

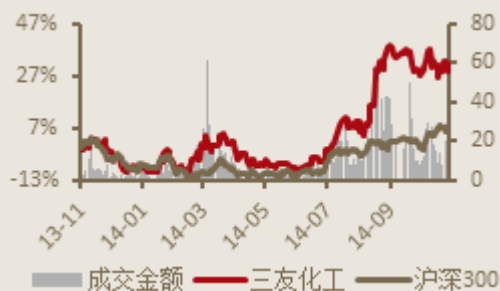
方正证券研究所证券研究报告

化工行业首席分析师：程磊
 执业证书编号：S1220514060007
 TEL：021-68386266
 E-mail：chenglei@foundersc.com

化工行业高级分析师：周铮
 执业证书编号：S1220514070003
 TEL：010-68585975
 E-mail：zhouzheng0@foundersc.com

联系人：吴钊华
 TEL：021-68386236
 Email：wuzhaohua@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入	11787	12235	13789	15926
(+/-)	12.43%	3.80%	12.70%	15.50%
净利润	445.17	585.65	900.47	1208.05
(+/-)	291.82%	31.56%	53.75%	34.16%
EPS(元)	0.24	0.32	0.49	0.65
P/E	18.77	19.72	12.82	9.56

相关研究

进军新能源车是最大看点

传统业务有望好转，进军新能源车为市值催化最大亮点

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

三友化工(600409)

公司调研简报
 2014.11.24 强烈推荐

化学原料行业

事件：

近日我们调研了三友化工，与高管交流了公司经营现状和未来发展方向。

主要观点：

1、依托钛酸锂电池核心技术，银隆已打通新能源车全产业链

银隆新能源掌握钛酸锂核心技术，工艺可达到纳米级球状结构，比表面积大能快速充电（10-15 分钟充满），另外银隆钛锂电池循环寿命突破 2.5 万次且零下 40-60 度亦可放电。

依托全球领先的钛酸锂电池核心技术，银隆已打通电池-电机-电控-客车全产业链，其中上游全部用来配套生产客车。目前银隆整车产能为 1 万辆：珠海 3000、安徽 5000、河北邯郸 2000，另外石家庄 5000-6000 辆预计年底投产。

2、银隆即将迎来爆发式增长，公司与其战略合作未来空间巨大

今年银隆新能源在手订单为 1700 辆：珠海 500、石家庄 900、邯郸 200，还有湛江、北京等。北京示范车效果很好，对开拓其他地区的市场有重要意义。目前银隆新能源已有明年意向订单 5000-6000 辆，假设按 150 万/辆的均价测算，预计银隆新能源明年收入能达到 90 亿，考虑到新能源车的爆发式增长，不排除公司电动客车销量及盈利贡献将超出我们的预期。电动车具有能耗低的优势，另外国家逐步推进公交车电价优惠，因此油价即使低位运行对其影响小。

公司战略投资银隆新能源，目前 2 亿债权投资已完成，未来在 21% 股权比例范围内可以对银隆拟上市主体自主决定股权投资比例。随着双方合作的持续推进，未来公司有望获取大额投资收益，并在自身产业转型升级方面具有丰富想象空间。

3、公司粘胶业务扭亏为盈，差异化产品及新产品有望带来惊喜

历经过去 3 年低迷期，粘胶行业供需格局正逐步改善，未来拐点向上空间巨大。公司现有粘胶短纤产能为 50 万吨/年，差异化高附加值品种较多。作为国内综合优势（技术及差异化、规模、成本等）最为突出的粘胶企业，预计公司普通粘胶比同行高约 200 元/吨，高端的高约 500 元/吨。公司粘胶业务上半年亏损 3145 万，而得益于差异化产品量价齐升，预计 3 季度

粘胶业务盈利约 6000 万，4 季度有望与 3 季度持平甚至更好。

公司研发实力在业内领先，比如 8 月底推出的两款彩色纤维新产品填补了国内该领域的空白。高端差异化品种盈利能力较强，在下游需求带动下，差异化产品对业绩的贡献将愈发明显。另外我们预计公司还将不断推出其他新的高附加值产品，给市场带来惊喜。

4、盐业改革也有看点

工信部正制订盐业体制改革方案，废除专营是总方向。未来随着盐业体制改革目标市场定位于京津冀和东三省，市场容量约在 150 万吨。公司下属的永大食盐（股权比例 52.14%）是河北唯一一家生产真空制盐的国家级食盐定点生产企业，精制盐设计产能 10 万吨/年，实际产能可达 13 万吨/年。盐业改革将推动渠道和定价放开，公司也将充分受益。

5、维持“强烈推荐”评级

我们预计公司 2014-2016 年业绩为 0.32、0.49、0.65 元/股，考虑到公司在新能源车领域潜力巨大，而传统的粘胶业务有望在高端差异化产品的推动下盈利能力逐步回升，纯碱业务底部向上空间巨大，我们维持对公司的“强烈推荐”的评级。

风险提示：与银隆合作进展低预期、粘胶行业维持底部运行

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4896.12	6491.74	6847.75	7750.68	经营活动现金流	-428.27	644.96	2444.91	2654.01
现金	1404.47	1388.74	1585.90	1845.69	净利润	448.91	586.72	900.63	1209.71
应收账款	355.14	550.56	620.49	477.77	折旧摊销	605.29	1170.29	1141.86	1216.04
其它应收款	31.35	23.03	42.63	28.15	财务费用	414.40	313.91	310.54	312.31
预付账款	354.08	1458.48	511.32	1479.41	投资损失	-0.39	-0.50	-200.50	-380.50
存货	1211.00	1235.71	1605.47	1530.79	营运资金变动	-497.44	-1420.70	297.32	291.56
其他	1540.08	1835.21	2481.94	2388.87	其它	-1399.04	-4.76	-4.95	4.88
非流动资产	13897.29	13330.30	14202.21	15810.88	投资活动现金流	-855.69	-598.36	-1808.27	-2449.02
长期投资	0.00	0.00	200.00	580.00	资本支出	1689.88	-482.48	615.65	1240.00
固定资产	10496.81	10219.62	10868.97	11957.55	长期投资	10.10	-6.72	201.11	381.50
无形资产	772.71	784.87	868.82	986.31	其他	844.29	-1087.57	-991.51	-827.52
其他	214.06	205.78	211.89	208.59	筹资活动现金流	1506.76	-1491.52	-1104.85	-991.86
资产总计	18793.41	19822.04	21049.96	23561.56	短期借款	1260.04	-195.32	0.00	0.00
流动负债	7691.88	9476.71	10643.08	12707.07	长期借款	580.08	-1118.67	-753.53	-647.16
短期借款	4395.32	5629.19	6294.56	7341.22	其他	-333.36	-177.53	-351.32	-344.69
应付账款	2185.36	1933.68	2585.60	3083.99	现金净增加额	222.79	-1444.92	-468.22	-786.87
其他	1111.20	1913.85	1762.92	2281.86					
非流动负债	4939.09	3744.20	3040.81	2385.63	主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
长期借款	4664.17	3545.50	2791.97	2144.81	成长能力				
其他	274.92	198.70	248.84	240.82	营业收入	12.43%	3.80%	12.70%	15.50%
负债合计	12630.97	13220.91	13683.89	15092.70	营业利润	260.06%	52.23%	54.47%	34.92%
少数股东权益	467.93	468.99	469.16	470.82	归属母公司净利润	291.82%	31.56%	53.75%	34.16%
归属母公司股东权益	5694.51	6132.13	6896.90	7998.05	获利能力				
负债和股东权益	18793.41	19822.04	21049.96	23561.56	毛利率	18.03%	19.20%	19.70%	19.90%
					净利率	3.81%	4.80%	6.53%	7.60%
					ROE	7.48%	9.18%	12.89%	15.26%
					ROIC	5.74%	5.36%	7.05%	8.19%
					偿债能力				
					资产负债率	67.21%	66.70%	65.01%	64.06%
					净负债比率	156.30%	153.12%	136.63%	124.53%
					流动比率	0.64	0.69	0.64	0.61
					速动比率	0.48	0.55	0.49	0.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.63	0.67	0.71
					应收账款周转率	0.03	0.05	0.05	0.03
					应付账款周转率	4.71	4.80	4.90	4.50
					每股指标(元)				
					每股收益	0.24	0.32	0.49	0.65
					每股经营现金	-0.23	0.35	1.32	1.43
					每股净资产	3.33	3.57	3.98	4.58
					估值比率				
					P/E	18.77	19.72	12.82	9.56
					P/B	1.47	1.88	1.67	1.44
					EV/EBITDA	10.42	8.92	7.52	6.41

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com