

业绩环比下滑明显

未来关注新产品贡献

投资要点:

1. 事件

公司发布 2012 半年度报告,上半年公司实现营业收入 16.00 亿元,同比下降 40.80%,利润总额 1.39 亿元,同比下降 82.72%,归属母公司所有者的净利润 0.91 亿元,同比下降 81.66%,对应每股收益 0.24 元。

2012 年 4-6 月公司实现营业收入 7.04 亿元,归属于上市公司股东净利润 0.06 亿元,对应每股收益 0.02 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、氟化工低迷,业绩环比下滑明显

公司 2 季度单季实现净利润 652.1 万,对应每股收益 0.02 元,对比 1 季度主业 2530.8 万元的盈利,业绩环比下滑相当明显。主要有两方面的因素,一是因为下游需求疲软,2 季度制冷剂、氟树脂等价格持续下降。另一方面是氟化工行业低迷下,公司产品销量出现下滑,特别是由于 PVDF 装置爆炸影响了销量。

本期含氟产品毛利率 16.96%,同比下降 18.68 个百分点。分业务来看,CFC 替代品价格急剧下降,毛利率同比下降 25.02 个百分点,是导致公司毛利率和利润下滑的主要因素。含氟聚合物及 CFC 产品毛利率则同比下降 5.11 和 6.21 个百分点。

(二)、行业复苏有待下游需求改善,新增产能将压低价格中枢

2012 年上半年我国空调销量同比下滑了 6.2%,需求不振直接影响了制冷剂的开工,价格一路走低。下游需求锐减是制冷剂景气下滑的主要原因,空调市场的回暖则有助于制冷剂价格的回升。空调行业库销比处于近几年的低位,短期需求承压,但销量下滑趋势将减缓,有望恢复正常的增长。

R22 新增供给受到限制,供需情况较好,需求回暖后价格弹性大。今明两年 HFC 制冷剂产能快速扩张,后期将难以重回 11 年景气高点的价格水平,价格波动区间收窄。

三爱富 (600636.SH)

中性 评级

分析师

袁孝锋

✉: qiu Xiaofeng@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511050001

李国洪

✉: liguo hong@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511010001

王强

✉: wangqiang_yj@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511080002

胡 昂

✉: huang@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130512070003

市场数据

时间 2012-8-17

A 股收盘价(元)	14.86
A 股一年内最高价(元)	34.00
A 股一年内最低价(元)	13.92
上证指数	2115
市净率	3.20
总股本(万股)	38195
实际流通 A 股(万股)	38195
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	56.76

(三)、新产品层出不穷，占据氟领域高点

公司作为我国有机氟领域的领头人，一直致力于新型产品的开拓。氟化工行业正处于产品更新换代的转型周期，具有技术和规模优势的企业将受益，特别是拥有领先产品的公司会迅速脱颖而出。

PVDF 主要应用于氟碳涂料、太阳能光伏电池背板膜和水处理膜等领域，其中太阳能背板膜未来应用潜力巨大。PVDF 是公司的明星产品，也是公司积极发展的产品，国内只有公司能规模生产，产品质量接近国际先进水平。公司 PVDF 产业链完整，上游原料 R152a、R142b 完全配套，成本优势显著。

四氟丙烯作为汽车空调制冷剂，环保性能优良，ODP 值为 0，GWP 值仅为 4，未来可能替代 R134a，市场前景巨大。公司与杜邦合作开发生产四氟丙烯，一期项目 3000 吨已建设完成，满产则全年预计贡献利润 0.9 亿元。公司有望启动二期 3000 吨项目。

公司在自行研发新型产品的同时，也积极与跨国巨头进行合作，公司与杜邦中国将于明年以 50:50 比例成立合资企业，主要生产 PTFE 和 FEP 树脂，此举有利于增强公司在氟树脂领域的核心竞争力。中国快速成长的氟树脂市场也将会为公司带来更加广阔的发展空间。

3. 投资建议

公司拥有完整的有机氟化工产业链，研发能力突出，是国内最具潜力的氟化工企业。公司未来看点是常熟地区四氟丙烯的建成投产和内蒙基地 PVDF 原料配套带来的成本的降低。但短期来看，氟化工行业弱势依旧，下半年出现反弹的可能性较小。我们预计公司 12-13 年 EPS 分别为 0.43 元、0.68 元，对应目前股价 PE34.6x、21.9x，给予“中性”评级。关注萤石、制冷剂政策因素的催化剂。

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
流动资产	941	1633	2016	2639	3101
现金	302	334	601	1532	1874
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	101	189	311	233	263
应收款项	180	579	465	348	392
其它应收款	12	12	12	10	12
存货	320	403	551	459	498
其他	26	117	76	57	62
非流动资产	1399	1411	1543	1583	1636
长期股权投资	47	51	54	54	54
固定资产	1121	1098	1053	1053	1053
无形资产	62	72	70	72	75
其他	169	190	365	404	454
资产总计	2340	3044	3559	4223	4737
流动负债	1371	1973	1613	1517	1405
短期借款	957	924	633	500	400
应付账款	110	125	177	172	187
预收账款	13	32	24	23	25
其他	291	892	779	822	793
长期负债	27	12	11	20	20
长期借款	20	0	0	0	0
其他	7	12	11	20	20
负债合计	1398	1984	1624	1537	1425
股本	347	347	347	382	382
资本公积金	127	127	139	139	139
留存收益	266	312	1043	1451	1949
少数股东权益	203	274	404	699	880
归属于母公司所有者权益	740	786	1530	1972	2471
负债及权益合计	2340	3044	3559	4208	4775

利润表

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
营业收入	2102	3096	4610	3449	3890
营业成本	1740	2532	2958	2869	3112
营业税金及附加	6	9	20	14	16
营业费用	75	79	95	72	82
管理费用	163	191	319	241	272
财务费用	68	64	69	23	11

资产减值损失	2	63	(3)	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	11	14	0	0
营业利润	58	168	1165	228	398
营业外收入	24	18	22	25	25
营业外支出	5	29	16	15	15
利润总额	77	156	1172	238	408
所得税	0	28	174	31	61
净利润	77	128	998	207	347
少数股东损益	58	82	266	41	87
归属于母公司净利润	19	46	731	166	260
EPS (元)	0.05	0.13	2.11	0.43	0.68

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010	2011	2012E	2013E
经营活动现金流	219	390	1113	685	432
净利润		46	731	167	263
折旧摊销		0	0	207	207
财务费用		0	0	22	6
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	0	250	(132)
其它		344	381	39	88
投资活动现金流	9	(208)	(383)	(300)	(310)
资本支出		0	0	(310)	(310)
其他投资		(208)	(383)	10	0
筹资活动现金流	(278)	(161)	(437)	282	(106)
借款变动		0	0	296	(100)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	0	0	0
其他		(161)	(437)	(13)	(6)
现金净增加额	(50)	22	293	667	16

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁孝锋，李国洪，王强，胡昂，石油化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn