

化工新材料 II

三爱富 (600636. SH) /27.55 元

借杜邦东风，公司快速成长可期

事项

2011 年 9 月 22 日，三爱富发布公告，公司同杜邦中国签署《意向书》，拟于 2012 年在江苏常熟共同投资设立合资企业，双方各自持有注册资本的 50%。该合资企业将主要生产聚四氟乙烯（PTFE）和聚全氟乙丙烯（FEP），并将在新产能和技术方面做出重大投资，以支持中国快速成长的氟聚合物市场。

主要观点

- 氟树脂 PTFE 和 FEP 性能优异，市场前景广阔。**PTFE 具有很强的耐腐蚀、耐磨损和耐温性能，同时化学性能稳定，密封性、绝缘性、不粘性和抗老化性良好，广泛应用于包装、电子电器、能源化工、涂料等诸多领域，被誉为“塑料之王”，全球消费量超过 10 万吨，占据了氟树脂消费总量的 60% 以上。FEP 除了具备良好的热性能、化学稳定性和力学性能外，还具备优异的加工性能，广泛应用于各种管材、化工设备以及电线电缆等，全球消费量超过两万吨。尽管全球 PTFE 产能呈现过剩状态，但由于原材料 R22 国内无新增产能、国外产能大幅关停，且被 R125 等制冷剂产品分流，导致 PTFE 实际产量供不应求。
- 同杜邦合资有助于大幅提升公司的技术水平和产品附加值。**国内氟树脂生产技术落后，多为低端产品，附加值较低，高端产品大都依赖进口。而杜邦在氟聚合物尤其是 PTFE 领域处于世界龙头地位，技术遥遥领先，其“特氟龙”商标享誉全球。公司同杜邦合资有望获得技术上的突破，进而成为国内高端氟塑料领域的开拓者和领头羊。
- 高端氟树脂材料有望获得国家重点支持，成长空间广阔。**氟化工产业升级是国家的重点发展方向，氟聚合物又是其中的重点领域，“十二五”期间有望获得国家大力支持。未来五年，氟化工行业产值有望由 2010 年的 500-600 亿元发展到 1500 亿元，年复合增速超过 20%，其中基础化学品的比例将由 50% 下降到 30%，主流及尖端产品的比例将分别达到 60% 和 20%。
- 杜邦 R410a 专利年底将过期，公司产品有望量价齐升。**公司同杜邦具有长期合作关系，其 1 万吨 R32 和 8000 吨 R125 产能主要供应杜邦生产 R410a。由于 R410a 技术主要掌握在杜邦等国际巨头手中，价格很高，因此压制了市场需求，且公司作为其原材料供应商议价能力不强。今年年底杜邦的 R410a 专利将到期，预计市场需求将大幅增长，并拉动 R32 和 R125 的消费。另外，垄断打破后公司 R32 和 R125 的议价能力有望提高，盈利能力将得到增强。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：冀光坤
Tel：010-59370811
Email：jiguangkun@hczq.com

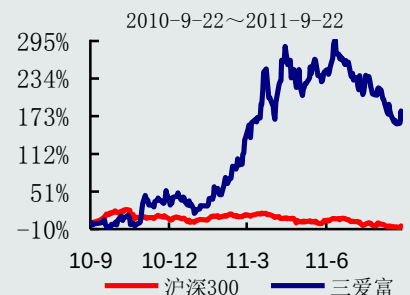
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	34723
流通 A 股/B 股(万股)	34723/0
资产负债率(%)	50.43
每股净资产(元)	3.69
市盈率(倍)	19.26
市净率(倍)	7.46
12 个月内最高/最低价	42.19/9.11

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《掘金制冷剂，公司 11 年爆发式增长》 2011-04-29
《处于复苏阶段 发展前景较好》 2010-06-17

- 5) **新型产品多点开花，长期持续增长可期。**公司正在布局多个新型氟化工项目，主要包括 HFO1234yf、PCE 法 R125 及 PVDF 等。HFO1234yf: HFO1234yf 是用于替代 R134a 的新型汽车制冷剂，欧盟自今年起已经开始禁用 R134a，预计该产品市场前景广阔。公司 3000 吨产能预计年底达产，将主要供给杜邦。R125: 同目前主流的单体法相比，PCE 法具有较高的技术壁垒，但生产成本大幅下降，是未来的发展趋势，另外由于 R410a 未来将逐步替代 R22，R125 的市场需求预计将长期保持较快增长，公司 5000 吨 PCE 法 R125 项目一旦成功，前景非常乐观。PVDF: PVDF 具有良好的耐化学腐蚀、耐高温、耐氧化、耐辐射和耐候性能，并且具有热电性、介电性等特殊性能，广泛应用于石油石化、电子电器以及建筑涂料等领域。公司是国内唯一能大规模产业化生产 PVDF 的公司，截至 2010 年底，公司拥有 4000 吨 PVDF 产能，预计今年底将达一万吨，成为全球化 PVDF 生产基地。
- 6) **盈利预测与投资建议。**淡季已过，R22 价格企稳回升，下游厂商备货行情即将启动；国内含氢氯氟烃淘汰拉开序幕，新型制冷剂迎来发展良机。预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 2.3 元和 2.8 元，对应 PE 为 12X 和 10X，维持强烈推荐评级。

风险提示

产品价格回落；新项目达产晚于预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1633	3671	5487	7525
现金	334	3388	5161	7242
应收账款	579	141	159	138
其它应收款	12	3	3	3
预付账款	117	44	49	44
存货	403	39	43	39
其他	189	56	72	59
非流动资产	1411	1184	996	719
长期投资	51	16	21	16
固定资产	1098	1422	1681	1875
无形资产	72	106	153	188
其他	190	-360	-859	-1360
资产总计	3044	4855	6482	8244
流动负债	1973	319	388	356
短期借款	924	216	252	218
应付账款	125	29	28	28
其他	924	74	107	110
非流动负债	12	53	81	97
长期借款	0	22	45	66
其他	12	31	35	31
负债合计	1984	372	468	453
少数股东权益	274	734	1294	1944
股本	347	347	347	347
资本公积金	127	2292	2292	2292
留存收益	312	1110	2080	3207
归属母公司股东权益	786	3749	4720	5847
负债和股东权益	3044	4855	6482	8244

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	325	1626	1819	2167
净利润	114	1258	1531	1777
折旧摊销	172	176	242	307
财务费用	61	60	54	40
投资损失	-21	0	0	0
营运资金变动	-83	92	-11	46
其它	81	39	3	-3
投资活动现金流	-168	37	-52	-32
资本支出	123	-8	0	0
长期投资	-53	-44	5	-5
其他	-98	-14	-47	-36
筹资活动现金流	-148	1391	6	-54
短期借款	-33	-709	37	-35
长期借款	-20	22	23	21
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	2165	0	0
其他	-95	-87	-54	-40
现金净增加额	5	3055	1772	2081

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3024	5715	7115	8182
营业成本	2492	3506	4454	5138
营业税金及附加	9	17	21	24
营业费用	76	144	179	206
管理费用	187	354	440	506
财务费用	61	60	54	40
资产减值损失	68	70	70	70
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	21	0	0	0
营业利润	150	1564	1897	2197
营业外收入	18	0	0	0
营业外支出	29	30	30	30
利润总额	139	1534	1867	2167
所得税	24	276	336	390
净利润	114	1258	1531	1777
少数股东损益	72	460	560	650
归属母公司净利润	42	798	971	1127
EBITDA	384	1801	2192	2544
EPS（元）	0.13	2.30	2.80	3.25

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	43.8%	89.0%	24.5%	15.0%
营业利润	159.4%	942.6%	21.2%	15.9%
归属母公司净利润	124.2%	1785.6%	21.6%	16.1%
获利能力				
毛利率	17.6%	38.7%	37.4%	37.2%
净利率	1.4%	14.0%	13.6%	13.8%
ROE	5.4%	21.3%	20.6%	19.3%
ROIC	10.9%	99.2%	138.0%	217.7%
偿债能力				
资产负债率	65.2%	7.7%	7.2%	5.5%
净负债比率	47.08%	63.98%	63.54%	62.61%
流动比率	0.83	11.51	14.15	21.14
速动比率	0.62	11.39	14.04	21.03
营运能力				
总资产周转率	1.12	1.45	1.26	1.11
应收帐款周转率	8	16	47	55
应付帐款周转率	21.20	45.46	154.38	182.48
每股指标(元)				
每股收益	0.12	2.30	2.80	3.25
每股经营现金	0.94	4.68	5.24	6.24
每股净资产	2.26	10.80	13.59	16.84
估值比率				
P/E	275.72	14.62	12.02	10.35
P/B	14.84	3.11	2.47	2.00
EV/EBITDA	33	7	6	5

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801