

三友化工 (600409.sh)

业绩稳定性高，未来发展值得期待

王剑雨 分析师

电话: 020-87555888-8635

eMail: wjy3@gf.com.cn

执业编号: S0260511080001

曹勇 分析师

电话: 020-87555888-8833

eMail: cy25@gf.com.cn

执业编号: S0260511080003

事件:

三友化工 2011 年三季报显示, 1-9 月公司共实现营业收入 77.14 亿元, 同比增长 35.34%, 其中第三季实现营业收入 26.46 亿元, 同比增长 34.58%。1-9 月实现营业利润 7.52 亿元, 同比增长 242.15%, 其中第三季度实现营业利润 2.59 亿元, 同比增长 207.68%。1-9 月实现净利润 5.85 亿元, 同比增长 207.37%, 其中第三季度实现净利润 1.92 亿元, 同比增长 148.11%。1-9 月实现归属于母公司所有者的净利润为 5.76 亿元, 同比增长 210.07%, 其中第三季度实现归属于母公司所有者的净利润为 1.90 亿元, 同比增长 149.53%。前三季度公司基本每股收益 0.55 元, 同比增长 210.07%, 其中第三季度实现每股收益 0.18 元, 同比增长 124.00%。(根据最新股本 10.6 亿股份计算)

点评:

(一) 公司第三季度经营业绩稳定

1、公司 2011 年第三季度营业利润、净利润、归属于母公司所有者的净利润增速同 2011 年前三季度增速下滑了大约 30-60 个百分点, 主要系公司 2010 年第三季度的基数要高于 2010 年第一季度和第二季度;

2、公司今年 3 月份进行了资产重组, 注入了控股股东的粘胶短纤资产, 因此公司今年前三季度的经营情况具有可比性。公司今年第一、第二和第三季度分别实现营业收入 25.10 亿、25.57 亿和 26.46 亿元, 收入呈稳定增长态势; 第一、二、三季度毛利率分别为 18.8%、20.8%和 21.3%, 毛利率略有提升; 第一、二、三季度归属于母公司的净利润分别为 1.78 亿、2.08 亿和 1.90 亿, 受三费、税收等因素影响, 第三季度归属母公司股东的净利润相比第二季度有所下滑。总体而言, 公司的经营情况较为稳定。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3587.57	5304.92	10949.56	12807.96	17083.96
增长率(%)	-29.44%	47.87%	106.40%	16.97%	33.39%
EBITDA(百万元)	323.48	672.44	1501.23	1736.87	2288.78
净利润(百万元)	38.47	288.77	710.89	813.26	1207.60
增长率(%)	-81.33%	650.70%	146.18%	14.40%	48.49%
每股收益(元)	0.04	0.31	0.67	0.77	1.14
市盈率	210.45	26.86	13.10	11.45	7.71
市净率	3.07	2.65	2.18	1.83	1.48
EV/EBITDA	28.97	13.73	5.91	5.29	3.06

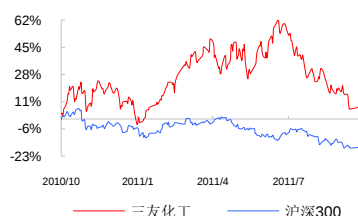
数据来源: 唐山三友化工股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	8.79 元
合理价值	10.07 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	0.11	-25.19	18.30
沪深 300	-2.90	-14.83	-17.69

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1060/939

主要股东:

唐山三友碱业(集团)有限公司

主要股东持股比例 46.19%

流通 A 股比例 88.58%

财务比率

ROE	9.79%
ROA	4.15%
资产负债率	56.65%

2010 年报数据

（二）原盐资产注入促使纯碱景气有望延续，

根据公司披露的母公司（主要业务为纯碱的生产、销售）报表，公司纯碱的毛利率水平从第二季度的30%上升至第三季度的36%，主要受益于今年7-8月份，纯碱价格的优异表现。

公司单方面向子公司三友盐化增资7500万元，增资后持有三友盐化95%的股权，大清河盐场持股比例变为5%，三友盐化再以7600万元收购大清河盐化的原盐资产。注入控股股东的原盐资产，一方面将减少内部关联交易规模；另一方面有利于进一步提升公司的纯碱和烧碱的毛利率水平。

我们认为当前纯碱价格相比7月份高点虽有所回落，但是仍然维持在2000左右的价格水平。公司通过注入原盐资产将继续保障纯碱和烧碱业务维持较高的盈利水平。

（三）粘胶短纤景气缓慢上行，莫代尔纤维优化公司产品结构

目前，公司拥有24万吨的粘胶短纤产能，是国内最大的粘胶短纤供应商之一。粘胶短纤经过年初以来的大幅调整，产品价格已处于底部，并自7月份以来，受秋冬需求旺季的带动，产品价格缓慢上行，盈利水平得到一定程度的改善。

此外，三友化工新产品莫代尔纤维通过中国纺织工业协会的鉴定，结论为：三友莫代尔产品质量符合国际化学纤维标准化局（简称BISFA，成立于1928年，是人造纤维生产厂商的国际联合组织，其主要任务是制定各种人造纤维交易时的技术规则）中的莫代尔纤维标准要求。该产品丰富了公司纤维业务产品种类，优化了产品结构，将对公司的未来发展产生积极的影响。

（四）氯碱业务受PVC价格下滑拖累，有机硅仍然处于底部

公司拥有30万吨烧碱和30万吨PVC产能，尽管烧碱价格维持在高位，继续维持较高的景气，但是PVC受下游需求不振影响，产品价格不断下滑，带动产品盈利水平不断下降。而有机硅产品产能过剩严重，下游需求不旺，价格不断下滑，受成本制约，价格已难以进一步下滑，有机硅业务处于底部。

（五）在建与募投项目推动公司进一步发展

目前，公司主要在建项目：青海五彩碱业有限公司110万吨纯碱项目，公司占五彩碱业51%的股权，该项目纯碱成本仅为600元左右，盈利前景看好。此外，公司计划通过非公开增发募集资金投入以下四个项目：（1）16万吨差别化粘胶短纤扩建项目；（2）浓海水综合利用项目，项目效应相当于产盐52万吨和900万吨水；（3）氯碱扩建项目（10万吨PVC和10万吨烧碱）；（4）节能改造项目，效应相当于产盐11万吨，冷凝水101万立方米，纯碱430吨。上述四个项目都已处于建设阶段，项目分别在今明两年投产，将进一步提升公司的规模效应和资源利用率，同时提高公司的盈利水平。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.67元、0.77元和1.14元，公司未来两年营业收入复合增长率达到25%，净利润复合增长率达到30%。公司主营业务包括纯碱、粘胶短纤、氯碱、有机硅等，可以有效规避单个行业周期性波动对公司业绩的影响，同时公司在纯碱、粘胶等业务具备显著的规模优势。我们参照申万纯碱、

化纤等行业的估值，给予公司2011年15倍估值，公司的合理价值为10.07元。

风险提示

- 1、房地产、汽车等行业需求增速大幅下滑导致纯碱需求大幅下滑；
- 2、纺织品产量大幅下滑导致对粘胶的需求大幅下降。

资产负债表

单位：百万元

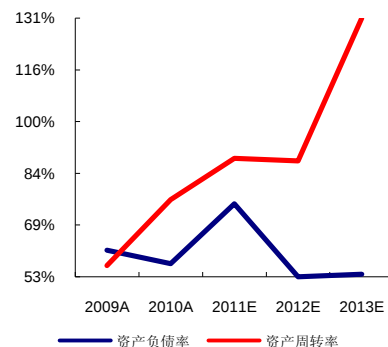
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,924	1,703	11,385	4,004	6,994
货币资金	1,229	616	9,312	1,596	3,773
应收及预付	507	736	1,525	1,771	2,377
存货	188	351	547	637	844
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	5,020	5,269	6,327	7,379	7,654
长期股权投资	476	528	528	528	528
固定资产	3,172	4,143	5,297	6,414	6,801
在建工程	1,156	370	295	192	57
无形资产	124	128	159	197	220
其他长期资产	92	101	47	47	47
资产总计	6,943	6,972	17,712	11,382	14,647
流动负债	2,454	2,463	11,790	4,540	6,384
短期借款	574	280	7,414	0	0
应付及预收	1,690	1,833	4,376	4,540	6,384
其他流动负债	190	350	0	0	0
非流动负债	1,768	1,487	1,463	1,463	1,463
长期借款	792	510	510	510	510
应付债券	951	953	953	953	953
其他非流动负债	26	24	0	0	0
负债合计	4,222	3,950	13,253	6,003	7,847
股本	939	939	1,060	1,060	1,060
资本公积	1,123	1,124	1,761	1,761	1,761
留存收益	578	867	1,450	2,264	3,471
归属母公司股东权益	2,640	2,930	4,271	5,084	6,292
少数股东权益	65	71	167	275	488
负债和股东权益	6,928	6,951	17,691	11,362	14,627

利润表

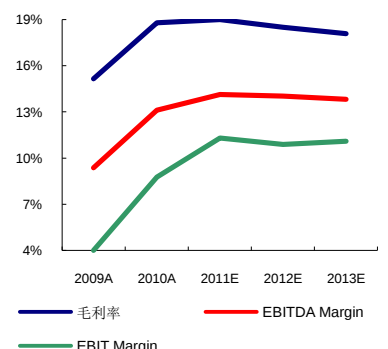
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3588	5305	10950	12808	17084
营业成本	3060	4332	8927	10497	14074
营业税金及附加	15	26	51	61	80
销售费用	162	185	287	336	393
管理费用	216	316	488	571	718
财务费用	69	126	151	151	-53
资产减值损失	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	52	27	30	36
营业利润	78	372	1072	1222	1909
营业外收入	6	7	10	7	8
营业外支出	4	16	7	9	11
利润总额	80	362	1075	1220	1906
所得税	29	68	269	299	486
净利润	51	295	806	921	1421
少数股东损益	13	6	95	108	213
归属母公司净利润	38	289	710.89	813.26	1207.60
EBITDA	323	672	1501.23	1736.87	2288.78
EPS (元)	0.04	0.31	0.671	0.768	1.140

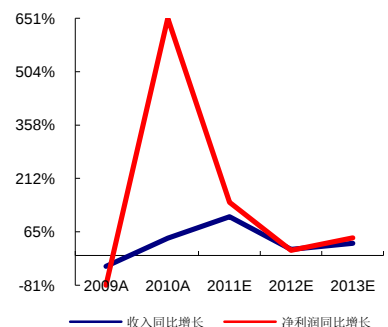
资产负债率趋势



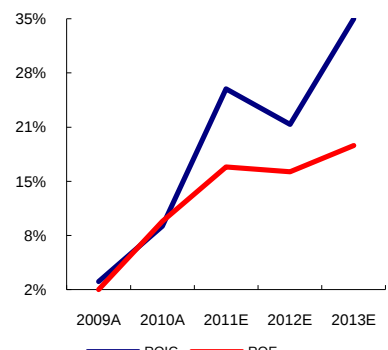
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

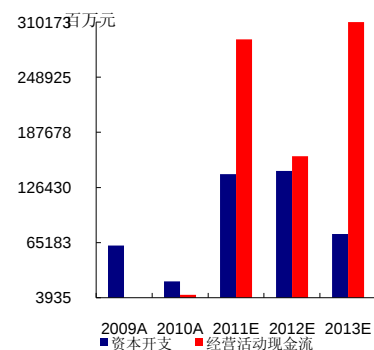
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	39	71	2,813	1,502	2,889
净利润	51	295	806	921	1,421
折旧摊销	190	226	305	394	469
营运资金变动	-272	-519	1,428	-44	1,032
其它	71	69	274	231	-33
投资活动现金流	-991	-135	-1,386	-1,418	-711
资本支出	-620	-220	-1,413	-1,448	-747
投资变动	-378	0	27	30	36
其他	8	84	0	0	0
筹资活动现金流	1,125	-548	7,269	-7,801	0
银行借款	1,115	395	7,134	-7,414	0
债券融资	151	-812	-372	0	0
股权融资	0	0	758	0	0
其他	-141	-132	-250	-387	0
现金净增加额	173	-613	8,696	-7,716	2,177
期初现金余额	1,055	1,229	616	9,312	1,596
期末现金余额	1,229	616	9,312	1,596	3,773

主要财务比率

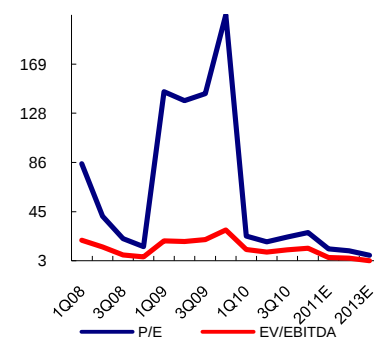
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-29.4%	47.9%	106.4%	17.0%	33.4%
营业利润	-72.7%	378.5%	187.9%	14.0%	56.2%
归属于母公司净利润	-81.3%	650.7%	146.18%	14.40%	48.49%
获利能力					
毛利率	14.7%	18.3%	18.5%	18.0%	17.6%
净利率	1.4%	5.6%	7.4%	7.2%	8.3%
ROE	1.5%	9.9%	16.6%	16.0%	19.2%
ROIC	2.5%	9.3%	26.2%	21.8%	34.8%
偿债能力					
资产负债率	60.9%	56.8%	74.9%	52.8%	53.6%
净负债比率	47.1%	49.1%	-9.8%	-2.5%	-34.1%
流动比率	0.78	0.69	0.97	0.88	1.10
速动比率	0.62	0.47	0.88	0.63	0.85
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.76	0.89	0.88	1.31
应收账款周转率	26.09	38.24	31.02	34.25	32.55
存货周转率	17.81	16.07	16.90	16.47	16.68
每股指标 (元)					
每股收益	0.04	0.31	0.671	0.768	1.140
每股经营现金流	0.04	0.08	2.66	1.42	2.73
每股净资产	2.81	3.12	4.03	4.80	5.94
估值比率					
P/E	210.5	26.9	13.10	11.45	7.71
P/B	3.1	2.6	2.18	1.83	1.48
EV/EBITDA	29.0	13.7	5.91	5.29	3.06

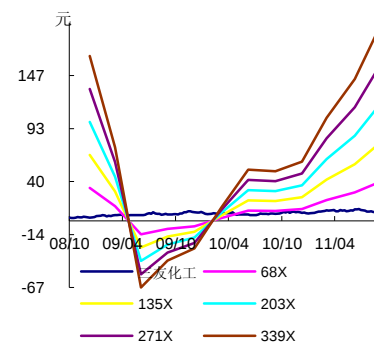
资本支出与经营活动现金流



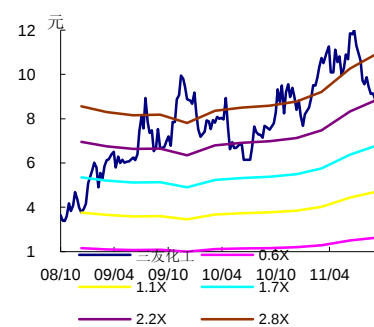
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发化工行业研究小组

王剑雨，分析师，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。

曹勇，分析师，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。

蔡红辉，研究助理，浙江大学产业经济学硕士，曾先后工作于中国化工集团晨光化工研究院，爱敬（中国）涂料有限公司。2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：chh@gf.com.cn，020-87555888-8698。

相关研究报告

成本优势与两碱景气助推盈利提升：

蔡红辉

2011-06-29

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy)： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold)： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell)： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。