

纯碱

三友化工（600409）

推荐（维持）

莫代尔通过鉴定，三季度延续良好盈利

市场数据

报告日期	2011-10-18
收盘价(元)	8.63
总股本(百万股)	1059.58
流通股本(百万股)	939.14
总市值(百万元)	9144.18
流通市值(百万元)	8104.74
净资产(百万元)	4027.60
总资产(百万元)	12438.60
每股净资产	3.80

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）：两碱维持相对景气，粘胶反弹在即》2011-7-29

《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 年三季报，报告期内实现营业总收入 77.14 亿元，同比增长 35.34%；营业利润 7.53 亿元，同比增长 242.15%；归属于母公司所有者净利润 5.76 亿元，同比增长 210.07%。按 10.6 亿股的总股本计，实现每股收益 0.55 元，扣除非经常性损益后的每股收益 0.54 元，每股经营性净现金流量为 0.6 元。

公司公告 10 月 11-12 日，中国纺织工业协会对公司全资子公司兴达化纤自主研发的莫代尔纤维进行了技术和产品鉴定。结论为：该产品各项技术指标符合企业标准（Q/TXH 08-2011），产品质量符合国际化学纤维标准化局中的莫代尔纤维标准要求，鉴定委员会一致认为该技术和产品达到国际先进水平，同意通过鉴定。并出具了“高强高湿模量再生纤维素纤维”生产技术和“三友莫代尔纤维新产品”鉴定报告。

点评：

公司公告的三季度盈利与我们此前的预期完全相符。

- **三季度延续良好盈利。**尽管宏观经济整体趋弱，但由于三季度纯碱价格维持相对高位，粘胶短纤行业逐步摆脱上半年的低迷，经营趋向稳定，因此公司三季度业绩仍持续向好，单季度盈利 0.18 元。我们预计未来虽然由于房地产调控效应的显现，玻璃需求萎缩拖累纯碱景气度可能会有所下滑，但公司粘胶短纤业务盈利将逐步回升，且公司各产品间的物料循环以及一体化程度的提升，都将保证公司未来盈利的稳定增长。

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

- **成为首家内资莫代尔纤维生产企业。**公司全资子公司兴达化纤是国内粘胶短纤的龙头企业；粘胶短纤产品 70%左右的差别化率领先国内同行，盈利也超越行业平均水平。而此次公司独立研发的莫代尔纤维通过鉴定标志着公司成为国内首家有能力生产莫代尔纤维的粘胶短纤企业。目前莫代尔纤维在全球范围内以奥地利兰精公司生产为主；作为高端民用高性能纤维的代表品种，莫代尔相比较普通粘胶短纤，具有较强而稳定的盈利能力。因此预计公司莫代尔纤维实现批量生产后将大幅提升公司粘胶业务板块的利润空间。
- **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。公司已初步形成了以盐化工和粘胶短纤产业为主，多循环产业链配套的良性发展格局。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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	6972	10155	11354	13163
流动负债	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
非流动负债	1487	2456	2457	2458
长期借款	510	1481	1481	1481
其他	978	975	976	977
负债合计	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
股东权益合计	3022	3658	4652	5965
负债及权益合计	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
经营活动产生现金流量	335	880	1591	2031
投资活动产生现金流量	-191	-790	-1310	-560
融资活动产生现金流量	-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
营业收入	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
营业利润	372	1000	1329	1767
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	16	0	0	0
利润总额	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
归属母公司净利润	289	741	958	1241
EPS (元)	0.27	0.70	0.90	1.17

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
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%
盈利能力(%)				
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 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。