

## 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	12270	13767	15901
(+/-)	12.43%	4.10%	12.20%	15.50%
净利润	445.17	594.72	904.45	1196.33
(+/-)	291.82%	33.59%	52.08%	32.27%
EPS(元)	0.24	0.32	0.49	0.65
P/E	18.77	20.13	13.24	10.01

### 相关研究

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)

公司财报点评  
 2014.10.30 强烈推荐

化学原料行业

### 事件

2014年1-9月公司实现营业收入90.78亿，同比增长4.09%；归属于上市公司股东的净利润为3.72亿，同比增长11.32%，基本每股收益0.20元。

### 主要观点：

#### 1、业绩稳步增长符合预期

公司业绩持续稳步增长符合预期，1-3季度单季度业绩分别为0.06、0.03、0.12元/股，其中3季度净利润为2.16亿，同比增长约47%，环比增长约307%。本期业绩增长主要得益于：1)前3季度纯碱市场均价同比上涨约18%；2)高附加值的差别化粘胶短纤产品销量大幅增加；3)通过技改等措施后，生产成本有所降低。

#### 2、通过战略投资切入新能源汽车领域极具想象空间

公司与银隆新能源之间的战略合作持续稳步推进：今年3月27日双方签订战略合作框架协议，9月1日进一步签订投资合作协议，约定银隆新能源在2015年9月前完成拟上市主体的股份制改造，并同意公司向拟上市主体进行不超过21%的股权比例投资；另外银隆新能源承诺在2017年9月前完成IPO或借壳上市。

银隆新能源为全球唯一能同时生产高性能钛酸锂电池和磷酸铁锂电池的企业，通过顺势延伸目前已成功打造的新能源全产业链处于行业最为领先的水平。根据银隆新能源已有订单以及客户开拓情况，预计今年其电动客车销量分别为1800-2000辆、4000-5000辆。银隆新能源厚积薄发即将快速放量，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、粘胶和纯碱最差时候已成过去，差别化短纤产品具备看点

粘胶行业已持续低迷3年，行业供需格局有望逐步改善。而据棉花协会介绍，进入11月后随着部分大型企业入市收购棉花，其价格有望趋于平稳。根据粘胶行业的供需格局，再加上替代品棉花价格有望走稳，我们认为粘胶行业最差时候已成过去。公司具有50万吨粘胶短纤产能，高附加值的差别化粘胶短纤盈利能力明显好于普通产品，目前销售良好具备看点。

公司另一传统主营产品为纯碱，目前纯碱行业正处历史底部，未来或将迎来向上周期。目前看纯碱价格与 3 季度基本持平，预计公司该业务 4 季度业绩贡献环比持平。

#### 4、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，考虑到公司通过战略投资切入新能源汽车领域极具想象空间，而传统的粘胶和纯碱业务最差时候已成过去，我们维持对公司的“强烈推荐”的评级。

**风险提示：**与银隆新能源的合作进度低于预期，产品价格下滑

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	6195.36	6896.22	7507.04	经营活动现金流	-428.27	961.95	2050.59	2824.52
现金	1404.47	1392.76	1583.42	1842.81	净利润	448.91	595.79	904.62	1197.99
应收账款	355.14	368.10	619.52	477.03	折旧摊销	605.29	1170.34	1145.03	1213.65
其它应收款	31.35	23.19	38.00	32.67	财务费用	414.40	304.93	303.22	309.68
预付账款	354.08	1281.94	684.79	1302.83	投资损失	-0.39	-0.50	-200.50	-380.50
存货	1211.00	1288.85	1492.42	1466.55	营运资金变动	-497.44	-1103.84	-96.83	478.82
其他	1540.08	1840.52	2478.07	2385.15	其它	-1399.04	-4.76	-4.95	4.88
非流动资产	13897.29	13368.13	14174.64	15781.90	投资活动现金流	-855.69	-636.24	-1746.04	-2445.22
长期投资	0.00	0.00	200.00	580.00	资本支出	1689.88	-444.65	550.26	1238.60
固定资产	10496.81	10248.67	10847.56	11934.65	长期投资	10.10	-6.72	201.11	381.50
无形资产	772.71	787.05	867.30	984.61	其他	844.29	-1087.61	-994.67	-825.13
其他	214.06	205.78	211.89	208.59	筹资活动现金流	1506.76	-1170.09	-1119.54	-985.29
资产总计	18793.41	19563.48	21070.87	23288.94	短期借款	1260.04	104.68	0.00	0.00
流动负债	7691.88	9196.64	10656.10	12434.26	长期借款	580.08	-1106.22	-771.14	-643.14
短期借款	4395.32	5332.66	6338.32	7203.70	其他	-333.36	-168.55	-348.40	-342.15
应付账款	2185.36	1945.58	2566.65	2977.95	现金净增加额	222.79	-844.37	-814.99	-605.99
其他	1111.20	1918.40	1751.13	2252.61					
非流动负债	4939.09	3756.65	3035.65	2384.49	主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
长期借款	4664.17	3557.95	2786.81	2143.67	成长能力				
其他	274.92	198.70	248.84	240.82	营业收入	12.43%	4.10%	12.20%	15.50%
负债合计	12630.97	12953.29	13691.75	14818.75	营业利润	260.06%	54.65%	52.74%	32.99%
少数股东权益	467.93	468.99	469.16	470.82	归属母公司净利润	291.82%	33.59%	52.08%	32.27%
归属母公司股东权益	5694.51	6141.20	6909.96	7999.38	获利能力				
负债和股东权益	18793.41	19563.48	21070.87	23288.94	毛利率	18.03%	19.20%	19.70%	19.80%
					净利率	3.81%	4.86%	6.57%	7.53%
					ROE	7.48%	9.31%	12.93%	15.10%
					ROIC	5.74%	5.47%	7.02%	8.18%
					偿债能力				
					资产负债率	67.21%	66.21%	64.98%	63.63%
					净负债比率	156.30%	148.61%	136.85%	122.82%
					流动比率	0.64	0.67	0.65	0.60
					速动比率	0.48	0.53	0.51	0.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.64	0.68	0.72
					应收账款周转率	0.03	0.03	0.05	0.03
					应付账款周转率	4.71	4.80	4.90	4.60
					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	0.52	1.11	1.53
					每股净资产	3.33	3.57	3.99	4.58
					估值比率				
					P/E	18.77	20.13	13.24	10.01
					P/B	1.47	1.95	1.73	1.50
					EV/EBITDA	10.42	8.97	7.68	6.54

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：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	<a href="mailto:yjzx@foundersc.com">yjzx@foundersc.com</a>	<a href="mailto:yjzx@foundersc.com">yjzx@foundersc.com</a>	<a href="mailto:yjzx@foundersc.com">yjzx@foundersc.com</a>	<a href="mailto:yjzx@foundersc.com">yjzx@foundersc.com</a>