

**江苏三友：主业略有增长，废旧轮胎热解线即将正式投产**
**评级： 买入-A**
**2012年一季报点评**

上次评级： 买入-A

**目标价格： 12.10元**

期限： 12个月 上次预测： 12.10元

现价(2012年04月25日)： 9.83元

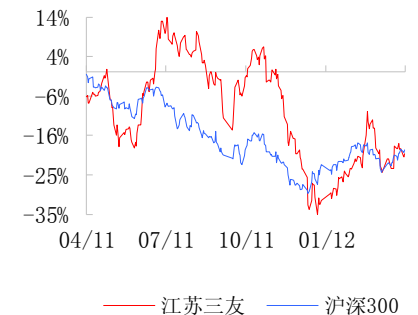
**报告日期： 2012-04-26**
**报告关键点：**

- 📖 2012年一季度主业略有增长，中期继续预增
- 📖 废旧轮胎热解线即将正式投产
- 📖 维持评级和目标价，下调盈利预测

**报告摘要：**

- **2012年一季度主业略有增长，中期继续预增：**公司实现营业总收入1.29亿元，同比减少0.17%；利润总额715.07万元，较上年同期666.86万元，同比增加7.23%；实现归属于母公司净利润536.57万元，较上年同期478.88万元，同比增加12.05%，同时公司预计2012年中期净利润继续预增，增长幅度在0-30%之间。
- **废旧轮胎热解线即将正式投产：**一期四条生产线废旧轮胎热解线经过不断调试和整改，目前愈加完善。试生产期间生产出了合格的燃料油和炭黑产品，试销售的情况良好。该项目正在等待环保、安监、消防等相关机构的验收，有望近期进入正式生产阶段。
- **北斗授时是公司未来的增长点：**中国的北斗卫星导航系统已经正式向中国及周边地区提供连续的无源导航、定位和授时服务。子公司江苏北斗科技研发制造的北斗/GPS双模时间同步设备各项技术指标均达到或优于各运营商网络和电力系统对北斗授时设备的要求，目前正在积极推广。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。江苏北斗科技有望成为未来的增长点。
- **维持评级和目标价，下调盈利预测：**由于公司废旧轮胎热解线尚未正式投产，我们下调了2012年度预测的废旧轮胎处理量至5万吨，下调2012年盈利预测至0.42元。我们长期看好公司在环保产业和北斗授时新业务的发展前景，维持买入-A的评级。预计2012年、2013年公司的每股收益为0.42、0.71元，维持目标价为12.1元。
- **风险提示：**废旧轮胎热解技术的生产线产业化进度。

总市值(百万元)	2,204.38
流通市值(百万元)	2,137.06
总股本(百万股)	224.25
流通股本(百万股)	217.40
12个月最低/最高	7.50/17.00元
十大流通股东(%)	32.24%
股东户数	7,625

**12个月股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(4.57)	12.17	(0.94)
绝对收益	(1.71)	17.04	(20.13)

**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**

 tanzy2@essence.com.cn  
S1450511020017

**财务和估值数据摘要**

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	554.3	776.4	963.6	1,338.0	1,525.2
Growth(%)	8.7%	40.1%	24.1%	38.9%	14.0%
净利润	23.2	58.9	94.6	158.6	195.7
Growth(%)	22.3%	153.8%	60.5%	67.7%	23.4%
毛利率(%)	12.1%	17.1%	19.8%	26.0%	27.7%
净利润率(%)	4.2%	7.6%	9.8%	11.9%	12.8%
每股收益(元)	0.10	0.26	0.42	0.71	0.87
每股净资产(元)	1.55	1.77	2.13	3.40	5.07
市盈率	95.0	37.4	23.3	13.9	11.3
市净率	6.3	5.6	4.6	2.9	1.9
净资产收益率(%)	7.0%	14.7%	24.2%	28.4%	24.0%
ROIC(%)	24.1%	38.5%	52.3%	70.2%	43.0%
EV/EBITDA	34.0	22.7	14.4	8.1	6.8
股息收益率	0.6%	0.4%	1.5%	1.4%	1.8%

**报告联系人**
**贾鹏**

021-68765906

jiapeng@essence.com.cn

**前期研究成果**
**江苏三友：多元化发展取得进展**

2012-03-12

**江苏三友：业绩符合预期，废旧轮胎热解进展顺利**

2012-02-28

**江苏三友：废旧轮胎综合利用政策密集出台**

2011-12-29

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-04-25
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
营业收入	554.3	776.4	963.6	1,338.0	1,525.2	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	487.2	643.4	772.4	989.6	1,102.1	营业收入增长率	8.7%	40.1%	24.1%	38.9%	14.0%
营业税费	0.8	3.1	1.9	2.4	2.7	营业利润增长率	16.7%	141.2%	80.6%	90.8%	15.4%
销售费用	9.2	11.0	16.4	26.8	38.1	净利润增长率	22.3%	153.8%	60.5%	67.7%	23.4%
管理费用	26.1	35.7	34.7	53.5	68.6	EBITDA 增长率	18.5%	115.2%	59.9%	95.4%	24.9%
财务费用	-1.4	1.2	-2.4	-0.3	4.1	EBIT 增长率	32.1%	156.4%	74.8%	94.0%	17.0%
资产减值损失	0.2	4.3	0.3	1.2	3.5	NOPLAT 增长率	75.0%	159.4%	91.5%	89.6%	27.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	62.5%	41.1%	41.2%	108.4%	44.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	3.0	3.0	净资产增长率	2.6%	13.9%	20.9%	59.5%	48.9%
<b>营业利润</b>	<b>32.2</b>	<b>77.7</b>	<b>140.3</b>	<b>267.8</b>	<b>308.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	0.2	1.3	-0.1	9.7	32.0	毛利率	12.1%	17.1%	19.8%	26.0%	27.7%
<b>利润总额</b>	<b>32.4</b>	<b>79.0</b>	<b>140.2</b>	<b>277.4</b>	<b>340.9</b>	营业利润率	5.8%	10.0%	14.6%	20.0%	20.3%
减: 所得税	8.0	20.7	24.4	61.0	68.2	净利润率	4.2%	7.6%	9.8%	11.9%	12.8%
<b>净利润</b>	<b>23.2</b>	<b>58.9</b>	<b>94.6</b>	<b>158.6</b>	<b>195.7</b>	EBITDA/营业收入	7.6%	11.6%	15.0%	21.1%	23.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	EBIT/营业收入	5.6%	10.2%	14.3%	20.0%	20.5%
货币资金	190.3	190.1	267.9	368.7	584.5	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	48	35	28	34	85
应收帐款	25.9	78.3	68.6	95.3	108.6	流动营业资本周转天数	17	20	29	40	44
应收票据	-	0.8	-	-	-	流动资产周转天数	216	157	143	131	160
预付帐款	30.5	12.0	12.8	13.8	14.9	应收帐款周转天数	18	22	26	21	23
存货	76.5	71.5	63.5	81.3	90.6	存货周转天数	40	34	25	19	20
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	285	231	220	223	305
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	81	86	98	128	185
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	2.7	2.7	2.5	2.5	2.5	ROE	7.0%	14.7%	24.2%	28.4%	24.0%
投资性房地产	6.8	6.4	-	-	-	ROA	5.7%	10.3%	18.9%	20.7%	17.7%
固定资产	71.1	78.9	69.8	185.3	535.1	ROIC	24.1%	38.5%	52.3%	70.2%	43.0%
在建工程	8.1	85.6	85.6	257.1	167.1	<b>费用率</b>					
无形资产	17.9	38.1	35.5	33.1	30.9	销售费用率	1.7%	1.4%	1.7%	2.0%	2.5%
其他非流动资产	0.2	2.0	6.3	6.3	6.3	管理费用率	4.7%	4.6%	3.6%	4.0%	4.5%
<b>资产总额</b>	<b>430.1</b>	<b>566.4</b>	<b>612.5</b>	<b>1,043.4</b>	<b>1,540.6</b>	财务费用率	-0.3%	0.2%	-0.3%	0.0%	0.3%
短期债务	4.0	20.0	20.0	40.0	50.0	三费/营业收入	6.1%	6.2%	5.0%	6.0%	7.3%
应付帐款	37.9	98.2	63.5	81.3	90.6	<b>偿债能力</b>					
应付票据	20.5	11.5	29.6	38.0	42.3	资产负债率	19.2%	30.1%	21.9%	26.8%	26.2%
其他流动负债	19.4	23.4	23.4	23.4	23.4	负债权益比	23.7%	43.1%	28.0%	36.7%	35.5%
长期借款	-	-	-	100.0	200.0	流动比率	3.95	2.30	3.54	3.44	4.29
其他非流动负债	0.6	17.4	17.4	17.4	17.4	速动比率	3.01	1.84	3.00	2.94	3.80
<b>负债总额</b>	<b>82.5</b>	<b>170.6</b>	<b>133.9</b>	<b>280.1</b>	<b>403.7</b>	利息保障倍数	21.52	65.72	56.63	976.14	76.32
<b>少数股东权益</b>	<b>19.7</b>	<b>17.2</b>	<b>38.5</b>	<b>196.3</b>	<b>413.3</b>	<b>分红指标</b>					
股本	162.5	224.3	224.3	224.3	224.3	DPS(元)	0.06	0.04	0.15	0.14	0.17
留存收益	165.4	154.4	215.9	342.8	499.3	分红比率	56.0%	13.8%	35.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>347.6</b>	<b>395.9</b>	<b>478.6</b>	<b>763.3</b>	<b>1,136.9</b>	股息收益率	0.6%	0.4%	1.5%	1.4%	1.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	24.4	58.3	94.6	158.6	195.7	EPS(元)	0.10	0.26	0.42	0.71	0.87
加: 折旧和摊销	11.8	12.9	6.3	14.3	38.8	BVPS(元)	1.55	1.77	2.13	3.40	5.07
资产减值准备	0.2	4.3	0.3	1.2	3.5	PE(X)	95.0	37.4	23.3	13.9	11.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.3	5.6	4.6	2.9	1.9
财务费用	1.0	0.6	3.7	-2.4	-0.3	P/FCF	-42.2	194.1	459.2	-39.9	96.1
投资收益	-	-	-	-3.0	-3.0	P/S	4.0	2.8	2.3	1.6	1.4
少数股东损益	1.2	-0.6	21.3	57.8	77.1	EV/EBITDA	34.0	22.7	14.4	8.1	6.8
营运资金的变动	-30.3	2.5	3.1	-19.3	-10.1	CAGR(%)	107.1%	67.2%	39.2%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>7.4</b>	<b>63.4</b>	<b>123.1</b>	<b>209.2</b>	<b>306.1</b>	PEG	0.9	0.6	0.6	-0.1	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-43.1</b>	<b>-57.3</b>	<b>0.2</b>	<b>-297.0</b>	<b>-297.0</b>	ROIC/WACC	2.4	3.9	5.3	7.1	4.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-31.8</b>	<b>5.5</b>	<b>-30.7</b>	<b>88.6</b>	<b>66.8</b>	REP	3.8	2.4	1.3	0.5	0.6

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

朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@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
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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