

两碱市场咸鱼翻身， 碱、纤引领公司业绩高增长

三友化工 600409.SH

推荐 维持评级

分析师：李国洪 电话：(8610) 6656 8876 邮箱：liguohong@chinastock.com.cn 执业证书编号：S0130207091551

1. 事件

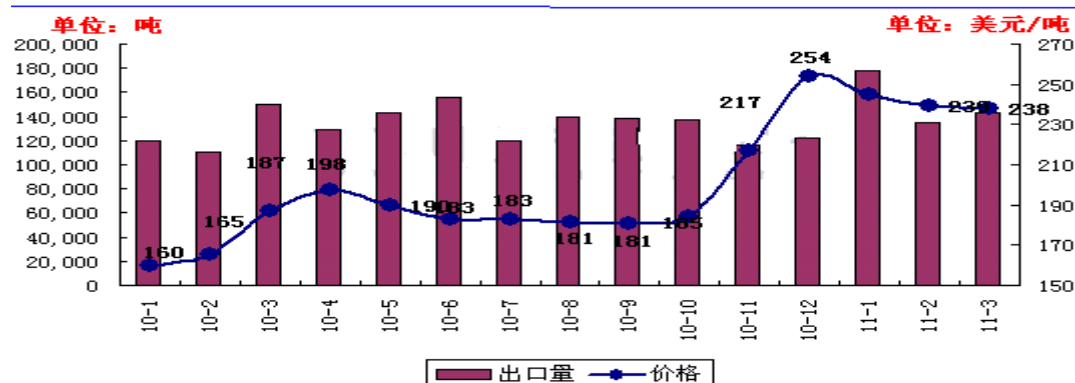
近期烧碱等碱类产品价格上涨，华东地区液碱涨幅达32%。

2. 我们的分析与判断

(一)、纯碱、烧碱、短纤构成公司主业

目前，公司年生产纯碱200万吨、粘胶短纤维22.4万吨、PVC31万吨、烧碱32万吨、有机硅3.46万吨、氯化钙11.5万吨。纯碱、烧碱、短纤构成公司主业。

图 1：中国纯碱出口及产品价格图



资料来源：百川咨询

图 2：液体烧碱市场价格图



资料来源：百川咨询

(二)、两碱市场咸鱼翻身

多年苦苦挣扎的两碱市场如今咸鱼翻身，由于日本3月底发生的大地震使日本国内位于千叶的旭化成烧碱装置停车，其它地区的烧碱装置也有部分停车，这使得国际烧碱货源紧张，给我国烧碱出口带来了商机。日本大地震使其国内产销失衡，在重建过程中需要增加进口，我国运距较近，出口便利。因此，下游需求增加及日本地震给国际带来的缺口等利好因素推动了我国烧碱价格上涨，其中华东地区液碱涨幅达32%，离子膜碱价格达到700-864元/吨，华中、西北及西南地区企业液碱也大多处在缺货惜售的状态，华北片碱受出口带动99片碱最高涨幅达到300元/吨至2600-3500元/吨，西南、西北、山东等地区则也是大幅增长。

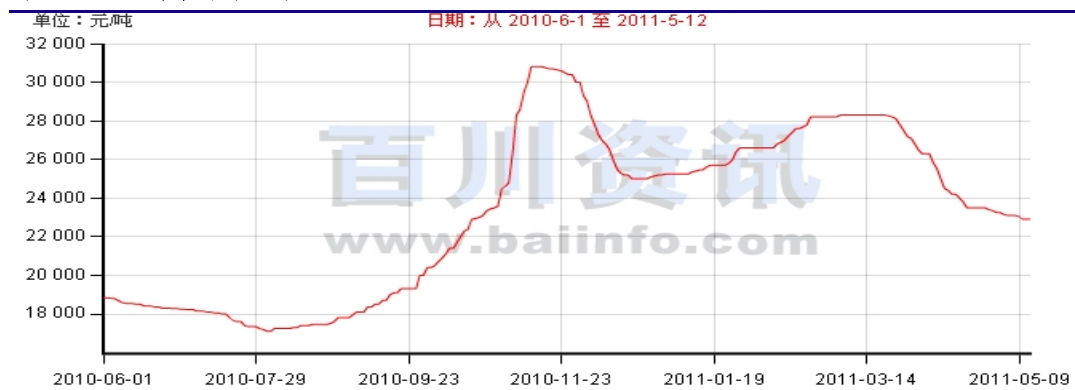
我们预计，在原材料价格上涨、出口持续好转以及下游需求日渐恢复三大利好因素支撑下，烧碱市场短期内将持续向好。不过，随着下半年国内新增产能逐步释放、日本烧碱装置震后可能重新投入生产，烧碱市场或将进入盘整格局。

纯碱情况略差于烧碱。前几年纯碱市场供大于求，纯碱价格曾长期低位运行，2010年第四季度由于节能减排造成纯碱供应相对减少，纯碱价格开始大幅上涨。今年因部分地区用电紧张，虽然相关数据显示2011年纯碱产能仍将小幅增加，但纯碱行业整体开工率降低促使产量并不多，国家对房地产保障房政策的出台加大了纯碱的需求，纯碱行业迎来了好日子。公司已公告与青海五彩矿业合作建设110万吨/年纯碱项目。由于在青海的盐湖中存在大量的氯化钠，生产纯碱用的原盐有保障，同时，柴达木盆地石灰石、煤炭等矿产资源非常丰富，纯碱项目的原料配套齐全。因此，青海纯碱项目的生产成本仅600元/吨左右，优势明显，厂区铁路运输的便捷，将有利于纯碱向内地的运输，该项目的建设将巩固公司在纯碱行业的龙头地位，使公司纯碱业务的竞争能力将进一步加强。

(三)、粘胶短纤景气依然向好

公司计划2011年粘胶短纤维产量达到22.4万吨，按目前22000元和市场价格和15%的行业毛利水平计算可给公司贡献7.39亿元的毛利。虽然因棉花价格回落，近期粘胶纤维价格有所回落，但因耕地有限、劳动力成本上升，棉价长期趋势看好，粘胶纤维的长期价格趋势也应看好，景气依然向好。集团注入的粘胶短纤维厂在金融危机最差时也好于其他企业，有较好的规模成本优势，未来势必增厚公司整体业绩。

图3：粘胶短纤市场价格图



资料来源：百川咨询

3. 投资建议

因出口持续好转以及下游需求日渐恢复，多年苦苦挣扎的两碱市场终于咸鱼翻身，公司青海纯碱项目的生产成本仅600元/吨左右，优势明显，集团注入的粘胶短纤维厂在金融危机最差时也好于其他企业，有较好的规模成本优势，未来势必增厚公司整体业绩。我们预测2011-2012年盈利为0.67元和0.87元，给予推荐投资评级。

表 1: 三友化工 (600409) 财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	122,858	61,588	211,630	333,941	554,203	营业收入	358,757	530,492	793,604	1,038,306	1,369,825
应收票据	16,907	39,698	81,316	106,389	140,358	营业成本	305,980	433,175	632,920	830,045	1,090,283
应收账款	12,704	15,042	30,811	40,311	53,182	营业税金及附加	1,543	2,623	3,924	5,134	6,773
预付款项	20,382	18,390	26,870	35,238	46,286	销售费用	16,221	18,540	27,697	36,237	47,807
其他应收款	720	511	764	1,000	1,319	管理费用	21,649	31,552	47,219	61,779	81,505
存货	18,808	35,090	51,270	67,239	88,320	财务费用	6,915	12,558	8,242	7,752	7,135
长期股权投资	47,566	52,818	52,818	52,818	52,818	资产减值损失	(150)	(6)	(6)	(6)	(6)
固定资产净额	316,924	414,164	418,789	455,893	475,504	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	115,626	36,969	71,480	56,480	11,480	投资收益	1,183	5,192	5,192	5,192	5,192
无形资产净值	12,156	12,568	12,789	13,003	13,204	营业利润	7,782	37,241	78,800	102,557	141,520
递延所得税资产	4,481	5,330	5,330	5,330	5,330	营业外净收入	170	(997)	(998)	(998)	(998)
资产总计	694,341	697,198	960,000	1,163,743	1,438,072	税前利润	7,952	36,244	77,802	101,559	140,522
短期借款	57,400	28,000	28,000	28,000	28,000	所得税	2,853	6,783	14,004	18,281	25,294
应付票据	46,111	39,732	86,265	113,133	148,602	净利润	5,099	29,461	63,798	83,279	115,228
应付账款	87,122	116,086	252,043	330,543	434,176	归属母公司净利润	3,847	28,877	62,514	81,603	112,910
预收款项	5,591	10,180	15,229	19,924	26,286	少数股东损益	1,253	584	1,284	1,676	2,319
应付职工薪酬	3,738	6,103	7,019	8,071	9,282	基本每股收益	0.04	0.31	0.67	0.87	1.20
应交税费	(4,928)	4,474	4,474	4,474	4,474	摊薄每股收益	0.04	0.31	0.67	0.87	1.20
其他应付款	31,321	6,702	6,702	6,702	6,702	财务指标					
一年内到期的非流动负债	20,750	18,750	34,750	50,774	87,464	成长性					
长期借款	79,185	50,962	50,962	50,962	50,962	营业收入增长率	-29%	48%	50%	31%	32%
长期应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-61%	234%	84%	28%	36%
专项应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	-81%	651%	116%	31%	38%
其他非流动负债	2,596	2,446	2,216	2,002	1,712	盈利能力					
负债合计	422,234	394,997	599,017	725,733	892,995	毛利率	15%	18%	46%	31%	31%
所有者权益合计	272,107	302,201	360,982	438,009	545,078	净利润率	1%	5%	8%	8%	8%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	9%	13%	13%	12%	12%
净利润	5,099	29,461	63,798	83,279	115,228	ROE	2%	10%	18%	19%	21%
折旧与摊销	0	0	23,248	23,214	25,720	ROIC	2%	7%	11%	13%	15%
经营活动现金流	4,050	25,896	195,792	160,808	209,989	估值指标					
投资活动现金流	0	0	(50,585)	(40,308)	4,692	PE	0	0	0	0	0
融资活动现金流	0	0	4,836	1,811	5,582	P/S	0	0	0	0	0
净现金流	4,050	25,896	150,043	122,311	220,262	P/B	0	0	0	0	0
期初现金余额	105,511	122,858	61,588	211,630	333,941	EV/EBITDA	4	2	0	(1)	(2)
期末现金余额	109,561	148,754	211,630	333,941	554,203	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李国洪，化工行业证券分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

港股：中海油服（2883.HK）

A 股：烟台万华（600309.SH）、华鲁恒升（600426.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、德美化工（002054.SZ）、久联发展（002037.SZ）、三友化工（600409.SH）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908