

2011-06-12

基础化工

三友化工 600409-SH

纯碱涨价超预期，公司挺进上游提升盈利和估值

◇ 事件：纯碱行业和公司跟踪研究

◆纯碱涨价将超预期，公司挺进上游提升盈利和估值水平，给予“买入”评级：

不同于市场的认识，我们认为此轮纯碱涨价并非单纯如去年限电影响，深层次原因是基于行业供需情况的改善以及全行业成本上涨（上游盐、煤等资源价格上涨），因此拥有盐资源和能源自给率高的企业由于成本相对锁定，将享受产品价格上涨的超额收益。

我们看好公司未来向上游资源挺进的战略，公司青海纯碱项目和浓海水淡化项目都是围绕获取低成本原盐展开，未来项目具备可复制和扩张性，原盐自给率将不断提升，从而提升公司整体盈利能力和业绩稳定性，我们认为应给予公司高于同行的估值水平。公司另一大主业差别化粘胶纤维业务，目前处于行业底部，未来景气向上，盈利弹性巨大。考虑 12、13 年纯碱产品价格可能出现回落，以及公司此次增发对股本摊薄的因素，我们保守预计 11-13 年公司 EPS 分别为 0.68、0.69 和 0.87 元，未来三年复合增长 54.2%，给予 11 年 20 倍市盈率，合理价格 13.6 元。

◆此轮纯碱涨价可以维持，并可能出现超预期上涨：

市场认为纯碱涨价是脉冲性的，就像去年的节能减排。而我们认为纯碱这轮涨价是可以维持的并很可能出现超预期上涨。主要理由：1、从价格走势上看，纯碱涨价始于 2 月下旬，而到开始限电的 5 月份，因此涨价的动力不在限电。2、从供需来看，纯碱 1-4 月产量及开工率正常下需求增速明显上升是促发二季度供应偏紧的最大原因。3、从成本上看，原盐价格的走高也对纯碱价格上涨起到了推波助澜的作用。

我们了解到由于两湖旱情缓解，行业开工受限目前已经基本恢复，但我们认为在下游支撑下纯碱依然坚挺于 2100 元/吨高位。考虑到未来夏季缺电行情延续、需求持续恢复及成本上升影响，我们认为纯碱价格上涨未来将很可能会超预期。

◆进军盐湖和海水淡化，集团盐资源注入，原盐自给率将大幅提升

纯碱产品成本构成来看盐和煤（电、蒸汽）成本占比均在 35%左右，因此纯碱行业具备很强的资源属性，纯碱企业资源和能源自给率决定其成本竞争优势。

公司围绕降低成本，提高原盐自给率，投资建设青海 110 万吨纯碱项目，项目综合成本较本部降低 200 元/吨以上，成本优势明显。公司此次拟增发投资建设浓海水回项目，项目预计今年年底即能投产，预计能为公司提供 50-60 万吨原盐，制得原盐成本仅为 30-50 元/吨，节约原盐成本 1.5 亿元左右。我们认为，未来该两个项目具备可复制和扩张性，随着未来公司该两项目的推进，公司原盐自给率将大幅提升，公司纯碱产品的盈利能力及稳定性将大幅增强。

此外，集团大股东承诺在公司控股子公司盐化公司 100 万吨盐田技术改造工程建成后，将集团大清河盐化及相关资产注入盐化公司，也将提升公司原盐的自给率。

◆差别化粘胶短纤国内龙头，行业处于底部，等待景气向上

公司全资子公司兴达化纤拥有差别化粘胶短纤 16 万吨，远达化纤一起 8 万吨今年投产（实际产能可以达到 12 万吨），此次增发项目为远达化纤二期 16 万吨项目，预计将于明年投产，届时公司粘胶短纤产能将达到 44 万吨。公司粘胶纤维业务差别化率高，是国内差别化粘胶短纤龙头，产品质量和盈利能力明显高于同类企业。

近期由于棉花价格调整，导致原材料及产品价格快速下滑，但是根据我们对粘胶短纤盈利的动态跟踪，粘胶短纤和原材料棉短绒、烧碱的价差达到 11000 元/吨左右，而去年同期价差仅在 8000 元/吨，一旦三、四季度景气向上，公司粘胶短纤盈利能力和弹性巨大。

首次

买入

当前价格	10.44 元
目标价格	13.60 元
目标期限	6 个月

分析师：

王席鑫(执业书编号：S0930511020001)

021-22169077 wangxixin@ebcn.com

程磊(执业证书编号：S0930510120003)

021-22169165 chenglei@ebcn.com

张力扬(执业证书编号：S0930511010005)

021-22169167 zhangly@ebcn.com

联系人：

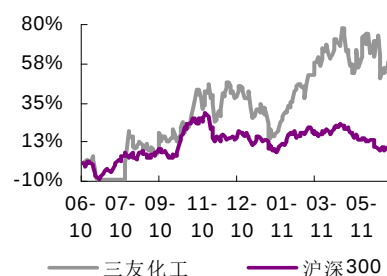
孙琦祥

021-22169163 sunqx@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,060
总市值(百万元)	11,062
流通比例(%)	88.63%
12 个月最高/最低(元)	11.69/5.68
近 3 月日均成交量(百万股)	22.64
主要股东	唐山三友碱业(集团)有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.64	19.48	59.50
绝对收益	-0.86	10.69	66.87

相关报告：

业绩预测和估值指标

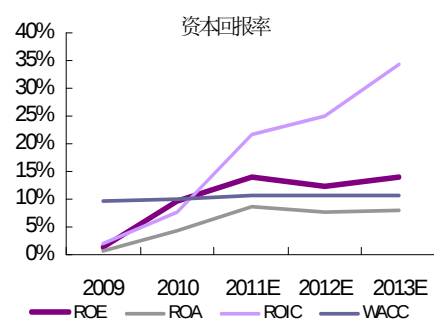
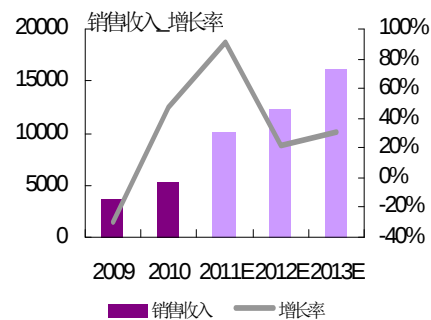
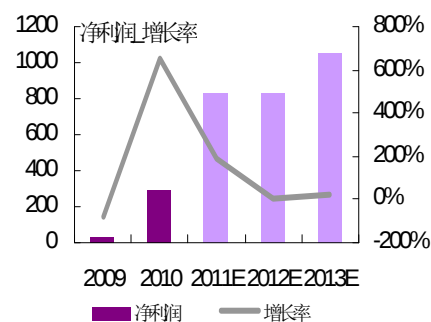
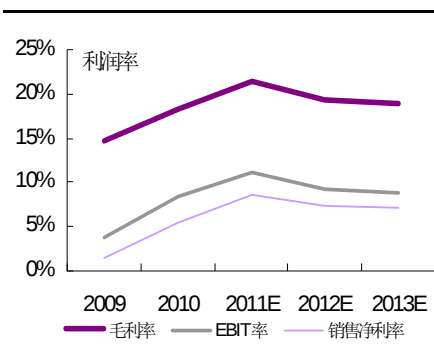
指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,588	5,305	10,160	12,367	16,199
营业收入增长率	-29.44%	47.87%	91.51%	21.73%	30.98%
净利润(百万元)	38	289	832	836	1,059
净利润增长率	-81.33%	650.70%	188.25%	0.44%	26.63%
EPS(元)	0.03	0.24	0.68	0.69	0.87
ROE(归属母公司)	1.45%	9.79%	13.85%	12.48%	13.94%
P/E	330	44	15	15	12

主营业务预测:

分类	预测期				
	项目	单位	2011E	2012E	2013E
纯碱	产能	(万吨)	210.00	210.00	320.00
	销量	(万吨)	189.00	189.00	256.00
	销售单价	(元/吨)	1,495.73	1,324.79	1,280.05
	收入	(万元)	282,692.31	250,384.62	327,692.31
	YOY	%	13.56	(11.43)	30.88
	单位成本	(元/吨)	1,105.20	1,040.03	997.24
	成本	(万元)	208,882.15	196,565.91	255,294.59
	销售毛利	(万元)	73,810.15	53,818.70	72,397.72
	销售毛利率	%	26.11	21.49	22.09
粘胶纤维	产能	(万吨)	28.00	44.00	44.00
	销量	(万吨)	20.00	28.00	38.00
	单价	(元/吨)	19,658.12	20,641.03	21,673.08
	收入	(万元)	393,162.39	577,948.72	823,576.92
	YOY	%	#DIV/0!	47.00	42.50
	单位成本	(元/吨)	16,709.40	17,544.87	18,422.12
	成本	(万元)	334,188.03	491,256.41	700,040.38
	销售毛利	(万元)	58,974.36	86,692.31	123,536.54
	销售毛利率	%	15.00	15.00	15.00
PVC	产能	(万吨)	30.00	40.00	40.00
	销量	(万吨)	30.00	35.00	40.00
	单价	(元/吨)	6,837.61	7,094.02	7,094.02
	收入	(万元)	205,128.21	248,290.60	283,760.68
	YOY	%	#DIV/0!	21.04	14.29
	单位成本	(元/吨)	6,495.73	6,739.32	6,739.32
	成本	(万元)	194,871.79	235,876.07	269,572.65
	销售毛利	(万元)	10,256.41	12,414.53	14,188.03
	销售毛利率	%	5.00	5.00	5.00
烧碱	产能	(万吨)	40.00	40.00	40.00
	销量	(万吨)	30.00	35.00	40.00

	单价	(元/吨)	1,950.00	2,000.00	2,000.00
	收入	(万元)	58,500.00	70,000.00	80,000.00
	YOY	%			
	单位成本	(元/吨)	1,209.00	1,240.00	1,240.00
	成本	(万元)	32175.00	38500.00	44000.00
	销售毛利	(万元)	26325.00	31500.00	36000.00
	销售毛利率	%	38.00	38.00	38.00
电力、蒸汽	收入	(万元)	55,823.00	55,823.00	55,823.00
	成本	(万元)	48824.00	48824.00	48824.00
	销售毛利	(万元)	6,999.00	6,999.00	6,999.00
	销售毛利率	%	12.54	12.54	12.54
氯化钙	产能	(万吨)	15.00	15.00	15.00
	销量	(万吨)	13.00	13.00	13.00
	单价	(元/吨)	1,124.55	1,180.78	1,239.82
	收入	(万元)	14,619.15	15,350.11	16,117.61
	YOY	%	8.94	5.00	5.00
	单位成本	(元/吨)	787.19	826.54	867.87
	成本	(万元)	8040.53	8442.56	8864.69
	销售毛利	(万元)	6578.62	6907.55	7252.93
	销售毛利率	%	30.00	30.00	30.00
有机硅	产能	(万吨)	4.50	4.50	4.50
	销量	(万吨)	3.50	4.00	4.50
	单价	(元/吨)	18,376.07	19,294.87	20,259.62
	收入	(万元)	64,316.24	77,179.49	91,168.27
	YOY	%	#DIV/0!	20.00	18.13
	单位成本	(元/吨)	16,354.70	16,979.49	17,828.46
	成本	(万元)	35373.93	42448.72	50142.55
	销售毛利	(万元)	28942.31	34730.77	41025.72
	销售毛利率	%	11.00	12.00	12.00
内部抵消	收入	(万元)	(58,275.00)	(58,275.00)	(58,275.00)
	成本	(万元)	(63,401.00)	(63,401.00)	(63,401.00)
	销售毛利	(万元)	5,126.00	5,126.00	5,126.00
合计	收入	(万元)	1,015,966.30	1,236,701.53	1,619,863.80
	YOY	%	91.51	21.73	30.98
	成本	(万元)	798,954.45	998,512.67	1,313,337.85
	销售毛利	(万元)	217,011.85	238,188.86	306,525.94
	销售毛利率	%	21.36	19.26	18.92

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3,588	5,305	10,160	12,367	16,199
营业成本	3,060	4,332	7,990	9,985	13,133
折旧和摊销	190	226	492	499	505
营业税费	15	26	51	62	81
销售费用	162	185	356	433	567
管理费用	216	316	610	742	972
财务费用	69	126	9	-13	-24
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	12	52	0	0	0
营业利润	78	372	1,131	1,155	1,462
利润总额	80	362	1,131	1,155	1,462
少数股东损益	13	6	50	65	82
归属母公司净利润	38.47	288.77	832.36	836.02	1,058.64

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	6,943	6,972	10,152	11,838	13,981
流动资产	1,924	1,703	5,427	7,563	10,180
货币资金	1,229	616	3,526	5,175	7,007
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	127	150	336	389	500
应收票据	169	397	576	736	1,032
其他应收款	7	5	15	18	21
存货	188	351	481	676	915
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	476	528	528	528	528
固定资产	3,169	4,142	3,787	3,405	2,985
无形资产	122	126	119	113	108
总负债	4,222	3,950	4,022	4,950	6,116
无息负债	1,718	1,860	3,513	4,441	5,606
有息负债	2,504	2,090	510	510	510
股东权益	2,721	3,022	6,129	6,888	7,865
股本	939	939	1,218	1,218	1,218
公积金	1,250	1,270	3,413	3,496	3,602
未分配利润	452	720	1,357	1,967	2,756
少数股东权益	65	71	121	186	268

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	39	71	2,278	1,827	2,002
净利润	38	289	832	836	1,059
折旧摊销	190	226	492	499	505
净营运资金增加	-251	507	-112	-109	194
其他	62	-952	1,065	601	245
投资活动产生现金流	-991	-135	-3	-50	-30
净资本支出	620	220	50	50	30
长期投资变化	476	528	0	0	0
其他资产变化	-2,086	-883	-53	-100	-60
融资活动现金流	1,125	-548	635	-129	-139
股本变化	0	0	278	0	0
债务净变化	1,256	-413	-1,581	0	0
无息负债变化	-147	141	1,653	928	1,166
净现金流	173	-613	2,910	1,648	1,833

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-29.44%	47.87%	91.51%	21.73%	30.98%
净利润增长率	-81.33%	650.70%	188.25%	0.44%	26.63%
EBITDA 增长率	-36.21%	106.94%	142.80%	0.53%	18.39%
EBIT 增长率	-60.00%	230.06%	155.65%	0.15%	25.96%
估值指标					
PE	330	44	15	15	12
PB	5	4	2	2	2
EV/EBITDA	35	17	7	6	4
EV/EBIT	83	26	10	9	6
EV/NOPLAT	130	32	12	11	8
EV/Sales	3	2	1	1	1
EV/IC	3	2	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	14.71%	18.34%	21.36%	19.26%	18.92%
EBITDA 率	9.06%	12.68%	16.07%	13.27%	12.00%
EBIT 率	3.77%	8.41%	11.22%	9.23%	8.88%
税前净利润率	2.22%	6.83%	11.13%	9.34%	9.03%
税后净利润率 (归属母公司)	1.07%	5.44%	8.19%	6.76%	6.54%
ROA	0.73%	4.23%	8.69%	7.61%	8.16%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.45%	9.79%	13.85%	12.48%	13.94%
经营性 ROIC	2.16%	7.69%	21.65%	25.09%	34.32%
偿债能力					
流动比率	0.78	0.69	1.56	1.71	1.82
速动比率	70.73%	54.91%	141.79%	155.95%	166.00%
归属母公司权益/有息债务	1.06	1.41	11.79	13.15	14.91
有形资产/有息债务	2.71	3.25	19.68	23.00	27.22
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.03	0.24	0.68	0.69	0.87
每股红利	0.00	0.09	0.12	0.13	0.23
每股经营现金流	0.03	0.06	1.87	1.50	1.64
每股自由现金流(FCFF)	-0.08	-0.11	1.20	1.19	1.16
每股净资产	2.18	2.42	4.93	5.50	6.24
每股销售收入	2.95	4.36	8.34	10.16	13.30

资料来源：光大证券、上市公司

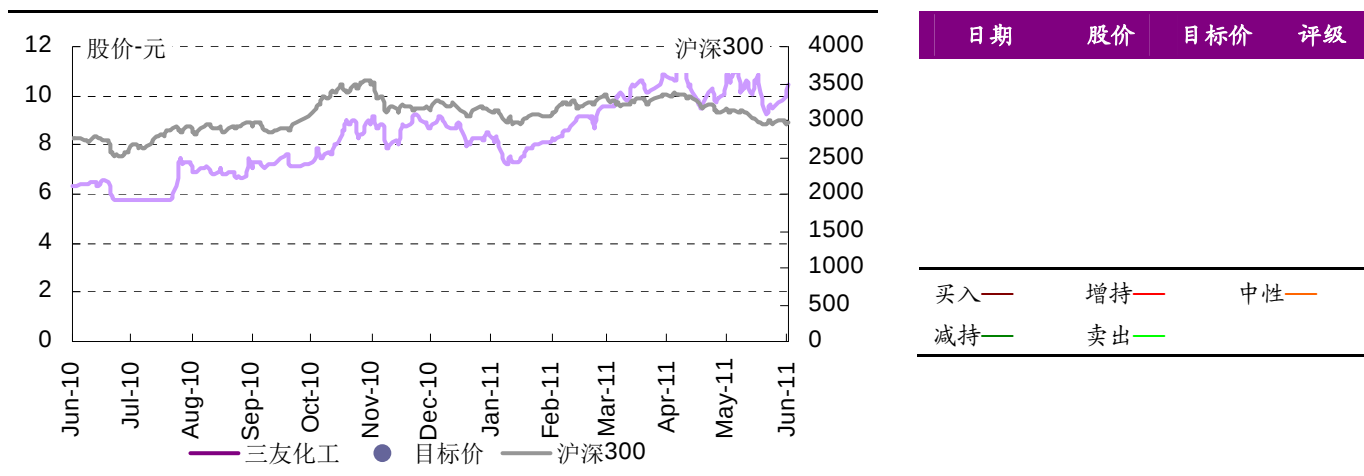
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

三友化工（600409）

分析师：王席鑫



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。