

纯碱



推荐

郑方铤 S0190510120005

021-3856 5927

zhengfb@xyzq.com.cn

三友化工（600409）

毛伟 S0630208120082

021-3856 5792

maowei@xyzq.com.cn

以循环经济为基，节能减排为纲，传统产业仍大有可为

2011年3月15日

投资要点

事件：

三友化工发布公告，董事会通过《非公开发行股票预案》，拟以不低于8.07元/股的价格，非公开发行不超过23000万股，募集资金158000万，投资以下项目：（1）16万吨/年差别化粘胶短纤维扩建项目，（2）“唐山三友浓海水综合利用项目”，（3）40万吨/年聚氯乙烯、50万吨/年烧碱技术改造工程（一期），（4）新节能蒸馏技术改造项目。

点评：

- **公司增发方案以循环经济为基，节能减排为纲，技改降低成本，做大优势产业。**公司拟投资的4个项目中有两个是通过技术革新，节能减排方式降低生产成本的工艺改造项目，初步估计项目完成后每年能为公司降低成本1.2亿元以上，实现企业社会效益和经济效益双赢。此外公司结合产品产量以及区位优势，对氯碱项目进行技改扩产，平衡了公司各产业链间产品的循环利用。公司下属子公司兴达化纤（前次增发完成后公司将拥有100%股权）是国内粘胶短纤行业少数以生产差别化丝为主的企业，其差别化率高达90%，盈利能力较强。16万吨扩建项目建成后，公司将拥有40余万吨粘胶短纤生产能力，竞争优势更为突出。
- **发挥公司自身优势，传统产业仍大有可为。**公司虽是一家以生产氯碱，纯碱，粘胶短纤等大宗化工产品为主的企业，但我们认为企业未来仍具备广阔的发展空间。首先从现阶段而言，大宗化学品仍是国内不可替代的主要工业品，每年需求稳定增长；其次，08年金融危机以来，各行业都处在从谷底缓慢复苏的过程，期间呈现投资增速下降，落后产能逐步关停的态势，行业优势企业的盈利能力正逐步好转。公司层面，公司已公告正与青海五彩矿业商讨合作事宜，青海纯碱的生产成本仅600元/吨，未来公司纯碱业务的竞争能力将进一步加强。此外在高棉价背景下，我们预计3-5年内粘胶短纤行业需求将维持15%以上的增幅；而目前国内粘胶短纤用量仍不足棉花的20%，未来粘胶短纤特别是差别化高端短纤的需求增长将推动公司该块业务快速发展。
- **业绩稳定增长，给予“推荐”评级。**如考虑连续两次增发的股本摊薄，其中假设此次增发以8.07元/股的股价发行1.96亿股，我们预计摊薄后公司2011，2012，2013年EPS分别为0.50元，0.68元和0.99元，对应目前股价，11，12，13年动态市盈率分别仅为19.08倍，14.03倍以及9.63倍，给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1703	4669	5465	8505
货币资金	616	2021	2653	4488
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	150	409	455	615
其他应收款	5	36	26	37
存货	351	668	681	1053
非流动资产	5269	5827	6344	6436
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	528	0	0	0
投资性房地产	47	47	47	47
固定资产	4142	4752	5792	6066
在建工程	370	835	327	145
油气资产	0	0	0	0
无形资产	126	124	122	120
资产总计	6972	10496	11809	14941
流动负债	2463	4612	5059	6931
短期借款	280	398	388	373
应付票据	397	1195	1423	1905
应付账款	1161	2506	2720	4075
其他	624	514	528	577
非流动负债	1487	532	533	534
长期借款	510	510	510	510
其他	978	22	23	24
负债合计	3950	5144	5591	7464
股本	939	1256	1256	1256
资本公积	1124	3147	3147	3147
未分配利润	720	1199	2011	3130
少数股东权益	71	80	91	107
股东权益合计	3022	5880	6746	8005
负债及权益合计	6972	11024	12337	15469

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	289	623	855	1243
折旧和摊销	226	248	307	360
资产减值准备	-56	74	-0	19
无形资产摊销	3	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	126	57	43	20
投资损失	-52	0	0	0
少数股东损益	6	10	14	20
营运资金的变动	194	-483	-288	-668
经营活动产生现金流量	335	1479	1521	2329
投资活动产生现金流量	-191	-1350	-850	-450
融资活动产生现金流量	-539	1276	-38	-45
现金净变动	-395	1405	633	1835
现金的期初余额	1229	616	2021	2653
现金的期末余额	833	2021	2653	4488

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5305	12050	13255	18679
营业成本	4332	10185	11068	15607
营业税金及附加	26	54	60	84
销售费用	185	337	345	486
管理费用	316	542	530	747
财务费用	126	57	43	20
资产减值损失	-0	50	50	50
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	52	0	0	0
营业利润	372	824	1159	1685
营业外收入	7	30	0	0
营业外支出	16	10	1	1
利润总额	362	844	1158	1685
所得税	68	211	290	421
净利润	295	633	869	1264
少数股东损益	6	10	14	20
归属母公司净利润	289	623	855	1243
EPS（元）	0.23	0.50	0.68	0.99

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	47.9%	127.1%	10.0%	40.9%
营业利润增长率	378.5%	121.2%	40.7%	45.4%
净利润增长率	650.7%	115.7%	37.3%	45.4%
盈利能力(%)				
毛利率	18.3%	15.5%	16.5%	16.4%
净利率	5.4%	5.2%	6.5%	6.7%
ROE	9.8%	10.7%	12.8%	15.7%
偿债能力(%)				
资产负债率	56.7%	46.7%	45.3%	48.3%
流动比率	0.69	1.01	1.08	1.23
速动比率	0.55	0.87	0.95	1.08
营运能力(次)				
资产周转率	0.76	1.38	1.19	1.40
应收帐款周转率	32.00	39.82	28.15	32.39
每股资料(元)				
每股收益	0.23	0.50	0.68	0.99
每股经营现金	0.06	1.18	1.21	1.86
每股净资产	2.35	4.62	5.30	6.29
估值比率(倍)				
PE	41.48	19.23	14.01	9.63
PB	4.06	2.07	1.80	1.52

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:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的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。