



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年7月8日

化工

研究部

高峰

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210070001
gaozheng@cicc.com.cn

维持推荐

三爱富 (600636.SH)

中报大幅预增, 调升盈利预测维持推荐

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	2,680	2,102	3,096	4,290	5,508
(+/-)	9%	-22%	47%	39%	28%
主营业务利润	274	356	554	1,698	2,220
(+/-)	-20%	30%	56%	207%	31%
净利润	(70)	6	46	880	1,145
每股盈利(元)	(0.20)	0.02	0.13	2.53	3.30
(+/-)	-183%	-108%	689%	1813%	30%
市盈率	n.m.	2445.8	309.9	16.2	12.4
市净率	19.8	19.3	18.1	8.6	5.1
EV/EBITDA	113.0	57.2	29.5	9.2	6.6
净资产收益率	-9.2%	0.8%	6.0%	71.7%	51.2%
ROCE	-6.9%	0.6%	4.5%	54.8%	40.0%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	0.8	0.6	1.1	4.0	4.8
股价/经营现金	49.3	65.2	36.5	10.2	8.5

股票信息

	A股
股票代码	600636 CH
当前股价	人民币41.04
目标价格	-
日成交量(百万股)	29.43
52周最高价/最低价	人民币42.19/6.69
发行股数(百万股)	347.23
总市值(百万元)	14250.23
流通股(百万股)	347.23
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]	+12.65	+18.41	+50.33	+179.75
[上证A股指数]	+1.25	+1.83	-7.07	-0.46

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

中报预增近 1600%，调高盈利预测，维持推荐：

今日三爱富发布业绩预增公告，预计 1-6 月归属于母公司的净利润约为 49700 万元，同比增长 1595%，对应业绩为每股收益 1.43 元，业绩预增超出市场预期。公司上半年 CDM 项目收入贡献的净利润总额 1.4 亿元，对应的母公司盈利贡献预计为 0.30 元。

公告称，随着氟化工行业景气度的不断提升，公司产品销售量有较大幅度的增长。公司主要产品在原材料保持大幅上涨的情况下，产品毛利和净利润与上年同期相比仍保持了大幅增长的态势。

我们继续维持对整个氟化工板块：巨化股份、三爱富、东岳集团的推荐评级。

未来股价催化剂：

1. 今年年末工信部或将出台含氟氯烃 HCFC 的行业准入标准；
2. 政府对萤石出口政策的变化。

盈利预测和投资建议：

我们大幅上调三爱富 2011-2012 年的盈利预测至 2.53 元和 3.30 元，对应 PE 分别为 16 倍和 12 倍，上调幅度约 33%，维持推荐评级。

风险：

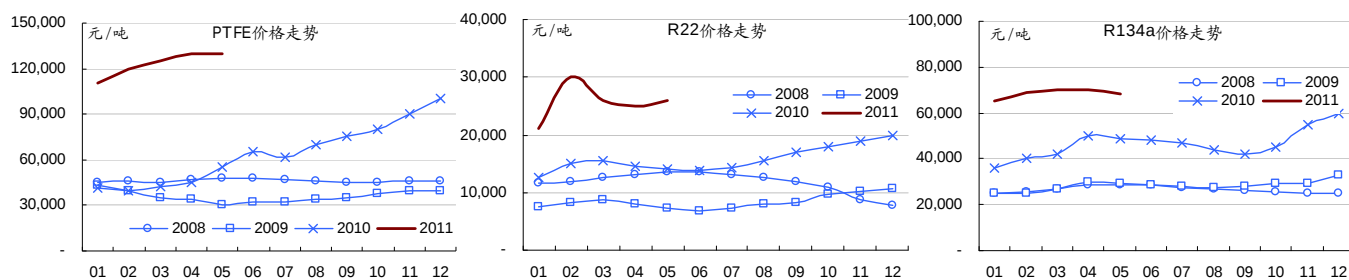
1. PCE 法制 R125 扩产过快。
2. 下游空调需求大幅下滑。
3. 市场估值中枢下行。

图表 1：公司分季度业绩

(百万元)	季度数据							年度数据			中金点评
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q 11	QoQ	YoY	2010	2009	YoY	
主营业务收入	626	695	821	954	1,275	33.6%	103.8%	3,096	2,102	47.3%	
主营业务成本	559	574	698	700	786	12.2%	40.4%	2,532	1,740	45.5%	制冷剂价格大幅上涨
主营业务利润	65	118	120	251	487	94.1%	649.5%	554	356	55.6%	
营业费用	14	19	20	26	24	-4.4%	71.0%	26	75	-65.8%	成本推动，毛利提升不大
管理费用	36	42	43	70	80	12.9%	121.8%	70	163	-56.7%	
财务费用	12	14	16	22	16	-27.5%	30.2%	22	68	-68.2%	贷款利率下浮
营业利润	4	44	41	67	371	453.0%	9102.6%	370	48	663.3%	
利润总额	14	47	50	46	374	721.3%	2549.9%	156	77	103.3%	
所得税	4	-3	11	17	53	209.5%	1363.8%	28	0	14586.9%	
净利润	1	28	20	-4	222	n.m.	16564.2%	46	19	143.7%	
EPS (元)	0.004	0.081	0.058	-0.010	0.639	n.m.	16556.5%	0.132	0.054	143.7%	
财务比率											
毛利率	10.6%	17.3%	15.0%	26.6%	38.4%	11.8%	27.8%	18.2%	17.2%	1.0%	
营业费用率	2.3%	2.7%	2.5%	2.7%	1.9%	0.2%	-0.4%	0.8%	3.6%	-2.7%	
管理费用率	5.7%	6.0%	5.3%	7.4%	6.2%	2.1%	0.5%	2.3%	7.7%	-5.5%	
财务费用率	1.9%	2.1%	1.9%	2.3%	1.2%	0.4%	-0.7%	0.7%	3.3%	-2.5%	
营业利润率	0.6%	6.4%	5.0%	7.0%	29.1%	2.0%	28.4%	12.0%	2.3%	9.7%	
净利润率	0.2%	4.0%	2.5%	-0.4%	17.4%	n.m.	17.2%	1.5%	0.9%	0.6%	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2：氟化工产品价格走势

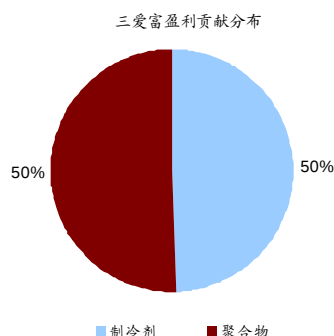


资料来源：产业在线，百川资讯，中金公司研究部

图表3：历史及未来财务数据，公司盈利构成

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入净额	2,680	2,102	3,096	4,290	5,508
主营业务利润	274	356	554	1,698	2,220
营业费用	-79	-75	-79	-103	-121
管理费用	-193	-163	-191	-279	-339
财务费用	-86	-68	-64	-60	-56
营业利润	-100	48	157	1,256	1,704
所得税	-5	-0	-28	-191	-258
净利润	-70	6	46	880	1,145
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	289	219	390	1,404	1,667
投资活动现金流净额	-267	9	-208	-151	-151
融资活动现金流净额	86	-278	-161	-117	-103
货币资金增加额	104	-50	22	1,135	1,413
资产负债表 (百万元)					
流动资产	1,094	941	1,633	2,746	4,513
长期投资	55	47	51	55	55
固定资产	1,442	1,272	1,230	1,195	1,121
流动负债	1,729	1,371	1,973	1,959	2,205
长期负债	27	27	12	-3	-17
少数股东权益	197	203	274	474	789
股东权益	720	740	786	1,666	2,811
总资产	2,673	2,340	3,044	4,096	5,789
财务指标					
主营业务利润率	10.2%	16.9%	17.9%	39.6%	40.3%
净利润率	-2.6%	0.3%	1.5%	20.5%	20.8%
净资产收益率	-9.7%	0.8%	5.8%	52.8%	40.7%
总资产负债率	65.7%	59.7%	65.2%	47.8%	37.8%
净资产负债率	117.4%	97.1%	82.5%	-32.7%	-71.3%
流动比率	0.6	0.7	0.8	1.4	2.0
速动比率	0.4	0.5	0.6	1.2	1.8
应收账款周转期	37.4	50.9	92.0	63.7	63.7
存货周转期	57.8	67.1	58.0	58.0	58.0
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

R22	2011E	2012E
销量 (吨)	40,000	40,000
权益销量 (吨)	28,000	28,000
销售单价 (含税)	24,000	26,000
毛利率	35%	40%
EPS	0.35	0.46
PTFE		
销量 (吨)	10,000	10,000
权益销量 (吨)	9,600	9,600
销售单价 (含税)	120,000	120,000
毛利率	50%	50%
EPS	0.96	0.96
R125		
销量 (吨)	8,000	15,000
权益销量 (吨)	6,400	12,000
销售单价 (含税)	120,000	100,000
毛利率	50%	45%
EPS	0.64	0.88
R32		
销量 (吨)	10,000	11,000
权益销量 (吨)	8,000	8,800
销售单价 (含税)	30,000	25,000
毛利率	25%	20%
EPS	0.08	0.05
PVDF		
销量 (吨)	5,000	10,000
权益销量 (吨)	2,500	5,000
销售单价 (含税)	100,000	110,000
毛利率	35%	40%
EPS	0.13	0.35
其它业务	0.37	0.61
合计EPS	2.53	3.30



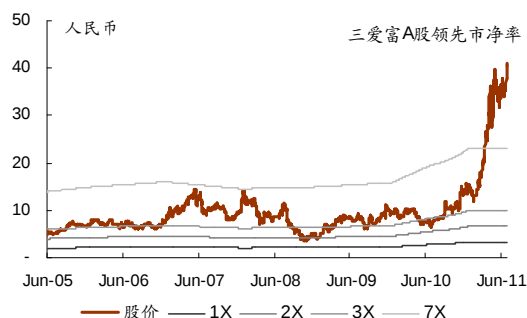
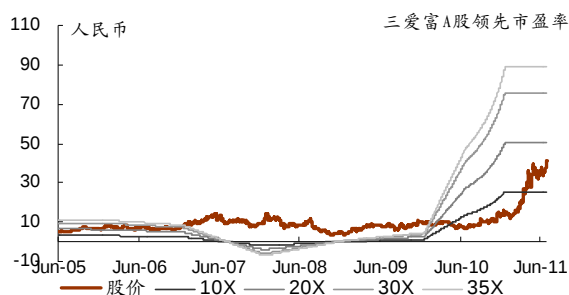
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表4：盈利预测变动

	2011E			2012E		
(人民币百万元)	调整前	调整后	变化(%)	调整前	调整后	变化(%)
主营业务收入	4,196	4,290	2.2%	5,374	5,508	2.5%
主营业务成本	2,778	2,576	-7.3%	3,520	3,267	-7.2%
主营业务利润	1,402	1,698	21.1%	1,833	2,220	21.1%
营业费用	101	103	2.2%	129	121	-6.0%
管理费用	273	279	2.2%	349	339	-3.0%
财务费用	60	60	0.0%	57	56	-1.2%
营业利润	968	1,256	29.7%	1,298	1,704	31.3%
利润总额	983	1,271	29.2%	1,313	1,719	30.9%
净利润	660	880	33.3%	832	1,145	37.6%
每股盈利	1.90	2.53	33.3%	2.40	3.30	37.6%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表5：公司 PE、PB Band 走势



资料来源：Bloomberg，公司公告，中金公司研究部

附表 6、中金公司重点覆盖化工行业公司估值表

公司名称	代码	货币	股价		市盈率			市净率				EV/EBITDA				
			2011-7-7	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E	2012E	
国内化肥公司																
云天化	600096 CH	CNY	19.89	151.8	32.7	20.8	12.4	2.6	2.5	2.3	2.1	17.5	11.5	9.5	7.6	
盐湖股份	000792 CH	CNY	59.58	37.2	41.3	24.1	18.9	15.1	11.9	6.9	5.7	41.5	50.3	21.8	17.2	
四川美丰	000731 CH	CNY	6.58	23.9	32.7	21.7	17.0	1.9	1.7	1.7	1.6	n.a.	8.9	6.2	5.8	
华鲁恒升	600426 CH	CNY	16.88	19.7	32.9	21.0	12.7	3.0	1.8	1.2	1.1	13.2	15.2	11.3	8.4	
六国化工	600470 CH	CNY	10.15	42.2	31.7	20.5	18.6	3.0	1.5	1.4	1.3	42.1	23.5	17.6	15.6	
冠农股份	600251 CH	CNY	34.37	453.2	2098.9	31.6	26.3	15.2	15.3	10.2	7.3	376.9	284.0	n.a.	742.6	
建峰化工	000950 CH	CNY	7.78	27.6	35.2	23.8	18.0	1.3	2.0	1.9	1.8	15.5	19.6	10.2	7.6	
玖源集团	827 HK	HKD	0.17	n.m.	n.a.	10.6	7.2	1.2	1.2	1.0	0.9	62.2	18.1	3.9	3.0	
中化化肥	297 HK	HKD	3.43	n.m.	38.2	13.0	10.8	1.7	1.6	1.4	1.2	n.m.	24.0	11.3	9.4	
中海石油化学	3983 HK	HKD	6.43	26.3	21.5	14.7	11.7	2.7	2.4	2.1	1.8	14.3	11.6	8.6	6.8	
平均				97.7	262.8	20.2	15.4	4.8	4.2	3.0	2.5	72.9	46.7	11.2	82.4	
中间值				32.4	32.9	20.9	14.9	2.7	1.9	1.8	1.7	29.5	18.8	10.2	8.0	
国内材料公司																
烟台万华	600309 CH	CNY	18.78	29.3	20.4	18.5	14.4	6.2	5.1	4.7	3.5	28.1	22.6	12.6	9.8	
新安股份	600596 CH	CNY	10.97	25.3	44.4	27.3	21.0	0.9	1.9	1.8	1.6	15.1	19.2	13.1	10.9	
*ST新材	600299 CH	CNY	13.24	n.m.	91.7	60.2	38.4	2.5	2.4	2.3	2.2	29.8	14.8	10.3	8.3	
三爱富	600636 CH	CNY	41.04	2445.8	309.9	16.2	12.4	19.3	18.1	8.6	5.1	53.5	27.5	9.2	7.1	
巨化股份	600160 CH	CNY	34.64	208.4	36.2	12.8	9.8	9.7	8.7	6.8	4.5	58.2	23.4	9.3	7.3	
山西三维	000755 CH	CNY	12.00	529.2	168.7	54.4	40.6	2.6	2.6	2.5	2.3	23.6	15.7	15.5	13.6	
沈阳化工	000698 CH	CNY	9.89	95.3	30.4	16.0	12.4	2.3	2.2	2.0	1.7	23.0	11.7	7.5	6.6	
澄星股份	600078 CH	CNY	10.41	118.4	146.5	52.5	33.4	4.4	4.3	4.0	3.6	25.3	21.0	13.7	11.8	
兴发集团	600141 CH	CNY	21.43	55.5	42.1	29.1	26.7	6.3	4.6	4.1	3.7	29.4	16.3	12.0	10.2	
云维股份	600725 CH	CNY	9.67	63.5	32.2	24.3	18.9	2.4	2.3	2.2	2.0	21.0	13.0	10.0	8.6	
丹化科技	600844 CH	CNY	19.18	n.m.	1099.0	46.6	12.0	11.9	6.6	9.4	5.4	9048.2	464.9	18.3	6.8	
丹科B	900921 CH	USD	1.02	n.m.	58.4	2.5	0.6	0.6	0.4	0.5	0.3	1300.4	66.8	2.6	1.0	
烟台氨纶	002254 CH	CNY	19.20	28.7	19.6	20.4	16.7	2.0	2.9	3.9	3.4	26.5	15.7	11.1	8.7	
普利特	002324 CH	CNY	16.18	22.7	21.7	32.1	21.8	2.2	2.1	3.8	3.4	37.7	40.3	24.8	16.8	
中国玻纤	600176 CH	CNY	31.53	n.m.	65.4	18.5	13.7	11.1	9.5	3.6	3.1	29.8	13.6	10.2	8.8	
天晟新材	300169 CH	CNY	33.80	66.8	48.6	45.4	32.2	11.5	9.3	4.9	4.3	71.0	51.4	26.9	19.4	
平均				307.4	139.7	29.8	20.3	6.0	5.2	4.1	3.1	676.3	52.4	12.9	9.7	
中间值				65.2	46.5	25.8	17.8	3.5	3.6	3.8	3.4	29.6	20.1	11.6	8.7	

资料来源：Wind，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

