



2009 年 4 月 27 日

化工

业绩回顾

时雪松

分析员

shixs@cicc.com.cn

史振伟

联系人

shizw@cicc.com.cn

中性

三爱富(600636.SH)

一季度开工率低，业绩低于预期

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	2,246	2,448	2,680	2,627	2,783
(+/-)	12%	9%	9%	-2%	6%
主营业务利润	322	342	274	322	361
(+/-)	-12%	6%	-20%	17%	12%
净利润	110	84	-70	32	36
每股盈利(元)	0.32	0.24	(0.20)	0.09	0.10
(+/-)	-3%	-24%	-183%	-145%	13%
市盈率	27.2	35.6	n.m.	94.8	83.6
市净率	4.05	3.77	4.15	3.98	3.80
EV/EBITDA	14.68	15.66	29.72	16.56	14.70
净资产收益率	15.8%	11.0%	-9.2%	4.3%	4.6%
ROCE	11.0%	8.0%	-6.9%	3.4%	3.9%
现金分红收益率	1.2%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	0.6	0.8	0.8	0.7	0.8
股价/经营现金	14.1	10.4	10.3	12.4	11.4

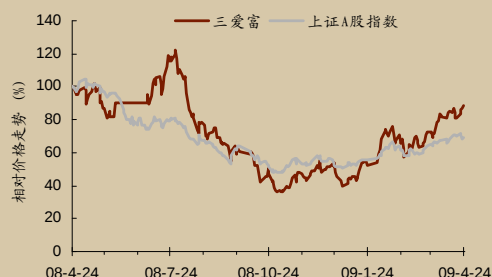
股票信息

A股	
股票代码	600636 CH
当前股价	人民币8.61
目标价格	-
日成交量(百万股)	22.83
52周最高价/最低价	人民币11.77/3.25
发行股数(百万股)	347.23
总市值(百万元)	2989.63
流通股(百万股)	237.75
主要股东(持股比例)	上海华谊(集团)公司(31.53%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月	年初至今
[600636.SH]	+12.70	+25.33	+72.89	+120.20
[上证A股指数]	-2.21	+4.71	+22.98	+30.15
[中金化工指数]	-1.20	+6.42	+33.94	+53.43

52周估值走势



资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

一季度业绩低于预期：

三爱富公布了 2009 年 1 季度业绩报告。1 季度主营业务实现销售收入 5.22 亿元，同比下降 18.8%，环比下降 7.1%。主营业务利润 0.68 亿元，同比下降 26.4%，环比上升 59.9%。1 季度亏损 0.10 亿元，合每股亏损 0.03 元。业绩低于我们预期。（分析见图表 1）

低于预期的主要原因是公司本部的氟橡胶和聚全氟乙丙烯等需求低迷，库存积压，价格下跌，一季度停车检修。

正面：

- 子公司常熟三爱富中昊 CDM 收入，尚能够实现盈利。
- 氟化工需求有所恢复，4 月份起停车装置全面恢复生产。

负面：

- 需求低迷，而由于主要氟化工企业均有 CDM 支撑，导致氟化工类产品竞争激烈，盈利水平难以提升。

发展趋势：

二季度制冷剂和聚合物需求均有所恢复，公司开工率已经回到 80% 左右水平，二季度有望实现扭亏。但受到产能过剩的影响，全年盈利难以大幅向上，CDM 收入的支撑也导致行业产能过剩短期难以消除。

估值与建议：维持“中性”

维持对公司 2009 年和 2010 年每股盈利 0.09 元和 0.10 元的预测，氟化工盈利大幅改善短期较难，业绩仍有低于预期可能，维持“中性”评级。

三爱富的重组仍在进行中，把握重组进展带来的交易性机会。

图表 1: 09 年一季度业绩分析

	季度数据											中金点评
(百万元)	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	QoQ	YoY	
主营业务收入	624	726	576	521	643	804	671	561	522	-7.1%	-18.8%	开工率下降，产品价格下跌
主营业务成本	561	606	480	451	549	741	593	518	452	-12.7%	-17.7%	
主营业务利润	63	116	94	68	92	62	78	42	68	59.9%	-26.4%	产品价格下跌，毛利率下降
营业费用	17	18	25	25	13	20	20	26	17	-35.2%	29.8%	常熟中昊槽罐租赁费和运费增加
管理费用	27	30	34	47	36	54	46	57	36	-35.8%	1.7%	
财务费用	10	12	14	17	16	24	21	24	18	-23.7%	10.8%	短期借款增加
营业利润	9	55	21	-32	27	-45	-10	-72	-1	-98.3%	n.m.	
利润总额	29	66	25	29	40	-5	-6	-62	3	n.m.	-92.2%	
所得税	2	19	12	-25	2	-1	1	3	0	-98.6%	-96.9%	
少数股东权益	7	14	10	25	16	4	6	5	13	139.1%	-19.3%	常熟子公司三爱富中昊实现盈利
净利润	20	32	3	29	22	-8	-13	-71	-10	-85.8%	n.m.	
EPS（元）	0.058	0.093	0.01	0.08	0.064	-0.022	-0.04	-0.20	-0.03	-85.8%	n.m.	
财务比率												
毛利率	10.2%	16.6%	16.7%	13.4%	14.6%	7.9%	11.7%	7.8%	13.4%	5.5%	-1.2%	
营业费用率	2.7%	2.4%	4.3%	4.9%	2.0%	2.5%	2.9%	4.7%	3.2%	-1.4%	1.2%	
管理费用率	4.4%	4.1%	6.0%	9.0%	5.6%	6.7%	6.9%	10.1%	7.0%	-3.1%	1.4%	
财务费用率	1.6%	1.6%	2.4%	3.2%	2.5%	3.0%	3.2%	4.2%	3.5%	-0.8%	0.9%	
营业利润率	1.4%	7.6%	3.6%	-6.2%	4.2%	-5.6%	-1.4%	-12.8%	-0.2%	12.6%	n.m.	
净利润率	3.2%	4.5%	0.5%	5.5%	3.5%	-1.0%	-2.0%	-12.6%	-1.9%	10.7%	n.m.	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 历史及未来财务数据

损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	2,246	2,448	2,680	2,627	2,783
主营业务利润	322	342	274	322	361
营业费用	-69	-85	-79	-74	-78
管理费用	-127	-138	-193	-130	-138
财务费用	-36	-52	-86	-55	-71
营业利润	94	53	-100	63	73
所得税	-25	-8	-5	-15	-17
少数股东权益	-40	-57	-32	-29	-34
净利润	110	84	-70	32	36
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	192	262	289	242	261
投资活动现金流净额	-349	-308	-267	-150	-150
融资活动现金流净额	154	130	86	56	50
货币资金增加额	-5	81	104	148	161
资产负债表 (百万元)					
流动资产	720	985	1,094	1,218	1,416
长期投资	39	52	55	54	54
固定资产	1,311	1,376	1,442	1,470	1,494
流动负债	1,029	1,431	1,729	1,905	2,143
长期负债	139	50	27	(62)	(151)
少数股东权益	171	216	197	226	260
股东权益	738	794	720	752	788
总资产	2,078	2,491	2,673	2,821	3,040
财务指标					
主营业务利润率	14.3%	14.0%	10.2%	12.2%	13.0%
净利润率	4.9%	3.4%	-2.6%	1.2%	1.3%
净资产收益率	14.9%	10.6%	-9.7%	4.2%	4.5%
总资产负债率	56.3%	59.4%	65.7%	65.3%	65.5%
净资产负债率	84.9%	95.6%	117.4%	107.5%	97.5%
流动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
应收帐款周转期	38.9	44.2	37.4	37.4	37.4
存货周转期	57.2	66.6	57.8	57.8	57.8
分红比例	28.7%	28.7%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 中金重点关注公司估值表

公司名称	代码	货币	评级	股价	市盈率				市净率			EV/EBITDA		
				2009-4-24	2008	2009	2010	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
国内化肥公司														
云天化	600096 CH	CNY	审慎推荐	23.75	19.4	33.2	17.3	3.5	2.6	2.4	10.3	10.6	7.8	
盐湖钾肥	000792 CH	CNY	审慎推荐	56.1	31.6	12.4	13.2	15.0	8.2	7.5	14.6	7.6	7.6	
四川美丰	000731 CH	CNY	审慎推荐	8.12	20.1	13.0	11.4	2.5	2.2	2.0	5.8	5.9	5.1	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	推荐	17.05	22.4	19.1	15.2	3.5	3.0	2.6	11.3	10.9	9.6	
六国化工	600470 CH	CNY	中性	9.02	30.7	22.1	20.4	1.9	1.8	1.7	13.3	8.2	7.6	
冠农股份	600251 CH	CNY	推荐	37.9	318.2	19.1	13.5	11.2	7.1	4.6	223.9	271.1	229.4	
建峰化工	000950 CH	CNY	审慎推荐	14.17	16.2	18.7	12.3	4.6	4.0	3.2	11.2	9.3	5.8	
中化化肥	297 HK	HKD	审慎推荐	3.82	12.0	13.5	11.0	1.6	1.7	1.5	9.1	9.9	8.7	
盐湖集团	000578 CH	CNY	无评级	27.26	55.6	24.3	23.3	13.1	8.5	6.2	27.0	11.9	11.0	
平均					58.5	19.5	15.3	6.3	4.4	3.5	36.3	38.4	32.5	
中间值					22.4	19.1	13.5	3.5	3.0	2.6	11.3	9.9	7.8	
国内材料公司														
烟台万华	600309 CH	CNY	审慎推荐	18.09	19.9	21.6	19.9	6.2	4.8	3.9	15.9	19.0	13.1	
新安股份	600596 CH	CNY	审慎推荐	39.21	6.5	15.3	12.5	3.8	3.2	2.7	4.6	9.0	7.2	
蓝星新材	600299 CH	CNY	中性	11.27	n.a.	39.7	25.0	2.0	1.9	1.8	22.4	10.8	8.4	
三爱富	600636 CH	CNY	中性	8.61	n.a.	94.8	83.6	4.1	4.0	3.8	29.2	16.3	14.5	
巨化股份	600160 CH	CNY	中性	8.45	29.0	35.9	36.8	2.3	2.2	2.2	10.0	9.9	9.9	
山西三维	000755 CH	CNY	中性	7.37	292.5	46.9	24.5	1.6	1.6	1.5	16.2	12.5	10.2	
沈阳化工	000698 CH	CNY	中性	8.93	47.2	35.4	18.1	1.6	1.6	1.5	12.9	10.5	7.6	
澄星股份	600078 CH	CNY	中性	8.07	45.5	34.0	25.9	3.6	3.3	2.9	9.7	13.2	11.3	
兴发集团	600141 CH	CNY	审慎推荐	15.2	13.0	21.7	15.8	3.4	3.0	2.6	8.6	10.4	7.8	
云维股份	600725 CH	CNY	中性	13.94	30.3	33.7	22.4	2.5	2.4	2.2	9.6	8.9	7.0	
丹化科技	600844 CH	CNY	审慎推荐	17	200.5	95.6	24.6	22.3	4.4	3.8	79.5	27.9	8.6	
丹科B	900921 CH	USD	推荐	0.986	81.4	38.8	10.0	9.1	1.8	1.6	42.0	16.9	7.2	
平均					76.6	42.8	26.6	5.2	2.9	2.5	21.7	13.8	9.4	
中间值					37.9	35.7	23.5	3.5	2.7	2.4	14.4	11.6	8.5	

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 4：国际化工公司估值表

	代码	货币	股价		市盈率				市净率				EV/EBITDA			
			09-4-27	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	
国际化肥公司																
加拿大化肥公司																
Potashcorp	POT CN	CAD	101.59	29.03	7.78	6.37	5.69	5.34	4.04	2.57	1.78	15.29	5.52	4.58	4.27	
Agrium	AGU CN	CAD	49.71	15.16	4.79	5.60	5.64	2.54	1.62	1.24	1.04	9.63	3.68	4.16	4.29	
美国化肥公司																
Mosaic	MOS US	USD	40.96	8.71	5.22	4.29	4.09	2.70	1.84	1.13	0.98	5.34	3.20	2.62	2.50	
Terra Industry	TRA US	USD	27.9	12.86	4.79	7.44	9.06	4.03	2.49	1.89	n.a.	3.98	2.31	4.29	7.23	
Terra Nitrogen	TNH US	USD	128	11.74	n.a.	n.a.	n.a.	11.55	n.a.	n.a.	n.a.	10.34	n.a.	n.a.	n.a.	
欧洲化肥公司																
URALKALIY-CLS	URKA RU	USD	2.505	83.26	4.63	4.17	2.34	27.01	3.88	1.81	1.23	14.64	3.69	2.68	1.87	
Yara	YAR NO	NOK	146	7.09	3.21	5.76	5.03	2.03	1.41	1.21	1.02	10.43	3.58	6.01	5.28	
K+S	SDF GR	EUR	44.31	n.m.	7.41	6.26	6.14	7.85	4.59	3.07	2.31	17.71	4.82	4.82	4.82	
Israel Chemicals	ICL IT	ILs	3300	20.48	4.74	4.95	3.69	6.11	3.97	3.13	2.56	4.13	4.75	4.96	3.71	
平均				23.54	5.32	5.61	5.21	7.68	2.98	2.01	1.56	10.17	3.94	4.26	4.25	
中间值				12.86	4.79	5.76	5.64	4.68	2.49	1.89	1.41	9.98	3.68	4.58	4.29	
国际材料公司																
聚氨酯公司																
Bayer AG	BAY GR	EUR	38.86	6.65	10.53	10.14	9.08	1.77	1.73	1.58	1.47	7.37	6.48	6.17	5.94	
BASF AG	BAS GR	EUR	27.18	6.53	6.95	9.75	9.41	1.36	1.34	1.34	1.29	3.62	3.81	4.62	4.48	
Dow Chemical Co	DOW US	USD	12.99	4.29	4.84	6.31	5.63	0.63	0.63	0.62	0.59	3.57	3.71	4.02	3.92	
平均				5.82	7.44	8.73	8.04	1.25	1.23	1.18	1.12	4.85	4.67	4.94	4.78	
中间值				6.53	6.95	9.75	9.08	1.36	1.34	1.34	1.29	3.62	3.81	4.62	4.48	
有机硅公司																
Daikin Industries Ltd	6367 JP	JPY	2575	9.77	12.88	13.58	11.63	1.37	1.32	1.20	1.09	6.02	7.01	7.02	6.17	
Asahi Glass Co Ltd	5201 JP	JPY	601	10.13	10.27	12.01	10.48	0.74	0.75	0.73	0.73	3.82	4.03	4.88	4.84	
Solvay SA	SOLB BB	EUR	64.65	6.83	9.14	10.07	8.81	1.23	1.19	1.12	1.03	4.00	4.82	5.26	4.90	
3M Co.	MMM US	USD	57	10.00	11.02	12.19	12.45	3.44	3.33	2.96	2.76	6.88	6.58	7.30	7.57	
平均				9.18	10.83	11.96	10.84	1.70	1.65	1.50	1.40	5.18	5.61	6.12	5.87	
中间值				9.88	10.65	12.10	11.05	1.30	1.25	1.16	1.06	5.01	5.70	6.14	5.54	
有机硅公司																
GE Co.	GE US	USD	12.11	5.56	6.51	8.58	8.54	1.05	0.97	1.00	0.98	15.40	13.33	13.92	14.03	
Shin-etsu Chemicals	4063 JP	JPY	4760	11.16	10.68	11.03	10.10	1.42	1.31	1.21	1.12	4.29	4.90	4.63	4.63	
Rhodia SA	RHA FP	EUR	4.208	3.26	3.14	4.42	3.15	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.35	2.71	2.90	2.67	
Cabot Corp	CBT US	USD	14.74	7.16	11.56	6.61	6.07	0.81	0.69	0.63	n.a.	4.84	5.22	4.19	4.95	
平均				6.78	7.97	7.66	6.96	1.09	0.99	0.95	1.05	6.72	6.54	6.41	6.57	
中间值				6.36	8.60	7.60	7.30	1.05	0.97	1.00	1.05	4.56	5.06	4.41	4.79	
环氧树脂公司																
Nanya Technology Corp	2408 TT	TWD	8.39	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.60	1.28	11.82	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
Mitsui Chemicals Inc	4183 JP	JPY	307	9.53	9.70	12.74	13.89	0.47	0.47	0.46	0.46	5.51	6.05	6.53	6.82	
Sunoco Inc	SUN US	USD	27.91	3.75	4.82	7.95	6.67	1.30	1.06	0.98	0.90	3.15	3.21	4.50	3.81	
Ciba	CIBN VX	CHF	49.2	13.94	23.11	18.28	15.95	1.00	1.19	1.16	1.13	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
平均				9.07	12.54	12.99	12.17	0.84	1.00	3.61	0.83	4.33	4.63	5.52	5.32	
中间值				9.53	9.70	12.74	13.89	0.80	1.12	1.07	0.90	4.33	4.63	5.52	5.32	

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 5：国际化工公司分类估值表

分地区估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
美国特殊化学品	15.5	11.9	18.6	10.8	2.4	2.5	2.2	2.4	8.0	9.5	7.0	6.9
美国大宗化学品	6.7	10.0	16.6	10.1	1.3	1.2	1.1	0.8	4.7	4.6	5.1	4.8
欧洲化工	9.9	8.9	9.2	8.4	1.6	1.6	1.4	1.3	6.3	5.9	6.0	5.6
日本化工	12.6	18.8	14.8	12.7	0.9	0.9	0.9	0.8	4.5	5.3	5.6	5.2
亚太化工	10.4	12.1	14.5	14.6	1.4	1.7	1.6	1.5	15.1	10.6	13.4	14.7
平均	11.3	12.4	14.3	11.1	1.5	1.6	1.4	1.3	7.7	6.9	7.0	7.0
分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
多元化化工	8.1	14.2	13.1	12.4	1.1	1.1	1.0	1.0	10.4	7.0	9.3	10.1
工业气体	11.3	14.3	11.8	10.5	1.7	1.8	1.6	1.5	8.7	9.6	7.7	7.0
大宗化学品	12.0	10.5	15.5	10.5	1.5	1.4	1.2	1.0	5.5	4.9	5.5	5.0
特殊化学品	13.2	12.5	15.8	10.8	1.9	2.0	1.8	1.7	7.3	7.7	6.7	6.5
平均	11.3	12.4	14.3	11.1	1.5	1.6	1.4	1.3	7.7	6.9	7.0	7.0
流通市值分类估值	P/E				P/B				EV/EBITDA			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
大盘公司	11.7	13.6	13.5	11.9	2.3	2.1	1.9	1.8	7.7	7.1	7.4	7.2
中盘公司	10.2	10.4	12.9	9.5	0.9	0.9	0.8	0.8	8.3	5.9	7.3	7.4
小盘公司	13.0	14.2	23.4	14.3	1.2	1.6	1.3	1.3	6.2	9.1	4.9	3.8
平均	11.3	12.4	14.3	11.1	1.5	1.6	1.4	1.3	7.7	6.9	7.0	7.0

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。