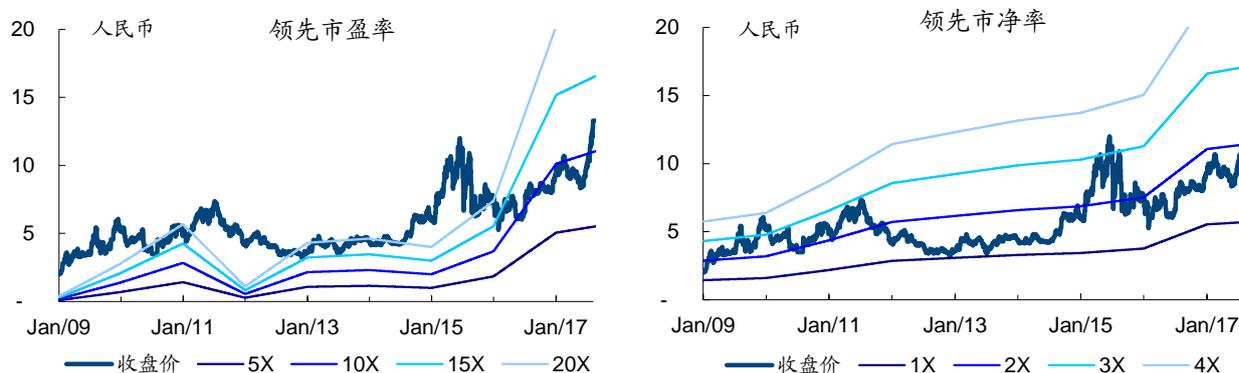
资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

图 11: PVC、烧碱价格及价差



资料来源: 化工在线, 百川资讯, 东兴证券研究所

图 12: 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	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	5007	5415	7943	10876	13973	营业收入	13694	15757	21040	23710	24730
货币资金	1760	1977	3496	5860	8776	营业成本	10821	12005	15045	17026	17507
应收账款	542	592	790	891	929	营业税金及附加	100	170	226	255	266
其他应收款	16	13	202	229	235	营业费用	657	778	1039	1171	1221
预付款项	173	162	18	20	21	管理费用	1057	1244	1661	1872	1952
存货	1159	1424	1783	2018	2075	财务费用	618	522	363	299	285
其他流动资产	1357	1247	1653	1859	1937	资产减值损失	10	103	0	0	0
非流动资产合计	15340	15586	15140	14659	13757	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	1	投资净收益	1	0	0	0	0
固定资产	13016	13558	13445	12981	12283	营业利润	532	1105	2932	3343	3765
无形资产	836	884	905	926	947	营业外收入	78	45	0	0	0
其他非流动资产	1488	1145	791	752	526	营业外支出	81	72	72	72	72
资产总计	20347	21001	23083	25535	27730	利润总额	528	1078	2860	3271	3693
流动负债合计	8718	10460	9238	9886	10053	所得税	144	277	735	840	949
短期借款	3710	4285	4285	4285	4285	净利润	384	801	2125	2430	2744
应付账款	2338	2605	3262	3691	3795	少数股东损益	28	-38	-39	-43	-46
预收款项	284	454	606	683	712	归属母公司净利润	413	763	2085	2388	2698
一年内到期的非流	1767	2245	0	0	0	EBITDA	1175	1562	3183	3527	3932
非流动负债合计	4802	3070	3070	3070	3070	BPS (元)	0.20	0.37	1.01	1.16	1.31
长期借款	2376	1459	1459	1459	1459	主要财务比率					
应付债券	1949	992	992	992	992		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	13536	13545	12308	12956	13123	成长能力					
少数股东权益	462	497	536	579	625	营业收入增长	7.87%	15.06%	33.53%	12.69%	4.30%
实收资本(或股本)	1850	1850	2064	2064	2064	营业利润增长	-15.85	107.78	165.29	14.02%	12.64%
资本公积	2365	2370	2370	2370	2370	归属于母公司净利润	-13.53	84.89%	173.35	14.49%	13.00%
未分配利润	2134	2738	5803	7565	9547	获利能力					
归属母公司股东权	6350	6959	10238	12000	13982	毛利率(%)	20.98%	23.81%	28.49%	28.19%	29.21%
负债和所有者权	20347	21001	23083	25535	27730	净利率(%)	2.81%	5.08%	10.10%	10.25%	11.10%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	2.03%	3.63%	9.03%	9.35%	9.73%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	6.05%	11.51%	20.75%	20.25%	19.62%
经营活动现金流	983	1344	3450	3789	4017	偿债能力					
净利润	413	763	2085	2388	2698	资产负债率(%)	67%	64%	53%	51%	47%
折旧摊销	860	925	946	981	1003	流动比率	0.57	0.52	0.86	1.10	1.39
财务费用	618	522	363	299	285	速动比率	0.47	0.40	0.72	0.98	1.25
应收账款减少	-60	175	1009	569	181	营运能力					
预收帐款增加	139	687	1025	648	167	总资产周转率	0.90	1.02	1.37	1.59	1.74
投资活动现金流	-141	-142	-515	-500	-100	应收账款周转率	27.41	27.80	30.45	28.21	27.19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.54	5.37	6.05	6.33	6.49
长期股权投资减少	-154	-162	-500	-500	-100	每股指标(元)					
投资收益	1	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.37	1.01	1.16	1.31
筹资活动现金流	-730	-1305	-1417	-925	-1001	每股净现金流(最新)	0.06	-0.06	0.82	1.28	1.58
应付债券增加	987	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.43	3.76	5.53	5.81	6.77
长期借款增加	-1235	-820	-2245	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	1425	0	0	P/E	66.44	35.94	13.15	11.48	10.16
资本公积增加	0	5	0	0	0	P/B	3.87	3.53	2.40	2.28	1.96
现金净增加额	113	-104	1519	2364	2916	EV/EBITDA	16.03	12.70	7.42	6.28	5.14

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，从事基础化工行业研究，2016 年加入东兴证券。

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。

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。