安信证券 ESSENCE SECURITIES

维持评级

公司快报/证券研究报告　　江苏三友(002044)

服装服饰/纺织服装

江苏三友：热解线建成，九月投产

2011 年中报点评

评级：买入-A

上次评级：买入-A

目标价格：16.25 元

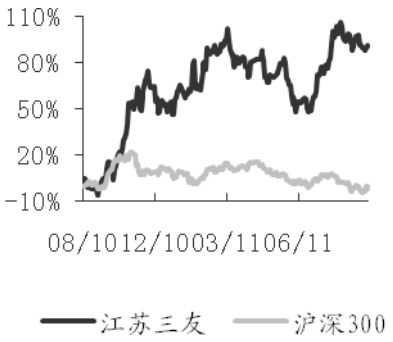
期限：6 个月　上次预测：22.80 元

现价（2011 年 08 月 29 日）：12.98 元

报告日期：2011-08-30

总市值(百万元)	2,910.77
流通市值(百万元)	2,113.22
总股本(百万股)	224.25
流通股本(百万股)	162.81
12 个月最低/最高	8.71/19.00 元
十大流通股东(%)	29.47%
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.53	28.37	93.75
绝对收益	(2.48)	24.93	91.62

刘军　首席行业分析师
021-68766167　liujun@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020010
谭志勇　行业分析师
021-68765172　tanzy2@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020017

报告联系人
贾鹏　021-68765906　jiapeng@essence.com.cn

报告关键点：

- 业绩高速增长，下半年进入旺季
- 废轮胎热解生产线建成，即将投产
- 重申买入-A评级，调整目标价至16.25元

报告摘要：

- **业绩增速超预期**：2011年上半年，实现营业总收入3.05亿元，比去年同期增加64.84%，实现利润总额1109.74万元，比上年同期增加43.47%，实现归属于母公司所有者净利润766.23万元，比上年同期增加45.79%，每股收益0.034元。增速超出市场预期，主要原因为：业务量的增长以及产品附加值的提高。
- **下半年进入旺季**：公司上半年主要以生产夏、秋装（衬衫、裙子）为主，产品的附加值相对较小；而下半年则以生产冬、春装（大衣、羽绒服）为主，产品的附加值较高，实现的利润较大，因此，公司的业绩主要集中在下半年。2010年下半年完成净利润的70%以上。中报披露目前公司的生产计划已安排到年底，生产任务饱满。公司预计三季度的业绩较去年同期增长30~50%，估计前三季度每股收益为0.09~0.11元。
- **废轮胎热解生产线建成，即将投产**：目前，项目一期的四条生产线设备（年处理4万吨废轮胎）已经安装完毕，正在进行投产前的设备调试，力争于今年九月底进行试生产。由于今年"黄梅天"持续时间长、降雨量大，因此影响项目基建进度，另外因"黄梅天"造成的园区相关配套工程未及时到位等因素对项目的建设造成一定程度延误。因此，热解项目对2011年的贡献将低于我们的预期。后续热解项目建设将不受影响，公司已经为该项目申请了6.25亿元的银行贷款额度，满足后续16条线的资金需求。
- **北斗授时项目取得进展**：江苏北斗科技有限公司参加了江、浙、沪三省市交通部门联合申报、研发的"长江及京杭运河航运智能化管理（船联网）项目"和铁道部组织的2011年科技攻关项目——铁路系统北斗卫星授时技术研究的招标研发。此外，公司重点在光分路器、光连接器生产线的扩能建设以及光通信产品入围运营商采购网络的资格审查等方面进行了投入，江苏北斗的产能和效益将在下半年开始逐步释放，下半年有望盈利。
- **重申买入-A评级，调整目标价至16.25元**：公司在立足原有业务稳定发展的基础上，积极进军环保节能领域和北斗授时新业务。10转增3.8摊薄后，预计公司2011、2012、2013年EPS分别为0.17、0.65、0.84元，我们重申买入-A评级，按照2012年25倍的目标PE给予6个月目标价16.25元。
- **风险提示**：废旧轮胎热解技术的生产线设备尚未有产业化应用。

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	721.3	1,384.8	1,661.8
Growth(%)	*23.5%*	*8.7%*	*30.1%*	*92.0%*	*20.0%*
净利润	19.0	23.2	37.7	146.3	188.9
Growth(%)	*45.2%*	*22.3%*	*62.6%*	*287.5%*	*29.2%*
毛利率(%)	13.8%	12.1%	14.2%	31.2%	31.2%
净利润率(%)	3.7%	4.2%	5.2%	10.6%	11.4%
每股收益(元)	0.08	0.10	0.17	0.65	0.84
每股净资产(元)	1.51	1.55	1.69	3.09	4.86
市盈率	153.3	125.4	77.1	19.9	15.4
市净率	8.6	8.4	7.7	4.2	2.7
净资产收益率(%)	5.1%	7.0%	11.7%	35.0%	27.1%
ROIC(%)	10.9%	24.1%	27.4%	117.8%	51.2%
EV/EBITDA	53.3	46.2	48.4	9.6	8.0
股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	1.0%	1.3%

前期研究成果

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

江苏三友：开创废弃轮胎资源化利用新路　2010-12-30

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2011-8-29

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**509.8**	**554.3**	**721.3**	**1,384.8**	**1,661.8**
减: 营业成本	439.6	487.2	619.1	952.1	1,142.6
营业税费	0.6	0.8	0.9	4.0	4.8
销售费用	9.2	9.2	14.4	34.6	41.5
管理费用	35.0	26.1	36.1	92.9	111.5
财务费用	-4.3	-1.4	-2.7	-0.8	2.9
资产减值损失	2.1	0.2	-1.6	1.1	3.1
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-0.1	0.0	-	3.0	3.0
营业利润	**27.6**	**32.2**	**55.1**	**303.9**	**358.5**
加: 营业外净收支	1.2	0.2	4.0	3.0	10.0
利润总额	**28.8**	**32.4**	**59.1**	**306.9**	**368.5**
减: 所得税	11.4	8.0	14.8	64.5	73.7
净利润	**19.0**	**23.2**	**37.7**	**146.3**	**188.9**
资产负债表	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
货币资金	256.4	190.3	241.2	332.3	552.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	31.8	25.9	51.4	98.6	118.4
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	6.2	30.5	31.2	32.1	33.2
存货	47.7	76.5	50.9	78.3	93.9
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2.7	2.7	2.5	2.5	2.5
投资性房地产	7.2	6.8	-	-	-
固定资产	76.7	71.1	63.7	172.3	477.6
在建工程	-	8.1	8.1	187.3	146.2
无形资产	18.6	17.9	16.7	15.6	14.6
其他非流动资产	0.3	0.2	6.3	6.3	6.3
资产总额	**447.6**	**430.1**	**472.0**	**925.3**	**1,445.3**
短期债务	20.0	4.0	10.0	10.0	10.0
应付帐款	45.6	37.9	50.9	78.3	93.9
应付票据	17.0	20.5	23.7	36.5	43.8
其他流动负债	25.4	19.4	28.0	28.0	28.0
长期借款	-	-	-	100.0	200.0
其他非流动负债	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6
负债总额	**109.0**	**82.5**	**93.2**	**233.4**	**356.3**
少数股东权益	**21.0**	**19.7**	**26.3**	**222.5**	**468.4**
股本	162.5	162.5	224.3	224.3	224.3
留存收益	155.2	165.4	128.2	245.2	396.4
股东权益	**338.7**	**347.6**	**378.8**	**692.0**	**1,089.0**
现金流量表	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
净利润	17.4	24.4	37.7	146.3	188.9
加: 折旧和摊销	13.0	11.8	4.7	12.2	33.8
资产减值准备	2.1	0.2	-1.6	1.1	3.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.8	1.0	0.6	-2.7	-0.8
投资收益	0.1	-0.0	-	-3.0	-3.0
少数股东损益	-1.6	1.2	6.6	96.2	105.9
营运资金的变动	1.5	-30.3	24.4	-35.4	-13.6
经营活动产生现金流量	**40.5**	**7.4**	**69.1**	**216.6**	**318.0**
投资活动产生现金流量	**-2.2**	**-43.1**	**0.2**	**-297.0**	**-297.0**
融资活动产生现金流量	**-2.4**	**-31.8**	**-4.5**	**71.5**	**59.3**

财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长性					
营业收入增长率	23.5%	8.7%	30.1%	92.0%	20.0%
营业利润增长率	66.7%	16.7%	71.2%	451.2%	18.0%
净利润增长率	45.2%	22.3%	62.6%	287.5%	29.2%
EBITDA 增长率	25.5%	18.5%	36.1%	452.7%	25.3%
EBIT 增长率	51.2%	32.1%	70.3%	478.5%	19.2%
NOPLAT 增长率	3.5%	75.0%	84.4%	471.7%	22.9%
投资资本增长率	-21.3%	62.5%	32.8%	182.8%	51.5%
净资产增长率	2.4%	2.6%	9.0%	82.7%	57.4%
利润率					
毛利率	13.8%	12.1%	14.2%	31.2%	31.2%
营业利润率	5.4%	5.8%	7.6%	21.9%	21.6%
净利润率	3.7%	4.2%	5.2%	10.6%	11.4%
EBITDA/营业收入	6.9%	7.6%	7.9%	22.8%	23.8%
EBIT/营业收入	4.6%	5.6%	7.3%	21.9%	21.7%
运营效率					
固定资产周转天数	58	48	34	31	70
流动营业资本周转天数	4	17	41	40	47
流动资产周转天数	223	216	174	119	145
应收帐款周转天数	23	18	18	19	23
存货周转天数	28	40	32	17	19
总资产周转天数	302	285	225	182	257
投资资本周转天数	76	81	90	102	158
投资回报率					
ROE	5.1%	7.0%	11.7%	35.0%	27.1%
ROA	3.9%	5.7%	9.4%	26.2%	20.4%
ROIC	10.9%	24.1%	27.4%	117.8%	51.2%
费用率					
销售费用率	1.8%	1.7%	2.0%	2.5%	2.5%
管理费用率	6.9%	4.7%	5.0%	6.7%	6.7%
财务费用率	-0.8%	-0.3%	-0.4%	-0.1%	0.2%
三费/营业收入	7.8%	6.1%	6.6%	9.1%	9.4%
偿债能力					
资产负债率	24.3%	19.2%	19.7%	25.2%	24.7%
负债权益比	32.2%	23.7%	24.6%	33.7%	32.7%
流动比率	3.17	3.95	4.04	4.08	5.13
速动比率	2.73	3.01	3.50	3.49	4.52
利息保障倍数	-5.41	-21.52	-19.15	-378.05	126.24
分红指标					
DPS(元)	0.04	0.06	0.06	0.13	0.17
分红比率	42.8%	56.0%	35.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.5%	1.0%	1.3%
业绩和估值指标	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
EPS(元)	0.08	0.10	0.17	0.65	0.84
BVPS(元)	1.51	1.55	1.69	3.09	4.86
PE(X)	153.3	125.4	77.1	19.9	15.4
PB(X)	8.6	8.4	7.7	4.2	2.7
P/FCF	54.2	-55.8	-417.2	-22.6	-292.6
P/S	5.7	5.3	4.0	2.1	1.8
EV/EBITDA	53.3	46.2	48.4	9.6	8.0
CAGR(%)	140.6%	129.5%	113.6%	-100.0%	-100.0%
PEG	1.1	1.0	0.7	-0.2	-0.2
ROIC/WACC	1.1	2.4	2.7	11.8	5.1
REP	18.2	5.2	4.9	0.4	0.7

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