

三爱富 (600636) 调研报告

——行业回暖携手政策扶持

原材料/基础化工材料与制品

中性

维持评级

发布时间: 2010 年 9 月 9 日

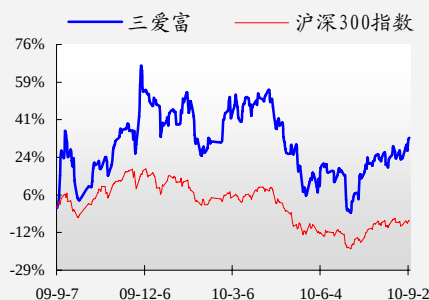
投资要点:

- 氟化工行业在经历了两年多的低迷之后今年上半年出现回暖, 产品价格出现较大幅度的上涨, 企业的盈利能力也大幅提升。
- 国家限制萤石开采政策的出台以及经济的复苏, 可能是触发本轮氟化工行业回暖的动因。
- 氟化工产业是国家鼓励发展的新兴战略性新兴产业, 既是环保促进产业, 又是新材料产业, 即将迈入一个全新的发展阶段。
- 公司在 CFC 替代品领域处于国内领先水平, 今后将立足于继续做强、做大; 在含氟聚合物方面, 公司将力争再开发出几个能够领跑行业的新品种来。
- 基于公司的基本面逐步向好, 以及氟化工行业较大的想象空间, 给予公司股票 40 倍 P/E 是合理的。因此, 公司股票的市场价格在 9.00 元左右较为合理, 对应 2010、2011 年预期 P/E 值分别为 42.86 倍和 36.00 倍。
- 维持对公司股票“中性”的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	210,222	-21.55	1,887	—	0.05	2.59	117.4	
2010E	260,675	24.00	7,192	281.13	0.21		42.2	
2011E	286,743	10.00	8,681	20.70	0.25		35.5	
2012E								

走势图



市场数据

2010-9-8

收盘价:	8.87 元
52 周最高价:	11.57 元
52 周最低价:	6.26 元
平均持仓成本:	8.36 元

基本数据

2010Q2

总股本 (万股):	34,723
流通 A 股 (万股):	34,723
每股收益 (元):	0.08
每股净资产 (元):	2.22
每股经营现金流 (元):	-0.12
市净率:	4.00

分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550207100074

TEL: (8621)6336 7000-255

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

氟化工行业回暖

氟化工行业在经历了两年多的低迷之后今年上半年出现回暖。产品价格出现较大幅度的上涨，下游需求趋旺，个别产品甚至出现断货现象。氟仿价格如图 1 所示。

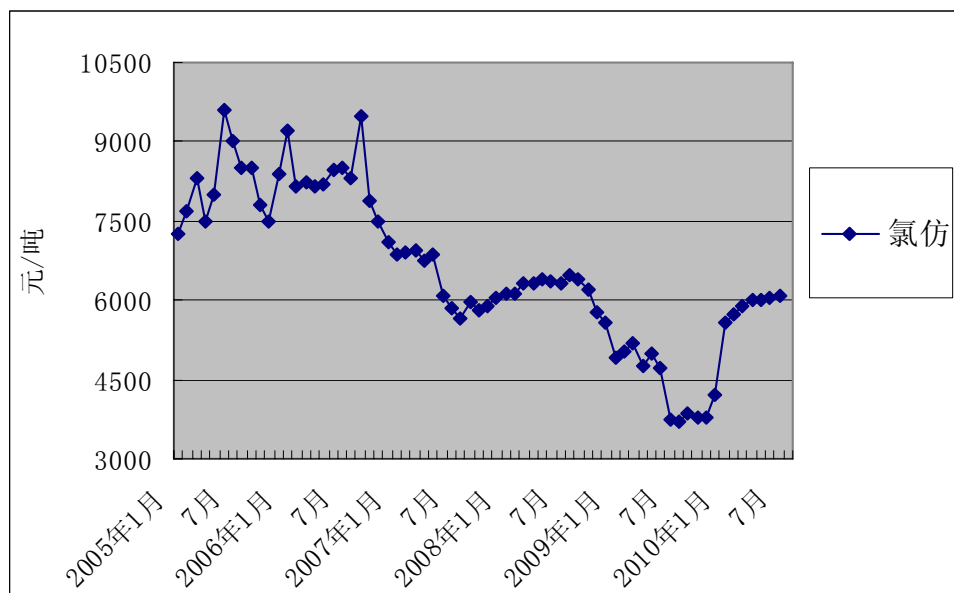


图 1 氟仿价格走势

数据来源：中国石油和化工经济数据快报、东北证券上海证券研究咨询分公司

企业的盈利能力也大幅提升。三爱富和巨化股份今年中期的毛利率分别同比上升了 3.3 和 9.8 个百分点，实现净利润都大幅增长。分析原因，今年以来，虽然萤石的价格上涨加速，然而产品价格的涨幅更大。今年 1 月，“国务院办公厅关于采取综合措施对耐火粘土萤石的开采和生产进行控制的通知”出台，3 月，工信部等 7 部委又联合推出了“萤石行业准入标准”。其中，在“通知”中提到我国要缩减萤石的开采量和生产量，以及原则上不再受理新的勘查、开采登记申请。以上措施的出台，在某种程度上触动了下游需求者的神经，从而导致了产品价格的大幅上涨。

然而，产品价格的上涨也不排除人为炒作的因素。从供需基本面看，前期由于过度扩产而导致的恶性竞争不可能在短时间内消除。其次，萤石的供应也不会很紧张，高昂的利润率使得萤石的供应比较充足。因此，行业基本面的根本改观非一日之功，需要一个良性互动的过程。企业的效益改善了，就可以投入更多的研发费用，才能真正提高产品的档次，实现差异化、品质化的深层次竞争，使企业的竞争力有一个质的飞跃。

技术突破有待时日

高投入才能有好的产出还是氟化工企业的信条。由于研发投入与国际同行之间存在很大差距，使得我国的氟化工企业还是停留在大而全，产品附加值低和替人做嫁衣的阶段。据有关专家指出，我国需对基础氟产品和国外的差距进行系统研究，尽快形成自己氟产品的高端特色。他同时指出，我们的两大研发方向是，一要在品质上、纯度上、改性品种和安全、节能、环保上赶上国际水平；二是要利用氟材料

的优异特性开展广泛的应用研究，包括配方研究、加工设备和加工方法研究，以及技术服务等。

公司是我国主要的氟化工企业之一，技术实力居于国内领先水平。但是，应当承认，与国际氟化工知名企业相比，公司的差距还是很大的，要缩小这种差距还需要大量的研发投入。然而，由于种种因素的制约，这种技术上的差距短时间还无法赶上，公司的发展还需要借助一些不可测力。

抓住机遇实现良性循环

本轮氟化工行业的回暖，表明上看是萤石控制和经济复苏引发，深层次看是否是行业复苏的信号呢？应该说完全有这种可能。首先，我国的几大氟化工企业的产业规模都比较大，产品毛利率的上升对企业的利润贡献非常显著。其次，氟化工的下游产业链延伸性强，技术含量高，企业的发展空间十分广阔。再者，随着我国经济发展水平的不断提升，对氟产品的需求也将不断增加，特别是高端产品的需求量，企业的高投入一定会有高的回报。

因此，我国的氟化工企业应当抓住行业回暖的契机，加大研发投入，力争早日取得全方位的技术突破，早日跻身于世界一流的氟化工企业行列。9月8日，国务院下发了“关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定”，其中的节能环保和新材料产业都涉及到氟化工。该“决定”从产业的定位、营造市场环境、深化国际合作和加大财税金融扶持力度等方面确定了战略性新兴产业发展的重点方向、主要任务和扶持政策。

公司在 CFC 替代品领域处于国内领先水平，今后将立足于继续做强、做大。在含氟聚合物方面，公司将力争再开发出几个能够领跑行业的新品种来。从目前来看，CFC 替代品是公司利润的主要来源，然而从长远来看，含氟聚合物的发展空间将更为广阔。公司近年来的经营业绩如图 2 所示。

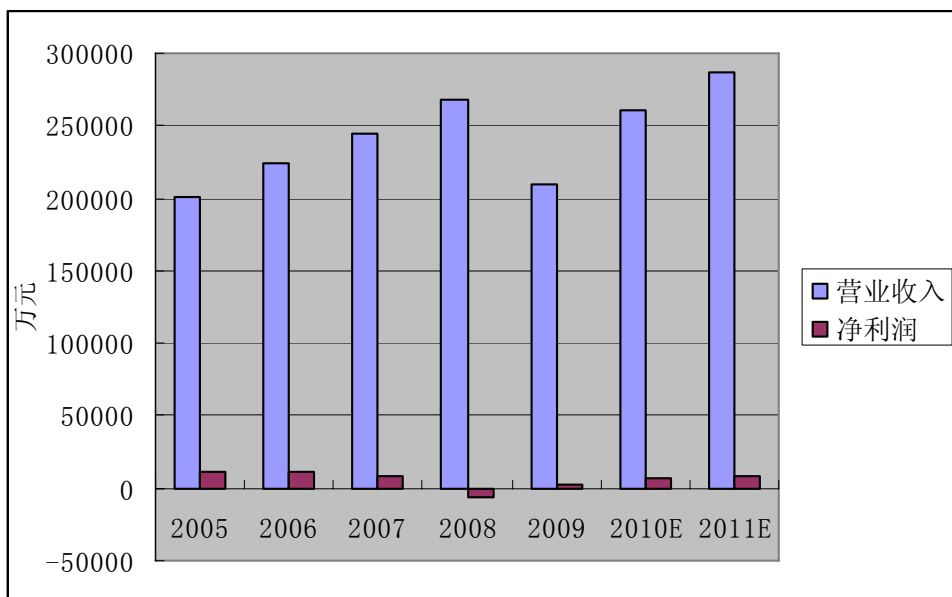


图 2 公司经营业绩示意图

数据来源：公司年报、东北证券上海证券研究咨询分公司

盈利预测及估值

随着国家新兴产业计划的逐步细化和落实,结合对萤石资源的保护,可以相信,我国的氟化工产业必然会迈入一个全新的发展阶段。公司作为我国氟化工行业的龙头企业之一,必定会有所作为、有所创新、有所突破。

基于对氟化工行业复苏的预期,但暂不考虑公司在产品开发方面的重大进展,对公司 2010、2011 年业绩做出如下预测,具体如表 1 所示。同时提示,公司的 CDM 项目将于 2013 年结束,由此可能对公司的收益产生较大的负面影响,但不考虑国家届时可能出台的相应对冲措施。

表 1 公司盈利预测表

项目	2009 年	2010 年 E	2011 年 E
营业收入	2,102,223,905	2,606,750,000	2,867,425,000
营业成本	1,740,082,031	2,123,192,674	2,318,769,338
税金及附加	6,051,230	7,300,000	8,000,000
销售费用	74,828,470	75,000,000	80,000,000
管理费用	162,666,490	180,000,000	200,000,000
财务费用	68,361,900	60,000,000	65,000,000
资产减值损失	1,741,573	5,000,000	5,000,000
公允价值变动			
投资收益	9,357,256	13,000,000	14,000,000
营业利润	57,849,465	169,257,326	204,655,662
营业外收入	24,203,281	25,000,000	25,000,000
营业外支出	5,244,858	5,000,000	5,000,000
利润总额	76,807,888	189,257,326	224,655,662
所得税	193,299	9,462,866	17,972,453
净利润	76,614,589	179,794,460	206,683,209
少数股东损益	57,742,712	107,876,676	119,876,261
归属母公司净利润	18,871,878	71,917,784	86,806,948
EPS	0.05	0.21	0.25

数据来源: 公司各年报和中报、东北证券上海证券研究咨询分公司

注: 单位为元。

基于公司的基本面逐步向好,以及氟化工行业较大的想象空间,给予公司股票 40 倍 P/E 是合理的。因此,公司股票的市场价格在 9.00 元左右较为合理,对应 2010、2011 年预期 P/E 值分别为 42.86 倍和 36.00 倍。维持对公司股票“中性”的投资评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归我公司所有。