

江苏三友：吹响进军环保行业的号角

公司公告点评

报告关键点：

- 进军环保行业，建设废旧轮胎裂解生产线
- 2011年一期工程即可投产
- 首次给予“买入-A”评级，按照2011年30倍给予12个月目标价格12.9元

报告摘要：

- **进军环保行业，建设废旧轮胎裂解生产线：**2010年9月20日，江苏三友与上海金匙环保科技有限公司签订了关于“工业化集成控制固废裂解生产线”项目的《合作协议书》。双方同意共同出资设立新公司，新公司名称暂定为：江苏三友环保能源科技有限公司。注册资金1.5亿元人民币。双方认定出资比例为：江苏三友60%，金匙环保40%。
- **金匙环保的废旧轮胎裂解技术国际领先：**金匙环保的“工业化集成控制固废裂解生产线”项目能够把废轮胎通过连续低温裂解转化为高附加值的工业燃料油和紧缺的工业原材料炭黑、钢丝，以及设备本身运行过程中所需的高热值纯净瓦斯气。在生产过程中，实现了低成本运营、自动化程度高，无废水、废气、废渣产生与排放的环保效果和废旧资源循环利用效果。该项目达到同类研究国际先进水平。
- **投资规划大，投产时间快：**总投资约6.5亿元人民币。设计产能总规模为年处理20万吨GK/RP-10000A弃废轮胎裂解工业化生产线的现代化化工厂。项目分三期进行实施，总投资实施与完成期为3年。上市公司目前还有1亿元的募集资金尚未使用，因此第一期工程资金完全足够。合同规定金匙环保必须在2011年3月30日前按本条规定将其生产年处理2万吨废轮胎设备投入到新公司，双方力争新公司于2011年6月30日前开始投产运营。因此2011年下半年一期工程有望投产。
- **首次给予“买入-A”评级，按照2011年30倍给予12个月目标价格13.2元：**公司通过成立合资公司进军环保行业，废旧轮胎的环保化处理符合循环经济的发展方向，我们看好公司发展前景。我们预计公司2010、2011和2012年的每股收益分别为0.15元、0.43元、0.91元，首次给予“买入-A”评级，按照2011年30倍给予12个月目标价格12.9元。
- **风险提示：**公司主业是服装生产和销售，本项目建成投产后在人才、技术方面存在一定的管理、运营风险；该技术的生产线设备尚未有产业化应用，将可能对新公司的规模化生产及公司的投资规划产生一定的不确定性。

评级：

买入-A

上次评级：

目标价格：

12.90 元

期限： 12 个月 上次预测：

现价： 9.29 元

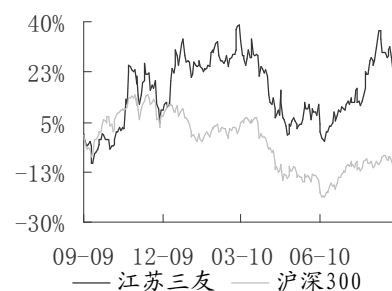
报告日期：

2010-09-20

市场数据

总市值(百万元)	1,509.63
流通市值(百万元)	1,095.99
总股本(百万股)	162.50
流通股本(百万股)	117.98
12个月最高/最低	6.48/10.25 元
十大流通股(%)	43.20%
股东户数	14,505

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.47	17.04	40.78
绝对收益	6.80	22.74	29.85

研究员

刘军 首席行业分析师
021-68766167 liujun@essence.com.cn
证书编号 S1450208100171

谭志勇 行业分析师
021-68765172 tanzy2@essence.com.cn
证书编号 S1450210090005

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	413.0	509.8	503.3	653.7	959.0
Growth(%)	-27.1%	23.5%	-1.3%	29.9%	46.7%
净利润	13.1	19.0	23.6	69.3	148.1
Growth(%)	-48.1%	45.2%	24.5%	193.4%	113.5%
毛利率(%)	11.6%	13.8%	15.0%	23.9%	33.0%
净利润率(%)	3.2%	3.7%	4.7%	10.6%	15.4%
每股收益(元)	0.08	0.12	0.15	0.43	0.91
每股净资产(元)	2.03	2.08	2.17	2.59	3.52
市盈率	115.4	79.5	63.9	21.8	10.2
市净率	4.6	4.5	4.3	3.6	2.6
净资产收益率(%)	4.2%	5.1%	7.0%	17.9%	30.5%
ROIC(%)	4.0%	3.9%	7.1%	49.6%	59.1%
EV/EBITDA	52.9	42.0	23.5	11.0	5.5
股息收益率	0.4%	0.7%	0.5%	1.4%	2.9%

前期研究成果

1. 进军环保行业，建设废旧轮胎裂解生产线

1.1. 引进技术成立环保能源公司

2010 年 9 月 20 日，江苏三友与上海金匙环保科技有限公司经友好协商后签订了关于“工业化集成控制固废裂解生产线”项目的《合作协议书》。双方同意共同出资设立新公司，新公司名称暂定为：江苏三友环保能源科技有限公司。注册资金 1.5 亿元人民币。双方认定出资比例：江苏三友 60%，金匙环保 40%。

1.2. 上海金匙环保科技有限公司简介

上海金匙环保科技有限公司是一家提供固体垃圾资源化解方案及生产成套装备的研发制造商，专注于“高分子有机固体垃圾再生增值”技术，主要提供规模工业化处理废弃轮胎和高分子聚合物低温解聚裂化技术及设备的综合性高新技术企业，目前已有六项专利获得国家授权。

1.3. 金匙环保的废旧轮胎裂解技术国际领先

金匙环保的“工业化集成控制固废裂解生产线”项目能够把废轮胎通过连续低温裂解转化为高附加值的工业燃料油和紧缺的工业原材料炭黑、钢丝，以及设备本身运行过程中所需的高热值纯净瓦斯气。在生产过程中，实现了低成本运营、自动化程度高，无废水、废气、废渣产生与排放的环保效果和废旧资源循环利用效果。2010 年 1 月 11 日经上海科学技术情报研究所（国家一级科技查新咨询单位）出具的《水平检索报告》（编号：20091558SH）表明：该项目达到同类研究国际先进水平。

目前固体废弃轮胎的环保化处理是个国际性难题，大部分的处理方法是将其粉碎成胶粉再加工成其他制品，但是其需求毕竟有限，国际的废弃轮胎大多采用堆放的处理方式，容易造成环境污染。国内很多小作坊采用露天土法裂解处理方式回收炭黑和燃料油，但是排放污染严重。随着我国汽车的不断普及，废弃轮胎的环保化处理成为重要课题。金匙环保的“工业化集成控制固废裂解生产线”采用专利技术实现了全密封装置，付产的瓦斯气成为运行过程中的燃料，无废水、废气、废渣产生与排放，可以说真正实现了废旧资源的循环利用。

1.4. 符合循环经济发展方向

2008 年《国务院关于加快发展循环经济的若干意见》中将废弃轮胎回收利用作为重点工作，鼓励废弃轮胎回收利用产业发展，同时该项目符合《国家中长期科学和技术发展规划纲要》（2006 年—2020 年）重点领域“综合治污与废弃物循环利用”优先发展主题的思想，也符合《纲要》制造业中重点领域“流程工业的绿色化、自动化及装备”优先发展主题范畴。同时该项目被列为国家“十一五”期间十项重大科技攻关课题之一。近期国务院也批准下发了调整再生资源回收与利用的增值税的优惠政策。本项目在目前全球污染日益严重、资源日益枯竭的背景下，更显示出未来发展的经济价值和社会价值。完全符合国家所倡导的“能源环保、循环经济”的发展主题，也完全符合科学发展、可持续发展的宏观产业政策导向，是国家重点支持的新科技能源环保项目。

2. 投资规划大，投产时间快

2.1. 总投资 6.5 亿元，分三期实施

总投资约 6.5 亿元人民币。设计产能总规模为年处理 20 万吨 GK/RP-10000A 弃废轮胎裂解工业化生产线的现代化工厂。项目分三期进行实施，总投资实施与完成期为 3 年。

一期工程：总投资约 1.5 亿元人民币，建成具备年生产处理 4 万吨弃废轮胎裂解工业化生产线。（其中乙方提供年处理 2 万吨废轮胎的生产设备，其余年处理 2 万吨废轮胎的生产设备由新公司向乙方购买）。二期工程：总投资约 2 亿元人民币，建成具

备年生产处理 6 万吨弃废胶胎裂解工业化生产线。三期工程：总投资约 3 亿元人民币，建成具备年生产处理 10 万吨弃废胶胎裂解工业化生产线。

2.2. 2011 年中期第一期投产

合资公司注册资金 1.5 亿元人民币，首期投入为：江苏三友以 9000 万元人民币现金（拟使用募集资金）出资用于土地、厂房及设备的购买，金匙环保以年处理 2 万吨废轮胎的生产设备出资，折合 6000 万元人民币。我们观察到江苏三友目前还有 1 亿元的募集资金尚未使用，公司公告也表示有可能更改募集资金投向到废弃轮胎裂解项目上，因此上市公司的资金第一期工程完全足够。

合同规定金匙环保必须在 2011 年 3 月 30 日前按本条规定将其生产年处理 2 万吨废轮胎设备投入到新公司，双方力争新公司于 2011 年 6 月 30 日前开始投产运营。因此 2011 年下半年一期工程有望投产。

3. 评级估值和风险提示

3.1. 首次给予“买入-A”评级，12 个月目标价格 13.2 元

公司通过成立合资公司进军环保行业，废弃轮胎的环保化处理符合循环经济的发展方向，我们看好公司发展前景。我们预计公司 2010、2011 和 2012 年的每股收益分别为 0.15 元、0.43 元、0.91 元，首次给予“买入-A”评级，按照 2011 年 30 倍给予 12 个月目标价格 12.9 元。

3.2. 风险提示

公司主业是服装生产和销售，本项目建成投产后在人才、技术方面存在一定的管理、运营风险；

该技术的生产线设备尚未有产业化应用，将可能对新公司的规模化生产及公司的投资规划产生一定的不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-9-20

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	413.0	509.8	503.3	653.7	959.0	成长性					
减: 营业成本	365.1	439.6	427.9	497.2	642.9	营业收入增长率	-27.1%	23.5%	-1.3%	29.9%	46.7%
营业税费	0.8	0.6	0.5	0.7	1.0	营业利润增长率	-46.3%	66.7%	20.2%	202.9%	131.1%
销售费用	6.6	9.2	10.1	13.1	19.2	净利润增长率	-48.1%	45.2%	24.5%	193.4%	113.5%
管理费用	24.9	35.0	35.2	42.5	62.3	EBITDA 增长率	-33.9%	24.8%	55.9%	127.3%	110.1%
财务费用	-1.1	-4.3	-2.1	-2.2	-1.3	EBIT 增长率	-47.2%	51.2%	33.6%	215.8%	135.0%
资产减值损失	-0.4	2.1	-1.5	2.0	2.7	NOPLAT 增长率	-50.0%	3.5%	78.0%	215.8%	135.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	5.0%	-1.9%	-54.9%	97.3%	69.4%
投资和汇兑收益	-0.6	-0.1	-	-	-	净资产增长率	4.3%	2.4%	4.4%	19.1%	35.8%
营业利润	16.6	27.6	33.2	100.5	232.3	利润率					
加: 营业外净收支	2.9	1.2	-	-	-	毛利率	11.6%	13.8%	15.0%	23.9%	33.0%
利润总额	19.4	28.8	33.2	100.5	232.3	营业利润率	4.0%	5.4%	6.6%	15.4%	24.2%
减: 所得税	5.6	11.4	8.3	25.1	58.1	净利率	3.2%	3.7%	4.7%	10.6%	15.4%
净利润	13.1	19.0	23.6	69.3	148.1	EBITDA/营业收入	7.0%	7.1%	11.2%	19.7%	28.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	3.7%	4.6%	6.2%	15.0%	24.1%
货币资金	213.1	256.4	255.3	193.5	195.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	86	58	47	42	56
应收帐款	34.1	31.8	38.9	48.4	68.3	流动营业资本周转天数	181	162	109	46	43
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	246	223	243	175	119
预付帐款	11.8	6.2	8.2	10.4	9.5	应收帐款周转天数	36	24	26	25	23
存货	30.8	47.7	35.6	45.7	60.7	存货周转天数	27	28	30	23	20
其他流动资产	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	357	302	308	251	224
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	286	235	171	122	148
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.8	2.7	2.8	2.8	2.8	ROE	4.2%	5.1%	7.0%	17.9%	30.5%
投资性房地产	7.8	7.2	-	-	-	ROA	3.4%	3.9%	6.0%	15.2%	25.1%
固定资产	87.8	76.7	53.4	99.0	197.8	ROIC	4.0%	3.9%	7.1%	49.6%	59.1%
在建工程	-	-	-	75.0	137.5	费用率					
无形资产	20.1	18.6	19.5	20.4	21.2	销售费用率	1.6%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	0.6	0.3	0.8	1.1	1.2	管理费用率	6.0%	6.9%	7.0%	6.5%	6.5%
资产总额	408.9	447.6	414.5	496.3	694.9	财务费用率	-0.3%	-0.8%	-0.4%	-0.3%	-0.1%
短期债务	11.0	20.0	-	-	24.4	三费/营业收入	7.3%	7.8%	8.6%	8.2%	8.4%
应付帐款	28.9	45.6	37.3	44.7	60.2	偿债能力					
应付票据	14.5	17.0	14.0	18.4	23.2	资产负债率	19.1%	24.3%	14.7%	15.2%	17.7%
其他流动负债	19.5	25.4	25.5	27.7	32.8	负债权益比	23.7%	32.2%	17.3%	17.9%	21.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.87	3.17	5.63	4.02	2.71
其他非流动负债	3.3	1.1	1.1	1.1	-0.3	速动比率	3.44	2.73	5.03	3.39	2.21
负债总额	78.2	109.0	61.1	75.2	123.0	利息保障倍数	-13.41	-5.41	-15.12	-43.79	-172.85
少数股东权益	23.8	21.0	22.1	27.5	51.0	分红指标					
股本	162.5	162.5	162.5	162.5	162.5	DPS(元)	0.04	0.06	0.04	0.13	0.27
留存收益	144.4	155.2	168.9	231.1	358.4	分红比率	47.8%	52.7%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	330.7	338.7	353.4	421.1	571.9	股息收益率	0.4%	0.7%	0.5%	1.4%	2.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	13.8	17.4	23.6	69.3	148.1	EPS(元)	0.08	0.12	0.15	0.43	0.91
加: 折旧和摊销	13.7	13.0	25.4	30.3	39.1	BVPS(元)	2.03	2.08	2.17	2.59	3.52
资产减值准备	-0.4	2.1	-1.5	2.0	2.7	PE(X)	115.4	79.5	63.9	21.8	10.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.6	4.5	4.3	3.6	2.6
财务费用	0.9	0.8	1.0	-2.1	-2.2	P/FCF	-390.9	44.0	8.2	-20.1	-48.9
投资收益	0.6	0.1	-	-	-	P/S	3.7	3.0	3.0	2.3	1.6
少数股东损益	0.7	-1.6	1.2	6.0	26.1	EV/EBITDA	52.9	42.0	23.5	11.0	5.5
营运资金的变动	-0.7	1.5	-7.8	-9.0	-12.0	CAGR(%)	76.1%	115.5%	159.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	25.1	40.5	38.9	96.4	202.6	PEG	1.5	0.7	0.4	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-8.1	-2.2	-3.1	-153.0	-203.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	0.8	-2.4	-25.0	-18.6	-18.6	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5 年证券研究经历，8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度"新财富"化工行业最佳分析师第四名，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

凌洁

021-68765237

李昕

010-59113565

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034