

纯碱

三友化工（600409）

推荐（维持）

两碱维持相对景气，粘胶反弹在即

## 市场数据

| 报告日期      | 2011-7-29 |
|-----------|-----------|
| 收盘价(元)    | 10.72     |
| 总股本(百万股)  | 1059.58   |
| 流通股本(百万股) | 939.14    |
| 总市值(百万元)  | 11358.70  |
| 流通市值(百万元) | 10067.54  |
| 净资产(百万元)  | 3751.71   |
| 总资产(百万元)  | 10561.64  |
| 每股净资产     | 3.54      |

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2010   | 2011E  | 2012E | 2013E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 5305   | 10691  | 11743 | 13402 |
| 同比增长(%)    | 47.9%  | 101.5% | 9.8%  | 14.1% |
| 净利润(百万元)   | 289    | 741    | 958   | 1241  |
| 同比增长(%)    | 650.7% | 156.7% | 29.2% | 29.5% |
| 毛利率(%)     | 18.3%  | 19.7%  | 21.3% | 22.9% |
| 净利率(%)     | 5.4%   | 6.9%   | 8.2%  | 9.3%  |
| 净资产收益率(%)  | 9.8%   | 20.7%  | 21.1% | 21.5% |
| 每股收益(元)    | 0.27   | 0.70   | 0.90  | 1.17  |
| 每股经营现金流(元) | 0.07   | 0.83   | 1.50  | 1.92  |

## 相关报告

《三友化工（600409）深度报告：景气复苏中的循环经济优势企业》2011-6-20  
《三友化工（600409）点评：以循环经济为基，节能减排为纲，传统产业仍大有可为》2011-3-15

## 投资要点

## 事件：

三友化工发布 2011 年半年报，报告期内实现营业总收入 50.85 亿元，同比增长 39.76%；营业利润 4.93 亿元，同比增长 263.54%；归属于上市公司股东的净利润 3.86 亿元，同比增长 252.18%。按 10.6 亿股的总股本计，实现每股收益 0.37 元，扣除非经常性损益后的每股收益 0.36 元，每股经营性净现金流量为 0.27 元。

公司通过董事会决议，同意公司向控股子公司三友盐化单方增资 7500 万元，增资完成后，三友盐化注册资本变更为 1 亿元，公司持股比例变为 95%，大清河盐化持股比例变为 5%。确定三友盐化购买大清河盐化经营性净资产的价格约为 7600 万元。同时三友盐化按每生产 1 吨原盐提取 8.44 元的费用，作为大清河盐化的合作收益。

## 点评：

公司公告的上半年盈利与业绩快报一致，与我们此前的预期完全相符。

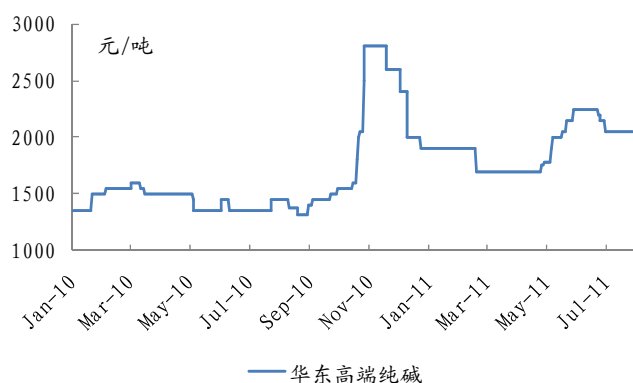
- **主营收入增长源于各产品价格上涨。**在原材料及人力成本上升的影响下，报告期内公司各个产品的价格同比都出现一定幅度的上涨，从而推动主营业务收入增长 39.76%。其中纯碱业务收入同比增长 58.12%，烧碱业务收入同比增长 70.50%，PVC 收入同比增长 18.64%，粘胶短纤业务收入同比增长 12.71%，有机硅业务新增收入 1.28 亿元。

分析师 毛伟  
021-3856 5792  
maowei@xyzq.com.cn  
SAC:S0190511010003

分析师 郑方铤  
021-3856 5927  
zhengfb@xyzq.com.cn  
SAC:S0190510120005

● **两碱行业景气推升盈利增长。**公司上半年盈利大幅增长主要是烧碱及纯碱行业上半年景气度较高。受益于日本地震后烧碱出口需求的增加，以及中东部地区电力紧缺影响区域内氯碱企业开工率，上半年中东部地区烧碱价格持续上涨，公司上半年烧碱营业利润率达到 43.21%，同比增加 20.07 个百分点。在下游玻璃行业需求增长的拉动下，二季度后纯碱价格进入快速上行通道。由于纯碱在公司业务收入占比超过 1/3，因此纯碱景气度提升对公司盈利贡献较大。上半年纯碱营业利润率达到 27.04%，同比增加 12.05 个百分点。

图 1 华东重质纯碱价格



资料来源：百川资讯、兴业证券研究所

图 2 国内粘胶短纤价格



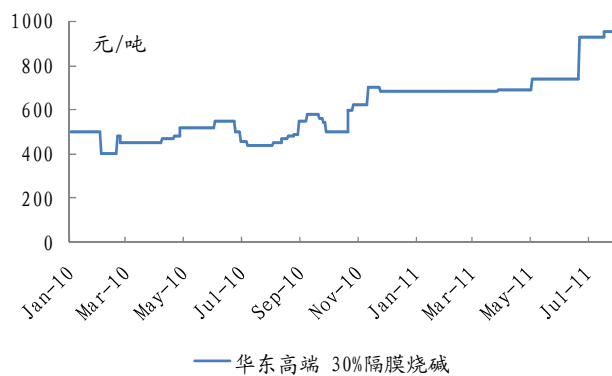
资料来源：百川资讯、兴业证券研究所

图 3 PVC 价格



资料来源：百川资讯、兴业证券研究所

图 4 烧碱价格



资料来源：百川资讯、兴业证券研究所

● **预计下半年两碱仍将维持相对景气，粘胶短纤盈利将反弹。**虽然随着日本国内工业的逐步恢复，烧碱出口环比逐月回落，但中东部电力紧缺仍在持续，氧化铝行业景气度高，需求旺盛，因此我们预计东部地区烧碱价格较上半年环比会略有下降，但仍将维持相对高位。

预计纯碱价格三季度仍将维持相对景气。下游玻璃行业虽盈利能力下滑，但前期投资的新线仍持续投产，对纯碱需求旺盛；同时夏季中东部地区对工业企业限电对于产能多数集中在东部的纯碱企业而言，生产负荷将受到一定影响；因此与 2 季度相比，纯碱供求结构无明显变化。而随着前期行业内青海

某企业消化库存的影响逐步消除，目前纯碱价格已趋于稳定，预计三季度纯碱价格将能够保持相对景气。

粘胶短纤行业已度过最坏时期，下半年行业盈利反弹确定性高。在 2 季度经历原材料及产品价格大幅下跌后，目前粘胶短纤价格已基本进入底部区域。近期短纤环比销量已有所增加，预计随着 8-9 月份行业旺季的逐步到来，粘胶短纤行业的景气度将有所提升。在高价库存基本消化后，按目前价差，企业已能盈利，因此预计下半年公司粘胶短纤业务盈利比上半年将有较大幅度增长。

● **收购大清河盐矿符合公司向资源延伸的发展战略。**公司公告向控股子公司增资，并通过控股子公司收购大清河盐矿。大清河盐矿拥有原盐年生产能力 55 万吨，洗涤盐 30 万吨，真空再制盐 10 万吨，氯化镁 3 万吨，氯化钾 3000 吨，溴素 300 吨。大清河盐矿的收购既能够让公司实现部分原盐自供，也解决了关联交易问题；同时这也是公司发展战略的落实。除大清河盐矿外，公司所投资的青海五彩碱业项目以及海水淡化综合利用项目也都体现了公司占领优势资源的战略。随着资源控制量的逐步增加，公司的竞争优势将进一步增强。

● **维持“推荐”的投资评级。**暂不考虑增发因素，我们维持对公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.70 元、0.90 元、1.17 元的盈利预测。公司是国内从事粘胶短纤、纯碱、氯碱生产的龙头企业，技术能力和管理能力突出。公司在传统行业也注重新产品的开发，在成功开发莫代尔纤维，SG-7 型 PVC 树脂后，未来将推进莫代尔纤维规模化，并重点研发甲基硅树脂、无机阻燃纤维、SG-2 型 PVC 树脂等高附加值新产品，提升盈利能力。此外公司增发正在稳步推进中，增发投资项目及青海五彩碱业项目投产后，公司整体实力将进一步增强，我们维持“推荐”的投资评级。

## 附表

## 资产负债表

| 单位: 百万元        | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1703 | 3877  | 4097  | 5709  |
| 货币资金           | 616  | 1583  | 1671  | 2930  |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 150  | 363   | 403   | 441   |
| 其他应收款          | 5    | 32    | 23    | 27    |
| 存货             | 351  | 563   | 569   | 697   |
| <b>非流动资产</b>   | 5269 | 6278  | 7257  | 7454  |
| 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 | 5132  | 6912  | 7180  |
| 在建工程           | 370  | 906   | 120   | 49    |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 126  | 124   | 122   | 120   |
| <b>资产总计</b>    | 6972 | 10155 | 11354 | 13163 |
| <b>流动负债</b>    | 2463 | 4041  | 4245  | 4739  |
| 短期借款           | 280  | 1000  | 1000  | 1000  |
| 应付票据           | 397  | 429   | 462   | 517   |
| 应付账款           | 1161 | 2112  | 2270  | 2698  |
| 其他             | 624  | 500   | 513   | 524   |
| <b>非流动负债</b>   | 1487 | 2456  | 2457  | 2458  |
| 长期借款           | 510  | 1481  | 1481  | 1481  |
| 其他             | 978  | 975   | 976   | 977   |
| <b>负债合计</b>    | 3950 | 6497  | 6702  | 7197  |
| 股本             | 939  | 1060  | 1060  | 1060  |
| 资本公积           | 1124 | 1004  | 1004  | 1004  |
| 未分配利润          | 720  | 1312  | 2222  | 3400  |
| 少数股东权益         | 71   | 79    | 115   | 188   |
| <b>股东权益合计</b>  | 3022 | 3658  | 4652  | 5965  |
| <b>负债及权益合计</b> | 6972 | 10155 | 11354 | 13163 |

## 现金流量表

| 单位: 百万元           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 289  | 741   | 958   | 1241  |
| 折旧和摊销             | 226  | 231   | 293   | 366   |
| 资产减值准备            | -56  | 75    | 13    | 7     |
| 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  | 171   | 207   | 195   |
| 投资损失              | -52  | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 6    | 9     | 39    | 85    |
| 营运资金的变动           | 194  | 332   | -67   | -139  |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 335  | 880   | 1591  | 2031  |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -191 | -790  | -1310 | -560  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -539 | 878   | -192  | -213  |
| 现金净变动             | -395 | 967   | 88    | 1258  |
| 现金的期初余额           | 1229 | 616   | 1583  | 1671  |
| 现金的期末余额           | 833  | 1583  | 1671  | 2930  |

## 利润表

| 单位: 百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 5305 | 10691 | 11743 | 13402 |
| 营业成本            | 4332 | 8584  | 9238  | 10334 |
| 营业税金及附加         | 26   | 48    | 53    | 60    |
| 销售费用            | 185  | 353   | 388   | 442   |
| 管理费用            | 316  | 535   | 528   | 603   |
| 财务费用            | 126  | 171   | 207   | 195   |
| 资产减值损失          | -0   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 52   | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 372  | 1000  | 1329  | 1767  |
| 营业外收入           | 7    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 16   | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 362  | 1000  | 1329  | 1767  |
| 所得税             | 68   | 250   | 332   | 442   |
| 净利润             | 295  | 750   | 997   | 1325  |
| 少数股东损益          | 6    | 9     | 39    | 85    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 289  | 741   | 958   | 1241  |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.27 | 0.70  | 0.90  | 1.17  |

## 主要财务比率

|                | 2010  | 2011E  | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |        |       |       |
| 营业收入增长率        | 47.9% | 101.5% | 9.8%  | 14.1% |
| 营业利润增长率        | 378.5 | 168.6% | 32.8% | 33.0% |
| 净利润增长率         | 650.7 | 156.7% | 29.2% | 29.5% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |        |       |       |
| 毛利率            | 18.3% | 19.7%  | 21.3% | 22.9% |
| 净利率            | 5.4%  | 6.9%   | 8.2%  | 9.3%  |
| ROE            | 9.8%  | 20.7%  | 21.1% | 21.5% |

## 偿债能力(%)

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 56.7% | 64.0% | 59.0% | 54.7% |
| 流动比率  | 0.69  | 0.96  | 0.97  | 1.20  |
| 速动比率  | 0.55  | 0.82  | 0.83  | 1.06  |

## 营运能力(次)

|         |       |       |       |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 资产周转率   | 0.76  | 1.25  | 1.09  | 1.09  |
| 应收帐款周转率 | 32.00 | 38.61 | 28.13 | 29.47 |

## 每股资料(元)

|        |      |      |      |      |
|--------|------|------|------|------|
| 每股收益   | 0.27 | 0.70 | 0.90 | 1.17 |
| 每股经营现金 | 0.07 | 0.83 | 1.50 | 1.92 |
| 每股净资产  | 2.78 | 3.38 | 4.28 | 5.45 |

## 估值比率(倍)

|    |       |       |       |      |
|----|-------|-------|-------|------|
| PE | 40.29 | 15.69 | 12.15 | 9.38 |
| PB | 3.94  | 3.25  | 2.56  | 2.01 |

## 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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyjq.com.cn](http://www.xyjq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

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

## 定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。