

制冷剂 R22 价格下降 公司盈利保持稳定

三爱富
600636

事件

据百川资讯数据,自今年3月份以来,制冷剂 R22 价格从 35000 元/吨高点一度下降至 25000 元/吨,降幅超过 20%;三氯甲烷和二氯甲烷也出现下调。

评述

公司制冷剂产品价格稳定,受益上游原材料价格下降。

公司制冷剂产品结构偏产业链下游,R32、R125 下游需求依旧旺盛,产品价格比较稳定;公司 R22 基本自用,产品价格下降对公司影响不大,反而二氯甲烷和三氯甲烷价格持续降低,有利于公司产品成本下降,毛利率的扩大。

进入二季度也就进入了制冷剂需求的旺季,在空调产量及销量同比大幅增长的情况下,制冷剂价格将保持坚挺,趋势继续向好。

含氟树脂供应依旧紧张,价格稳中有升

据不完全统计,我国 PTFE 产能约在 8 万吨/年,开工率约 7 成,自去年以来,价格一路上涨。目前 TFE 供应紧张,PTFE 新增产能较少,市场供不应求,据悉,企业订单已排至 3 个月。中昊晨光将在 4 月份进行为期 10 天左右的检修,短期内势必会加重市场的短缺。在供需偏紧的形势下,PTFE 价格将继续上行。

公司产品价格维持高位,毛利率逐渐扩大,盈利向好

一季度以来,制冷剂和含氟树脂价格上涨迅速,公司产品毛利率扩大趋势明显。公司 PVDF、R125 等产品产能的扩张,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。我们上调公司 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.35 元、1.61 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,维持公司“买入”评级,目标价 33.75 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表现。

维持

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

刘 刚

日期

分析: 2011 年 04 月 11 日

调研: 无

价格

当前市价: 28.02 元

半年目标: 33.75 元

股价表现



公司估值

	2009A	2010A	2011E	2012E
EPS	0.15	0.12	1.35	1.61
PE	186.8	233.5	20.8	17.4

注: EPS为最新股本摊薄后数据

相关报告

1. 《新景气周期,新的起点》
2. 《氟化工景气 一季度业绩或大幅增长 上调评级至“买入”》

图1 R32 价格走势及价差情况

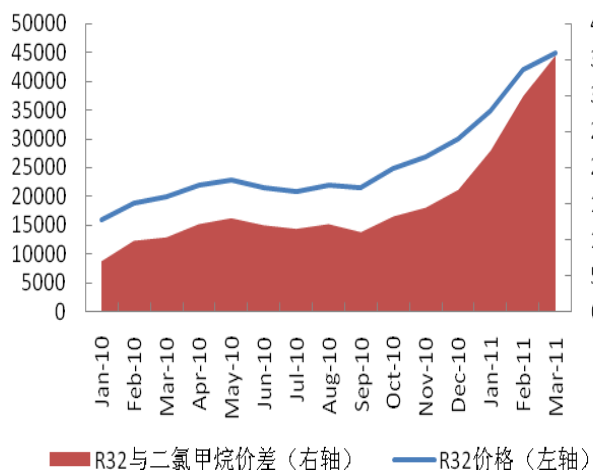
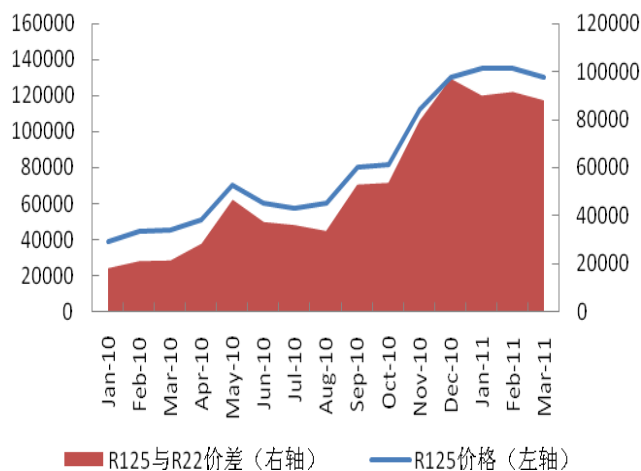
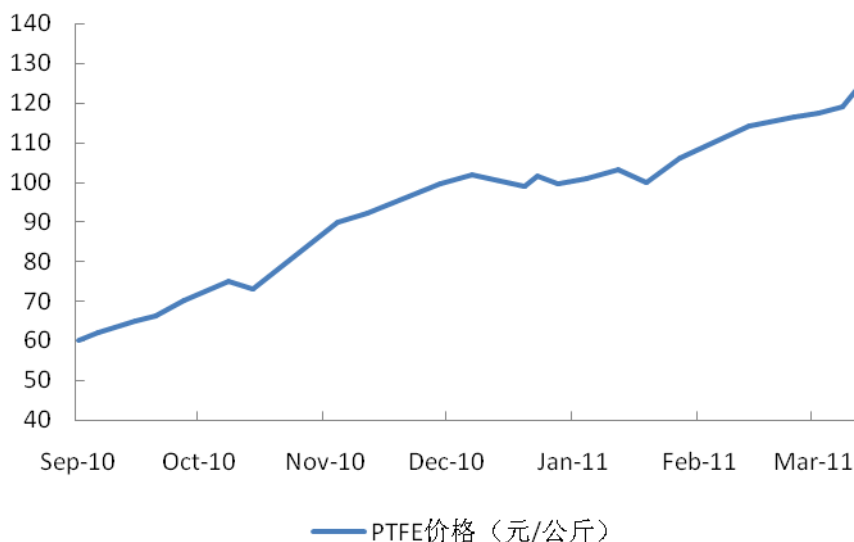


图2 R125 价格走势及价差情况



资料来源：东海证券研究所

图3 公司 PTFE 价格走势



风险提示:

1. 氟化工景气度下降
2. 新增产能不能按时投产

表 1. 公司财务预测

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
2009	2010	2011E	2012E		2009	2010	2011E	2012E	
现金及现金等价物	302	321	353	423	营业收入	2102.2	3023.6	3876.2	4709.6
应收款项	293	836	620	799	增长率	-21.6%	43.8%	28.2%	21.5%
存货净额	320	379	466	535	营业成本	1740.1	2492.2	2721.1	3367.4
其他流动资产	26	82	47	57	营业成本/营业收入	82.8%	82.4%	70.2%	71.5%
流动资产合计	941	1619	1485	1813	营业税金及附加	6.1	8.9	11.6	14.1
固定资产	1272	1069	1248	1351	销售费用	74.8	76.1	96.9	113.0
无形资产及其他	62	66	64	61	销售费用/营业收入	3.6%	2.5%	2.5%	2.4%
投资性房地产	17	44	44	44	管理费用	162.7	187.1	244.2	296.7
长期股权投资	47	114	114	114	管理费用/营业收入	7.7%	6.2%	6.3%	6.3%
资产总计	2340	2912	2955	3383	财务费用	68.4	61.3	43.1	23.1
短期借款	967	934	676	215	投资收益	9.4	20.6	10.0	20.0
应付款项	302	336	480	561	资产减值	1.7	68.5	20.0	15.0
其他流动负债	102	620	155	182	其他收入	(3.5)	(137.0)	(0.0)	(0.0)
流动负债合计	1371	1890	1312	957	营业利润	57.8	150.0	789.3	930.3
长期借款及应付债券	20	0	0	0	增长率	-165.1%	159.4%	426.1%	17.9%
其他长期负债	7	7	7	7	营业外净收支	19.0	(11.4)	60.0	80.0
长期负债合计	27	7	7	7	利润总额	76.8	138.6	849.3	1010.3
负债合计	1398	1897	1318	964	增长率	-332.9%	80.5%	512.7%	19.0%
少数股东权益	203	233	530	853	所得税费用	0.2	24.2	84.9	126.3
股东权益	740	783	1250	1810	少数股东损益	57.7	72.1	297.3	323.3
负债和股东权益总计	2340	2912	3098	3628	归属于母公司净利润	18.9	42.3	467.1	560.7
关键财务与估值指标					增长率	-127.1%	124.2%	1003.9%	20.0%
	2009	2010	2011E	2012E	现金流量表(百万元)				
每股收益	0.15	0.12	1.35	1.61	经营活动现金流	98	159	632	862
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	23	(111)	(200)	(229)
每股净资产	5.69	2.25	3.60	5.21	其它投资现金流	0	0	0	0
ROS	1%	1%	12%	12%	投资活动现金流	31	(177)	(200)	(229)
ROE	3%	5%	37%	31%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	17%	18%	30%	29%	负债净变化	(0)	(20)	0	0
EBIT Margin	6%	11%	21%	20%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	17%	24%	23%	其它融资现金流	(225)	78	(258)	(462)
收入增长	-22%	44%	28%	22%	融资活动现金流	(225)	38	(258)	(462)
净利润增长	-127%	124%	1004%	20%	现金净变动	(97)	19	175	171
资产负债率	68%	73%	60%	50%	货币资金的期初余额	399	302	321	353
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	302	321	496	524
P/E	66.5	120.4	20.8	17.4	企业自由现金流	166	329	285	481
P/B	1.7	6.5	7.8	5.4	权益自由现金流	0	386	(11)	0
EV/EBITDA	8.7	12.5	12.5	10.1					

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