

氟化工景气 一季度业绩或大幅增长

上调评级至“买入”

三爱富
600636

事件

进入今年1季度,公司产品制冷剂、含氟材料价格稳步上涨,盈利能力大幅提高。我们估算公司1季度乃至全年盈利将大大超过我们此前预测(见前期深度报告《三爱富:新景气周期,新的起点》)。

评述

产品涨价,价格传导顺畅,毛利率升高将带动公司业绩大幅提升。

公司10年业绩低于市场预期,在整个氟化工景气周期下,业绩增幅不大。我们认为一方面,10年上半年氟化工产业链涨价的主角是氯仿等上游原材料,公司需外购,生产成本水涨船高,而公司新型制冷剂、含氟材料价格还未顺畅的传导;下半年随着需求的不断上升,下游产品价格上涨幅度更大,盈利能力才有所提高。另一方面,公司一部分产品供给杜邦,且签订协议价格,未充分享受到景气带来的盛宴。

自10年四季度以来,公司主要产品价格上涨幅度高于原材料上涨幅度,产品综合毛利率上涨至21.7%。进入今年1季度,继续受下游需求驱动,公司新型制冷剂、含氟材料价格大步迈进,产品毛利率进一步提高;经历了10年的景气,今年公司供给杜邦产品价格会有所上升。在公司产品价格上涨和毛利率上升双重利好下,1季度乃至全年业绩将大幅提高,预计1季度EPS为0.40元。

氟产品价格高位维持,产品毛利率反映氟行业价值回归

我们依旧坚持前期报告中对氟化工景气的判断。R22既可直接用作制冷剂也可作为R125和PTFE的原料(即中间品),在产能扩张受限而下游需求稳步增长下,长期存在供需缺口,对下游产品形成了价格支撑。制冷剂下游需求旺盛,较易消化掉制冷剂价格上涨带来的成本压力,即使制冷剂上游原材料下跌也将不过是上游的暴利逐渐转向下游,制冷剂价格下降的空间并不大。

氟化工作为重要的化工子行业,在产品附加值和技术含量上远远高于甲烷氯化物等,理应获得更高的毛利率。目前氟化工产品的毛利率反映的是市场对氟行业价值的理性回归,并不是简单的对产品价格的热炒,拥有技术优势和壁垒的氟化工景气依旧。

调升

买入

分析师: 王会芹

投资咨询执业证书编号:

S0630511030001

联系人: 胡 昂

021-50586660-8626

ha@longone.com.cn

日期

分析: 2011年03月23日

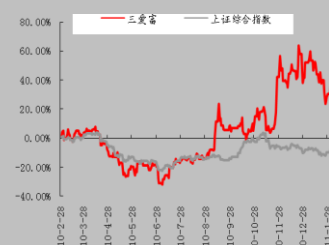
调研: 无

价格

当前市价: 21.85元

半年目标: 30.00元

股价表现



公司估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.12	1.09	1.37	1.69
PE	120.4	20.0	16.0	13.0

注: EPS为最新股本摊薄后数据

图1 R32 价格走势及价差情况

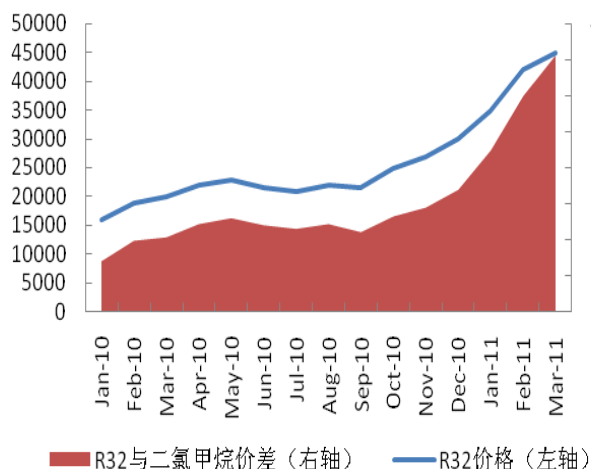
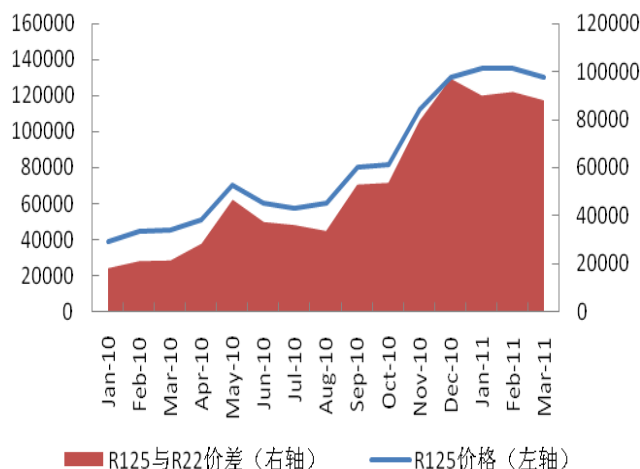


图2 R125 价格走势及价差情况



资料来源：东海证券研究所

与杜邦合作，进可攻，退可守，议价能力大幅提升

公司产品中大约一半左右供给杜邦，每年年初双方协商定价，在市场价格上涨时，协议价一般比市场价有一定的折让。但是与杜邦签订供给协议一方面有利于公司产品销售顺畅，另一方面也有利于稳定公司的业绩。在价格上涨时，外销产品盈利突出，价格下降时，协议价产品有平滑公司业绩作用。随着公司产品规模和质量的提高，在与杜邦进行产品供应磋商过程中，逐渐拥有谈判的话语权和主动权，有利于争取更多的利益。

转战内蒙，降低成本；收购万豪，打造PVDF基地。

公司向内蒙发展的战略是非常明智的举措，内蒙地区拥有丰富的萤石资源、低廉的动力和人力成本，在内蒙建厂有利于公司降低产品的生产成本。氟化工生产过程中存在着安全事故和污染的隐患，内蒙的环保要求低于上海及其他长三角地区，这就减少了公司发展氟化工的障碍。

公司漕泾 PVDF 项目成本高，盈利较差。公司于 10 年 6 月成功收购了内蒙古万豪氟化工有限公司 50% 股权，明确了 PVDF 产品定位。公司将上海漕泾 PVDF 装置搬迁至万豪，有意把内蒙万豪建设成 PVDF 基地。公司在 PVDF 的生产技术上领先国内企业，现已调集了一批技术和生产骨干人员参与到内蒙万豪 PVDF 项目的扩产建设中，计划到 2011 年底，在内蒙古基地形成 1 万吨/年的生产能力。原先内蒙万豪拥有 3000 吨/年的产能，扩产产能预计将于 2 季度开始投放，我们估计 11 年贡献 6000-8000 吨的量，目前产品供不应求，毛利率较高，将是公司重要的新增利润来源。

致力于氟化工深加工，产品代表未来方向

公司在氟化工领域技术突出，一直致力于新产品的开发，公司产品结构是未来发展的方向。R32、R125 是新型制冷剂 R410A 的混配原料，杜邦 R410A 混配专利即将到期，这将推动公司生产的混配原料 R32、R125 等的需求量。随着各国环保要求的提高，制冷剂的更新换代是大势所趋，公司正在积极研发新型制冷剂，并在相关领域进行了技术储备。在制冷剂更新换代中，公司新型制冷剂产品有望占得新机。

公司是国内最早从事 PVDF 研发和生产的公司，掌握了 PVDF 规模生产技术，是国内唯一能大规模生产 PVDF 的公司，规划到“十二五”末期成为世界级规模的 PVDF 生产商和供应商。PVDF 树脂具有耐化学腐蚀性、耐高温性、耐候性、介电性等优良性能，应用集中在石油化工、电子电气和氟碳涂料领域，用量在含氟树脂中占第二位。随着光伏、新能源电池等新兴产业的兴起，未来市场对 PVDF 的需求大增。

一季度业绩有望超预期，上调至“买入”评级。

进入 11 年一季度，公司产品供不应求，价格水涨船高，一季度业绩将大幅增长。公司 PVDF、R125 等产能的扩张，加上内蒙万豪并表、CDM 项目收入的确认以及氟化工的景气行情，11 年业绩将出现爆发式增长。我们预计公司 2011 年、2012 年、2013 年 EPS 分别为 1.09 元、1.37 元、1.69 元；考虑到国家政策逐渐向氟化工产业倾斜，公司也有望参与到萤石资源整合的进程中，在制冷剂更新换代、杜邦 R410A 专利到期的情形下，公司新型制冷剂产品将受益颇大，给予公司“买入”评级，目标价 30 元。未来关注国家产业政策以及萤石资源整合动向，看好公司在行业景气周期中超预期的表现。

风险提示

行业景气度下滑，产品价格大幅下降。

扩产项目不能按时投产。

表1. 公司财务预测

资产负债表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	321	353	423	773	营业收入	3023.6	3876.2	4593.3	5291.5
应收款项	836	620	779	986	增长率	43.8%	28.2%	18.5%	15.2%
存货净额	379	466	535	615	营业成本	2492.2	2872.3	3366.9	3836.3
其他流动资产	82	47	55	63	营业成本/营业收入	82.4%	74.1%	73.3%	72.5%
流动资产合计	1619	1485	1792	2438	营业税金及附加	8.9	11.6	13.8	15.9
固定资产	1069	1248	1351	1498	销售费用	76.1	96.9	110.2	127.0
无形资产及其他	66	64	61	59	销售费用/营业收入	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
投资性房地产	44	44	44	44	管理费用	187.1	252.0	298.6	343.9
长期股权投资	114	114	114	114	管理费用/营业收入	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%
资产总计	2912	2955	3362	4153	财务费用	61.3	43.1	23.1	3.7
短期借款	934	676	215	0	投资收益	20.6	10.0	20.0	30.0
应付款项	336	480	561	602	资产减值	68.5	20.0	15.0	10.0
其他流动负债	620	155	182	207	其他收入	(137.0)	0.0	0.0	(0.0)
流动负债合计	1890	1312	957	809	营业利润	150.0	630.4	815.7	1004.6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	增长率	159.4%	320.1%	29.4%	23.2%
其他长期负债	7	7	7	7	营业外净收支	(11.4)	60.0	80.0	100.0
长期负债合计	7	7	7	7	利润总额	138.6	690.4	895.7	1104.6
负债合计	1897	1318	964	816	增长率	80.5%	398.0%	29.7%	23.3%
少数股东权益	233	475	761	1115	所得税费用	24.2	69.0	134.4	165.7
股东权益	783	1162	1637	2222	少数股东损益	72.1	241.6	286.6	353.5
负债和股东权益总计	2912	2955	3362	4153	归属于母公司净利润	42.3	379.7	474.7	585.4
					增长率	124.2%	797.4%	25.0%	23.3%
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.12	1.09	1.37	1.69	经营活动现金流	159	489	761	868
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(111)	(200)	(229)	(303)
每股净资产	2.25	3.35	4.71	6.40	其它投资现金流	0	0	0	0
ROS	1%	10%	10%	11%	投资活动现金流	(177)	(200)	(229)	(303)
ROE	5%	33%	29%	26%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	18%	26%	27%	28%	负债净变化	(20)	0	0	0
EBIT Margin	11%	17%	18%	18%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	20%	21%	22%	其它融资现金流	78	(258)	(462)	(215)
收入增长	44%	28%	19%	15%	融资活动现金流	38	(258)	(462)	(215)
净利润增长	124%	797%	25%	23%	现金净变动	19	32	70	350
资产负债率	73%	61%	51%	46%	货币资金的期初余额	302	321	353	423
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	321	353	423	773
P/E	120.4	20.0	16.0	13.0	企业自由现金流	329	285	481	467
P/B	6.5	6.5	4.6	3.4	权益自由现金流	386	(11)	0	249
EV/EBITDA	12.5	12.2	9.1	7.3					

资料来源: 公司资料, 东海证券预测

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897