

废旧轮胎热解生产线投产在即

2010 年年报点评

报告关键点:

- 废旧轮胎热解生产线二季度投产
- 北斗科技成为新的增长点
- 重申“买入-A”评级，提高目标价至22.8元

报告内容:

- 2010年业绩符合预期:** 公司2010年实现营业收入同比增加8.72%; 归属于上市公司股东的净利润同比增加22.29%，每股收益为0.14元，符合我们的预期。分配预案为每10股转增3.8股并派现0.50元(含税)。
- 加快实施多元化发展战略:** 公司致力于高档女装的设计与制造，是国内最大的OEM和ODM女装制造商之一，主要销售客户是日本服装品牌商。日本丸红株式会社为公司的第一大客户，销售收入占公司总收入的62.60%，依存度很高。公司因此着力实施多元化发展战略，投资的子公司江苏三友环保能源科技有限公司和江苏北斗科技有限公司正是多元化的体现。
- 废旧轮胎热解生产线投产在即:** 工信部在今年1月份出台的《废旧轮胎综合利用指导意见》中，明确表示促进废旧轮胎热解技术不断优化，推进热解过程降温微负压技术应用。江苏三友环保能源科技有限公司在建的年处理20万吨废旧轮胎热解生产线正是采用降温微负压热解技术，属于国家重点支持的项目。公司年报披露一期工程四条生产线(4万吨年处理能力)将于2011年6月底建成投产。根据项目进度，我们预期2011年将处理废轮胎3.5万吨，2012年可达到17万吨，贡献净利润0.23亿元和1.08亿元。
- 北斗科技成为新的增长点:** 公司控股75%的北斗科技有限公司开发的北斗/GPS双模授时系统技术先进。2010年在哈尔滨工业大学北斗模拟信号源软件系统平台采购招标中成功中标，实现了该公司主导产品销售的突破。同时，江苏北斗积极研发光纤通讯产品，现已建成了以生产光纤活动连接器、光分路器等为主导产品的产业化生产线。2010年，江苏北斗完成了106万芯光纤活动连接器的销售，并实现了扭亏为盈。2011年，江苏北斗在力争北斗/GPS授时产品产业化的同时，力争完成生产、销售光纤活动连接器600万芯、光分路器6万个的目标。
- 重申买入-A评级，提高目标价至22.8元:** 考虑到新投项目进展顺利，油价上涨长期利好轮胎热解业务，我们重申买入-A评级。预计废轮胎业务，北斗业务和服装业务2012年EPS分别为0.67元，0.09元和0.14元，分别给予30倍，15倍和10倍估值，提高12个月目标价至22.8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	684.6	1,222.0	1,463.9
Growth(%)	23.5%	8.7%	23.5%	78.5%	19.8%
净利润	19.0	23.2	60.8	147.0	187.5
Growth(%)	45.2%	22.3%	161.8%	141.9%	27.5%
毛利率(%)	13.8%	12.1%	18.6%	25.3%	28.4%
净利率(%)	3.7%	4.2%	8.9%	12.0%	12.8%
每股收益(元)	0.12	0.14	0.37	0.90	1.15
每股净资产(元)	2.08	2.14	2.38	3.95	6.28
市盈率	96.4	78.8	30.1	12.4	9.8
市净率	5.4	5.3	4.7	2.9	1.8
净资产收益率(%)	5.1%	7.0%	15.7%	28.7%	27.1%
ROIC(%)	10.9%	24.1%	38.0%	91.5%	50.4%
EV/EBITDA	45.4	39.5	21.1	8.2	6.2
股息收益率	0.4%	0.0%	1.2%	1.6%	2.0%

评级:
买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:
22.80元

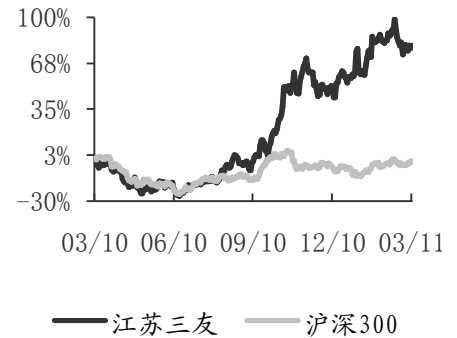
期限: 12个月 上次预测: 19.00元

现价(2011年03月28日): 17.21元

报告日期:
2011-03-29

总市值(百万元)	2,796.63
流通市值(百万元)	2,030.35
总股本(百万股)	162.50
流通股本(百万股)	117.98
12个月最低/最高	6.78/19.00元
十大流通股东(%)	42.65%
股东户数	10,232

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.44)	9.92	82.25
绝对收益	(1.87)	17.39	80.23

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

报告联系人
贾鹏

 021-68765906
 jiapeng@essence.com.cn

前期研究成果
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

江苏三友: 守得云开见月明

2010-11-03

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-3-28
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
减: 营业成本	509.8	554.3	684.6	1,222.0	1,463.9	营业收入增长率	23.5%	8.7%	23.5%	78.5%	19.8%
营业税费	439.6	487.2	557.0	913.2	1,048.5	营业利润增长率	66.7%	16.7%	139.2%	184.4%	33.8%
销售费用	0.6	0.8	0.7	2.1	4.3	净利润增长率	45.2%	22.3%	161.8%	141.9%	27.5%
管理费用	9.2	9.2	12.3	21.5	36.8	EBITDA 增长率	25.5%	18.5%	88.0%	192.7%	43.3%
财务费用	35.0	26.1	39.7	68.7	77.6	EBIT 增长率	51.2%	32.1%	141.2%	194.4%	35.8%
资产减值损失	-4.3	-1.4	-2.8	-0.6	3.6	NOPLAT 增长率	3.5%	75.0%	155.7%	212.5%	52.9%
加: 公允价值变动收益	2.1	0.2	0.7	1.1	3.1	投资资本增长率	-21.3%	62.5%	29.7%	177.3%	53.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	2.4%	2.6%	11.4%	65.7%	59.2%
营业利润	27.6	32.2	77.0	219.1	293.2	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%	18.6%	25.3%	28.4%
利润总额	28.8	32.4	81.0	222.1	303.2	营业利润率	5.4%	5.8%	11.3%	17.9%	20.0%
减: 所得税	11.4	8.0	20.3	38.2	26.2	净利润率	3.7%	4.2%	8.9%	12.0%	12.8%
净利润	19.0	23.2	60.8	147.0	187.5	EBITDA/营业收入	6.9%	7.6%	11.5%	18.9%	22.6%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	4.6%	5.6%	10.8%	17.9%	20.3%
货币资金	256.4	190.3	251.5	293.6	496.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	58	48	35	34	80
应收账款	31.8	25.9	48.8	87.0	104.3	流动营业资本周转天数	4	17	42	41	47
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	223	216	184	127	149
预付帐款	6.2	30.5	31.1	32.0	33.1	应收帐款周转天数	23	18	19	19	23
存货	47.7	76.5	45.8	75.1	86.2	存货周转天数	28	40	32	18	20
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	302	285	237	198	275
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	76	81	93	111	173
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.7	2.7	2.5	2.5	2.5	ROE	5.1%	7.0%	15.7%	28.7%	27.1%
投资性房地产	7.2	6.8	-	-	-	ROA	3.9%	5.7%	12.9%	21.1%	20.3%
固定资产	76.7	71.1	62.1	170.8	476.1	ROIC	10.9%	24.1%	38.0%	91.5%	50.4%
在建工程	-	8.1	8.1	187.3	146.2	费用率					
无形资产	18.6	17.9	16.7	15.6	14.6	销售费用率	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	2.5%
其他非流动资产	0.3	0.2	6.3	6.3	6.3	管理费用率	6.9%	4.7%	5.8%	5.6%	5.3%
资产总额	447.6	430.1	472.8	870.2	1,366.0	财务费用率	-0.8%	-0.3%	-0.4%	0.0%	0.2%
短期债务	20.0	4.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	7.8%	6.1%	7.2%	7.3%	8.1%
应付帐款	45.6	37.9	45.8	75.1	86.2	偿债能力					
应付票据	17.0	20.5	21.4	35.0	40.2	资产负债率	24.3%	19.2%	18.1%	26.3%	25.3%
其他流动负债	25.4	19.4	28.0	28.0	28.0	负债权益比	32.2%	23.7%	22.1%	35.6%	33.8%
长期借款	-	-	-	100.0	200.0	流动比率	3.17	3.95	4.43	3.81	4.99
其他非流动负债	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6	速动比率	2.73	3.01	3.89	3.22	4.39
负债总额	109.0	82.5	85.7	228.7	345.0	利息保障倍数	-5.41	-21.52	-26.38	-371.42	83.07
少数股东权益	21.0	19.7	19.7	156.5	386.1	分红指标					
股本	162.5	162.5	162.5	162.5	162.5	DPS(元)	0.05	-	0.13	0.18	0.23
留存收益	155.2	165.4	204.9	322.5	472.5	分红比率	42.8%	0.0%	35.0%	20.0%	20.0%
股东权益	338.7	347.6	387.1	641.5	1,021.0	股息收益率	0.4%	0.0%	1.2%	1.6%	2.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	17.4	24.4	60.8	147.0	187.5	EPS(元)	0.12	0.14	0.37	0.90	1.15
加: 折旧和摊销	13.0	11.8	4.6	12.1	33.7	BVPS(元)	2.08	2.14	2.38	3.95	6.28
资产减值准备	2.1	0.2	0.7	1.1	3.1	PE(X)	96.4	78.8	30.1	12.4	9.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.4	5.3	4.7	2.9	1.8
财务费用	0.8	1.0	0.6	-2.8	-0.6	P/FCF	34.1	-35.1	87.7	-16.9	-222.6
投资收益	0.1	-0.0	-	-3.0	-3.0	P/S	3.6	3.3	2.7	1.5	1.2
少数股东损益	-1.6	1.2	-	36.8	89.5	EV/EBITDA	45.4	39.5	21.1	8.2	6.2
营运资金的变动	1.5	-30.3	24.7	-25.5	-13.1	CAGR(%)	119.4%	124.8%	41.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	40.5	7.4	87.9	167.9	301.2	PEG	0.8	0.6	0.7	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-2.2	-43.1	0.2	-297.0	-297.0	ROIC/WACC	1.1	2.4	3.8	9.2	5.1
融资活动产生现金流量	-2.4	-31.8	-12.5	71.2	58.9	REP	15.5	4.4	2.2	0.4	0.5

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

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@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: 200122

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