

氟化工景气 一季度业绩大幅增长

三爱富
600636

事件

三爱富发布 2011 年一季度报，报告期内实现营业收入 12.75 亿元，同比增长 103.38%；实现归属于母公司所有者净利润 2.22 亿元，同比增长 16564.21%，去年同期净利润为 133.21 万元；基本每股收益 0.64 元。

评述

主业实现每股收益 0.44 元，高于我们之前 0.40 元的预测。

报告期内公司营业收入同比大幅增长，主要是在氟化工景气周期下公司产品销售单价大幅上涨所致。特别是进入今年 1 季度，公司新型制冷剂 and 含氟树脂价格增长迅速，毛利率也不断扩大。公司实现主业每股收益 0.44 元，超过我们此前的预测 0.40 元，主要是含氟树脂价格持续上涨超过我们的预期。对公司盈利大幅增长的原因分析可参见我们前期的报告。

CDM 项目是公司一个比较稳定的利润来源。报告期内 CDM 收入 1.13 亿元，为公司 10 年 1-5 月所实现，贡献业绩 0.20 元。目前为止，公司 CDM 项目已完成近 60%，预计剩余项目可为公司贡献约 3 亿元的利润；

维持氟化工景气周期判断，公司二季度盈利向好

氟化工产业这一年来的走势也印证了我们对氟化工景气的判断，我们依旧看好氟化工景气的持续。特别是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。R22 价格经回调后有所企稳，目前稳定在 26000 元/吨。母公司 PTFE 所需 R22 需外购，R22 价格近期的回调有利于公司成本的降低，综合来说，利好公司盈利的增长。

新增产能将陆续投产，公司业绩增长无忧

内蒙万豪新增 PVDF 产能将在二季度逐渐释放，公司全年目标产量约 8000 吨；PVDF 下游需求增长迅速，公司产品质量国内领先，并获得了氟碳涂料企业的认可，产品供不应求。按目前价格算，公司 PVDF 毛利率约 40%，将是公司重要的新增利润来源。

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 29 日

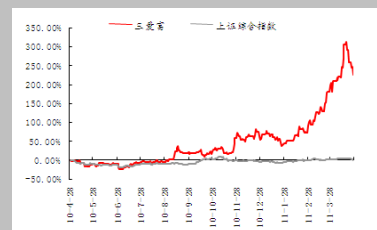
调研：无

价格

当前市价：27.71 元

半年目标：38.00 元

股价表现



公司估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.13	1.73	2.00	2.18
PE	213.2	16.0	13.9	12.7

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”》

公司万吨级 PTFE 项目正在认证中, 5000 吨四氯化碳制 R125 项目将在今年下半年开工, 预计该方法将成为未来的主流方法; 公司 3000 吨 HF0-1234yf 也进入了安装期, 预计年底投产, 将贡献营业收入 4 亿元, 利税约 1 亿元, HF0-1234yf 是替代 R134a 的新型制冷剂, 未来前景广阔。

维持公司“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 1.73 元、2.00 元、2.18 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, 在制冷剂更新换代情势下, 公司新型制冷剂产品将受益颇大, 维持公司“买入”评级, 上调目标价到 38 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。

图 1 R32 价格走势及价差情况

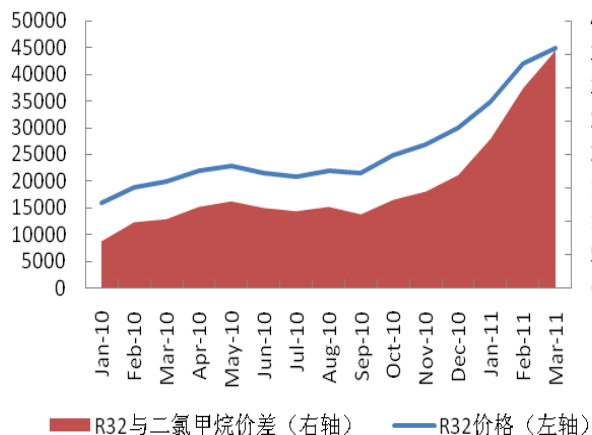
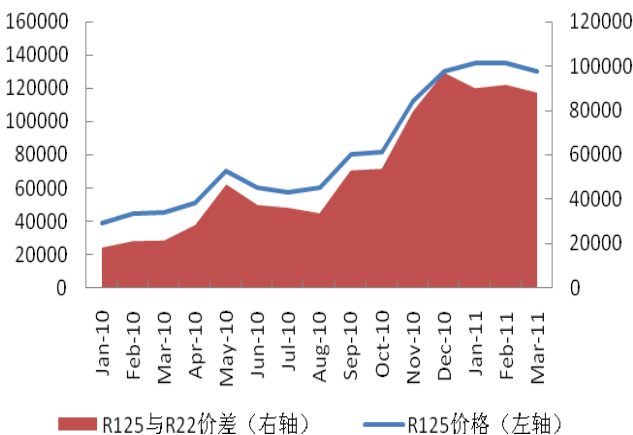
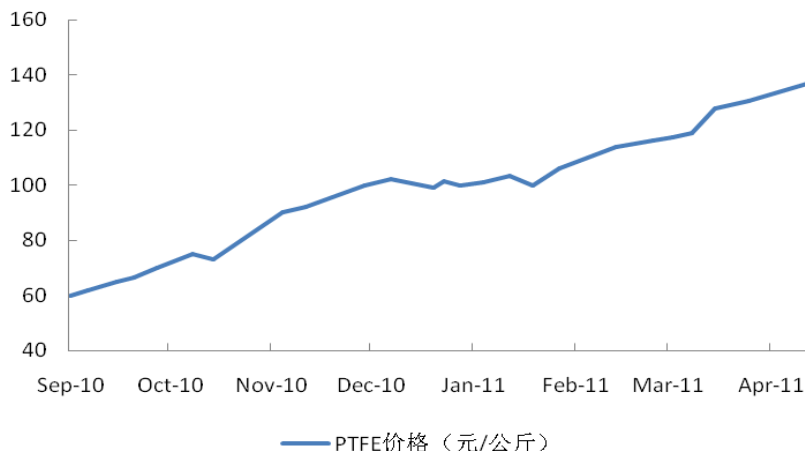


图 2 R125 价格走势及价差情况



资料来源: 百川资讯, 东海证券研究所

图 3 公司 PTFE 价格走势



资料来源: 东海证券研究所

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	334	353	809	1620	营业收入	3095.6	4309.1	5235.5	6266.9
应收款项	780	663	848	1108	增长率	47.3%	39.2%	21.5%	19.7%
存货净额	403	476	585	722	营业成本	2532.4	2912.9	3638.7	4418.2
其他流动资产	117	52	63	75	营业成本/营业收入	81.8%	67.6%	69.5%	70.5%
流动资产合计	1633	1543	2304	3525	营业税金及附加	9.3	12.9	15.7	18.8
固定资产	1222	1388	1482	1620	销售费用	78.9	107.7	125.7	150.4
无形资产及其他	72	69	67	64	销售费用/营业收入	2.5%	2.5%	2.4%	2.4%
投资性房地产	66	66	66	66	管理费用	191.5	267.2	329.8	394.8
长期股权投资	51	51	51	51	管理费用/营业收入	6.2%	6.2%	6.3%	6.3%
资产总计	3044	3117	3970	5326	财务费用	63.8	35.7	9.1	(4.4)
短期借款	934	408	0	0	投资收益	11.0	10.0	20.0	30.0
应付款项	383	496	624	722	资产减值	63.2	20.0	15.0	10.0
其他流动负债	656	158	197	239	其他收入	(126.3)	0.0	0.0	0.0
流动负债合计	1973	1062	820	961	营业利润	167.5	1002.6	1151.5	1329.1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	增长率	189.6%	498.4%	14.8%	15.4%
其他长期负债	12	12	12	12	营业外净收支	(11.4)	90.0	100.0	100.0
长期负债合计	12	12	12	12	利润总额	156.1	1092.6	1251.5	1429.1
负债合计	1984	1074	832	973	增长率	103.3%	599.8%	14.5%	14.2%
少数股东权益	274	656	1056	1514	所得税费用	28.4	109.3	156.4	214.4
股东权益	786	1387	2082	2839	少数股东损益	81.8	382.4	400.5	457.3
负债和股东权益总计	3044	3117	3970	5326	归属于母公司净利润	46.0	601.0	694.6	757.4
					增长率	143.7%	1206.7%	15.6%	9.0%
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	0.13	1.73	2.00	2.18	经营活动现金流	242	750	1100	1121
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	资本开支	(259)	(205)	(236)	(310)
每股净资产	2.26	4.00	6.00	8.18	其它投资现金流	0	0	0	0
ROS	1%	14%	13%	12%	投资活动现金流	(263)	(205)	(236)	(310)
ROE	6%	43%	33%	27%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	18%	32%	31%	30%	负债净变化	(20)	0	0	0
EBIT Margin	11%	24%	22%	21%	支付股利、利息	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	27%	25%	24%	其它融资现金流	92	(526)	(408)	0
收入增长	47%	39%	22%	20%	融资活动现金流	52	(526)	(408)	0
净利润增长	144%	1207%	16%	9%	现金净变动	32	19	456	811
资产负债率	74%	55%	48%	47%	货币资金的期初余额	302	334	353	809
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期末余额	334	353	809	1620
P/E	110.8	16.0	13.9	12.7	企业自由现金流	264	507	782	707
P/B	6.5	6.9	4.6	3.4	权益自由现金流	336	(51)	366	711
EV/EBITDA	12.0	9.6	8.1	7.2					

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