

主业大幅预增，环保业务进入收获期

2011年三季度报点评

报告关键点:

- 三季度业绩大幅增长，年报大幅预增
- 废轮胎热解生产线正在开工，进展顺利
- 提升盈利预测，维持“买入-A”评级和16.25元的目标价

报告摘要:

- 三季度业绩大幅增长，年报大幅预增:** 前三季度实现主营收入5.79亿元，同比增长38.5%，实现归属于母公司所有者的净利润3126万元，同比大幅增长94.9%，每股收益0.139元。业绩增长的主要原因是毛利率的提升和主业销售的增长，单季度的毛利率从二季度的10.52%大幅提升到16.46%。公司并对2011年年报大幅预增，预计同比增长150%-180%，我们估计2011年的EPS达到0.28元。
- 废轮胎热解生产线正在开工，进展顺利:** 项目一期的四条生产线（年处理4万吨废轮胎）正在开工，进展顺利。热解项目对2011年的贡献比较有限，但一期项目取得的经验对后续项目建设顺利推进将产生积极影响。公司已经获得银行对该项目6.25亿元授信额度，满足后续16条生产线的资金需求。从2011年1月，国家工信部出台《废旧轮胎综合利用指导意见》后，包括江苏三友、软控股份等公司陆续开始开发废旧轮胎热解的技术和设备，固体废弃物的处理也是新兴产业的重要组成部分。温总理在最近的总理办公会上提出建设废弃物的回收体系，尤其提到了废旧轮胎的回收体系建设，对于废旧轮胎的环保处理提供了充足的资源保障。
- 北斗子公司盈利逐步增强:** 控股75%的子公司江苏北斗科技有限公司在北斗/GPS双模授时领域的技术先进，设备已经在国家电网和通讯系统长周期试运行，并参加了“长江及京杭运河航运智能化管理（船联网）项目”和铁路系统北斗卫星授时技术研究的招标研发。根据北斗二代的总体规划，2012年北斗卫星达到12颗，将首先具备覆盖亚太地区的定位、导航和授时以及短报文通信服务能力。同时该公司的光纤活动连接器、光分路器等光通讯产品生产线进行了扩能建设，盈利能力逐步释放，成为新的增长点。
- 提升盈利预测，维持“买入-A”评级和16.25元的目标价:** 公司积极进军环保产业和北斗授时新业务，成功向新兴产业转型。我们将2011年盈利预测从0.17元提升至0.28元，预计公司2011、2012、2013年EPS分别为0.28、0.65、0.84元，我们维持买入-A评级，和16.25元的目标价。
- 风险提示:** 废旧轮胎热解技术的生产线产业化进度

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	509.8	554.3	787.3	1,279.6	1,662.2
Growth(%)	23.5%	8.7%	42.0%	62.5%	29.9%
净利润	19.0	23.2	61.8	145.8	187.8
Growth(%)	45.2%	22.3%	166.2%	136.0%	28.8%
毛利率(%)	13.8%	12.1%	15.5%	25.0%	26.8%
净利润率(%)	3.7%	4.2%	7.8%	11.4%	11.3%
每股收益(元)	0.08	0.10	0.28	0.65	0.84
每股净资产(元)	1.51	1.55	2.00	3.20	4.84
市盈率	143.5	117.4	44.1	18.7	14.5
市净率	8.0	7.8	6.1	3.8	2.5
净资产收益率(%)	5.1%	7.0%	13.7%	27.5%	24.4%
ROIC(%)	10.9%	24.1%	38.6%	92.0%	47.4%
EV/EBITDA	49.5	43.0	31.3	10.8	8.1
股息收益率	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

16.25元

期限: 6个月 上次预测: 16.25元

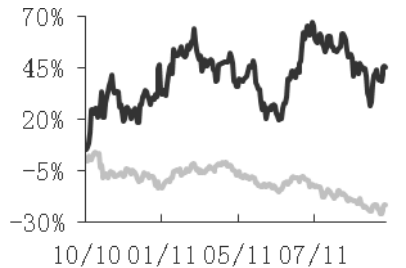
现价(2011年10月27日): 12.15元

报告日期:

2011-10-28

总市值(百万元)	2,724.64
流通市值(百万元)	1,894.88
总股本(百万股)	224.25
流通股本(百万股)	155.96
12个月最低/最高	9.51/19.00元
十大流通股股东(%)	44.78%
股东户数	10,015

12个月股价表现



— 江苏三友 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.16)	(1.61)	67.48
绝对收益	0.58	(13.03)	45.55

刘军

021-68766167
执业证书编号

谭志勇

021-68765172
执业证书编号

首席行业分析师

liujun@essence.com.cn
S1450511020010

行业分析师

tanzzy2@essence.com.cn
S1450511020017

报告联系人

贾鹏

021-68765906
jiapeng@essence.com.cn

前期研究成果

江苏三友: 热解线建成, 九月投产

2011-08-30

江苏三友: 废旧轮胎热解生产线投产在即

2011-03-29

江苏三友: 工信部首次明确支持废旧轮胎热解技术产业化

2011-01-21

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-10-27		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性	2009	2010	2011E	2012E	2013E		
营业收入	509.8	554.3	787.3	1,279.6	1,662.2	营业收入增长率	23.5%	8.7%	42.0%	62.5%	29.9%	
减: 营业成本	439.6	487.2	665.2	959.2	1,217.3	营业利润增长率	66.7%	16.7%	143.4%	210.4%	31.8%	
营业税费	0.6	0.8	0.8	3.1	4.0	净利润增长率	45.2%	22.3%	166.2%	136.0%	28.8%	
销售费用	9.2	9.2	15.7	25.6	41.6	EBITDA 增长率	25.5%	18.5%	91.4%	217.5%	40.7%	
管理费用	35.0	26.1	31.5	51.2	74.8	EBIT 增长率	51.2%	32.1%	145.6%	220.9%	33.8%	
财务费用	-4.3	-1.4	-2.8	-0.9	3.9	NOPLAT 增长率	3.5%	75.0%	160.1%	229.1%	36.3%	
资产减值损失	2.1	0.2	-1.6	1.1	3.1	投资资本增长率	-21.3%	62.5%	38.2%	164.3%	55.3%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	2.4%	2.6%	29.3%	59.6%	51.1%	
投资和汇兑收益	-0.1	0.0	-	3.0	3.0							
营业利润	27.6	32.2	78.4	243.3	320.7	利润率						
加: 营业外净收支	1.2	0.2	4.0	3.0	10.0	毛利率	13.8%	12.1%	15.5%	25.0%	26.8%	
利润总额	28.8	32.4	82.4	246.3	330.7	营业利润率	5.4%	5.8%	10.0%	19.0%	19.3%	
减: 所得税	11.4	8.0	20.6	49.3	66.1	净利润率	3.7%	4.2%	7.8%	11.4%	11.3%	
净利润	19.0	23.2	61.8	145.8	187.8	EBITDA/营业收入	6.9%	7.6%	10.2%	19.9%	21.6%	
EBIT/营业收入						4.6%	5.6%	9.6%	18.9%	19.5%		
运营效率												
货币资金	256.4	190.3	319.0	395.5	590.7	固定资本周转天数	58	48	31	33	70	
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	4	17	39	42	45	
应收账款	31.8	25.9	56.1	91.2	118.4	流动资产周转天数	223	216	179	149	156	
应收票据	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	23	18	18	20	22	
预付帐款	6.2	30.5	31.2	32.2	33.4	存货周转天数	28	40	30	19	19	
存货	47.7	76.5	54.7	78.8	100.0	总资产周转天数	302	285	226	217	268	
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本周转天数	76	81	84	109	156	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	5.1%	7.0%	13.7%	27.5%	24.4%	
长期股权投资	2.7	2.7	2.5	2.5	2.5	ROA	3.9%	5.7%	11.1%	20.1%	17.8%	
投资性房地产	7.2	6.8	-	-	-	ROIC	10.9%	24.1%	38.6%	92.0%	47.4%	
固定资产	76.7	71.1	63.7	172.3	477.6	费用率						
在建工程	-	8.1	8.1	187.3	146.2	销售费用率	1.8%	1.7%	2.0%	2.0%	2.5%	
无形资产	18.6	17.9	16.7	15.6	14.6	管理费用率	6.9%	4.7%	4.0%	4.0%	4.5%	
其他非流动资产	0.3	0.2	6.3	6.3	6.3	财务费用率	-0.8%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	0.2%	
资产总额	447.6	430.1	558.3	981.7	1,489.7	三费/营业收入	7.8%	6.1%	5.6%	5.9%	7.2%	
短期债务	20.0	4.0	20.0	40.0	50.0	偿债能力						
应付帐款	45.6	37.9	54.7	78.8	100.0	资产负债率	24.3%	19.2%	19.5%	26.9%	27.2%	
应付票据	17.0	20.5	25.5	36.8	46.7	负债权益比	32.2%	23.7%	24.2%	36.8%	37.4%	
其他流动负债	25.4	19.4	28.0	28.0	28.0	流动比率	3.17	3.95	4.26	3.65	4.12	
长期借款	-	-	-	100.0	200.0	速动比率	2.73	3.01	3.76	3.17	3.63	
其他非流动负债	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6	利息保障倍数	-5.41	-21.52	-26.80	-282.26	84.22	
负债总额	109.0	82.5	108.8	264.2	405.3	分红指标						
少数股东权益	21.0	19.7	19.7	171.0	387.7	DPS(元)	0.04	0.06	0.10	0.13	0.17	
股本	162.5	162.5	224.3	224.3	224.3	分红比率	42.8%	56.0%	35.0%	20.0%	20.0%	
留存收益	155.2	165.4	205.6	322.2	472.5	股息收益率	0.3%	0.5%	0.8%	1.1%	1.4%	
股东权益	338.7	347.6	449.5	717.4	1,084.4	业绩和估值指标						
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.08	0.10	0.28	0.65	0.84	
净利润	17.4	24.4	61.8	145.8	187.8	BVPS(元)	1.51	1.55	2.00	3.20	4.84	
加: 折旧和摊销	13.0	11.8	4.7	12.2	33.8	PE(X)	143.5	117.4	44.1	18.7	14.5	
资产减值准备	2.1	0.2	-1.6	1.1	3.1	PB(X)	8.0	7.8	6.1	3.8	2.5	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	50.7	-52.2	144.8	-32.1	-187.6	
财务费用	0.8	1.0	0.6	-2.8	-0.9	P/S	5.3	4.9	3.5	2.1	1.6	
投资收益	0.1	-0.0	-	-3.0	-3.0	EV/EBITDA	49.5	43.0	31.3	10.8	8.1	
少数股东损益	-1.6	1.2	-	51.2	76.7	CAGR(%)	124.5%	121.4%	66.8%	-100.0%	-100.0%	
营运资金的变动	1.5	-30.3	21.4	-24.8	-18.6	PEG	1.2	1.0	0.7	-0.2	-0.1	
经营活动产生现金流量	40.5	7.4	83.4	181.8	283.6	ROIC/WACC	1.1	2.4	3.9	9.2	4.8	
投资活动产生现金流量	-2.2	-43.1	0.2	-297.0	-297.0	REP	16.9	4.8	3.0	0.5	0.7	
融资活动产生现金流量	-2.4	-31.8	58.9	91.7	68.6							

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5年证券研究经历，8年中国石化工作经验，曾获2005年度“新财富”化工行业最佳分析师第四名，2007年4月加盟安信证券研究中心

谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008年7月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

刘军、谭志勇分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034