

三爱富 (600636)/8.52 元

上调全年盈利预测

李静

86-10-82295577-637

lijing1@ccs.com.cn

周期性消费品·化学原料制造业

 估值区间: **8.80—11.65 元**

谨慎推荐 A(维持)

中期业绩远远超出预期,获大额所得税抵免,转嫁成本风险能力强,全年盈利预测上调,评级维为“谨慎推荐”评级。

- **中期业绩超出预期。**22005 年 1-6 月公司累计实现主营业务收入 110714 万元,实现利润总额 15609 万元,实现净利润 9607 万元,同比分别增长 26.25%、32.08%、50.49%。每股收益 0.396 元,业绩远远超过预期。
- **所得税抵免增加净利润 1330 万元。**由于控股子公司常熟三爱富中昊化工新材料有限公司因技术改造国产设备,获国家抵免所得税 1900 万元,使公司合并净利润增加 1330 万元。除却此因素,公司净利润增幅 29.6%。
- **公司转嫁成本风险能力强,毛利率提升。**虽然公司主要原材料三氯甲烷、萤石矿等价格上涨,但公司产品价格增幅更大,完全转嫁了成本上升的不利影响,主营毛利率同比上升 0.5 个百分点。尤其是盈利能力较强的 CFC 替代品,其毛利率提高 1.26 个百分点,对主营收入的贡献进一步加大。
- **欧盟 PTFE 反倾销短期内影响不大。**公司表示,目前国内 PTFE 市场需求良好,公司产品出口很少,基本都在国内销售。
- **人民币升值对公司影响弊大于利。**公司生产原材料三氯甲烷进口较多,人民币升值可降低进口成本。但是,公司的主要产品 CFC 替代品出口量较大,CFC 替代品是公司的主要收入和利润来源,人民币升值对其很不利。综合而言,汇率上升对公司影响弊大于利。但是由于人民币升值幅度较小,对公司总体影响不大。
- **全年盈利预测上调。**预计 05 年实现净利润 14212 万元,同比增幅 52%,每股收益 0.585 元。
- **评级维持“谨慎推荐”。**作为氟化工领域的排头兵,在原材料不断价涨的 04、05 年,三爱富交出了一份又一份的亮丽答卷。公司目前正在积极准备股改方案,年内完成的可能性极大。

上证指数: 1177.28

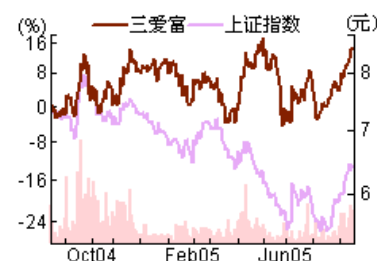
股本数据

A 股总股本(万)	24281.66
流通 A 股(万)	10708.37
流通市值(亿)	9.12

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	6.90	-0.57
6 个月(%)	2.44	16.78
1 年(%)	9.42	15.01
52 周波动(元)	6.06—8.64	

股价走势



资料来源: 招商证券

相关研究

欧盟对 PTFE 反倾销初裁 近期影响不大 3/29/2005
 CFC 替代品对业绩贡献明显加大 3/24/2005
 爆炸无碍业绩翻番 CFC 替代品发展是重点 11/18/2004

主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	182,736	222,937	269,531	243,837
同比增长率(%)	66.15%	22.00%	20.90%	-9.53%
营业利润(万元)	20,104	24,620	30,246	28,607
同比增长率(%)	76.58%	22.46%	22.85%	-5.42%
净利润(万元)	9,346	14,212	15,079	15,946
同比增长率(%)	91.87%	52.08%	6.10%	5.75%
主营利润率(%)	19.26%	20.12%	20.22%	21.22%
营业利润率(%)	11.00%	11.04%	11.22%	11.73%
净利润率(%)	5.11%	6.38%	5.59%	6.54%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.385	0.585	0.621	0.657
每股净资产(元)	2.28	2.70	3.17	3.69
净资产收益率(%)	16.89%	21.66%	19.56%	17.80%
每股股息(元)	0.08	0.16	0.15	0.14
股息收益率(%)	0.90%	1.90%	1.76%	1.65%
负债率(%)	57.95%	56.37%	55.41%	52.65%
P/E(倍)	22.14	14.56	13.72	12.97
P/B(倍)	3.74	3.15	2.68	2.31
EV/EBITA(倍)	8.54	6.62	5.52	5.50

一、经营回顾

大额所得税抵免 业绩增幅超预期

2005 年 1-6 月公司累计实现主营业务收入 110714 万元，实现利润总额 15609 万元，实现净利润 9607 万元，与去年同期相比分别增长 26.25%、32.08%、50.49%。由于控股子公司常熟三爱富中昊化工新材料有限公司因技术改造国产设备，获国家抵免所得税 1900 万元，使公司合并净利润增加 1330 万元。除却此因素，公司净利润增幅 29.6%。公司上半年业绩远远超过预期。

CFC 替代品贡献进一步加大

图 1 2004 年主营收入构成

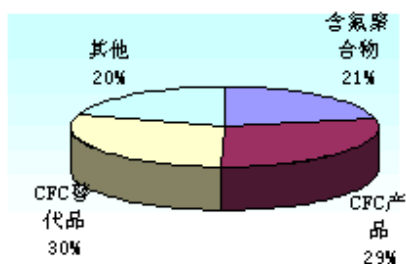
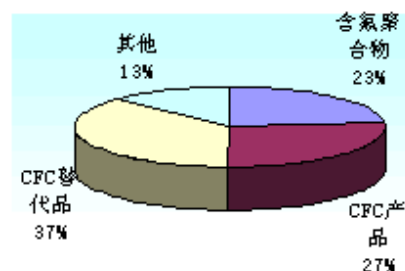


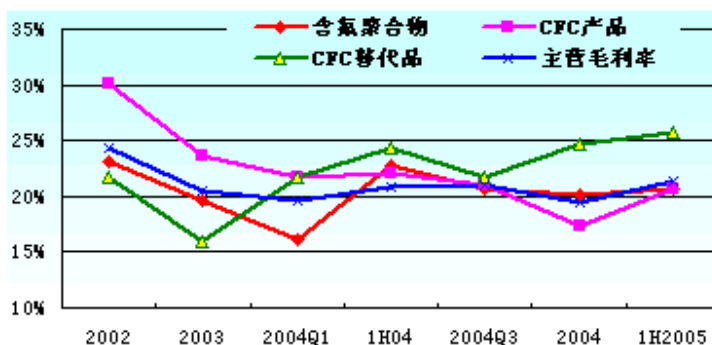
图 2 2005 年中期主营收入构成



毛利率提高

虽然公司主要原材料三氯甲烷、萤石矿等价格上涨，但公司产品价格增幅也较大，完全转嫁了成本上升的不利影响。主营毛利率同比上升 0.5 个百分点。

图 3 毛利率走势



二、财务状况

表 1 主要财务指标

会计年度:	2004	1H05
盈利能力		
销售毛利率	19.39%	21.42%
销售净利率	5.11%	8.68%
净资产收益率	16.89%	15.07%
负债能力		
流动比率	0.85	0.81
速动比率	0.54	0.53
资产负债比率	57.95%	55.33%
现金流量		
每股经营现金流	0.35	0.32
净利润现金含量	0.91	0.82
营运能力		
应收账款周转率	20.59	8.08
存货周转率	7.56	3.53
发展能力		
主营业务收入增长率	66.15%	26.25%
净利润增长率	91.87%	50.49%
净资产增长率	15.62%	21.68%
总资产增长率	44.93%	30.49%

三、盈利预测

公司业绩增长主要依靠：1、氟里昂替代品、含氟聚合物产量增长；2、产品价格提高；3、05 年公司或的所得税抵免增加净利润 1330 万元。

欧盟 PTFE 反倾销短期内影响不大。2005 年 6 月 7 日，欧盟委员会作出了对中国进口的 PTFE（聚四氟乙烯）征收临时反倾销税的初裁，即从 2005 年 6 月 9 日起所有由中国进口的 PTFE 要征收 62.7% 的临时反倾销税。利害关系人有 30 天的时间对欧委会的裁决发表评论。2005 年 12 月 8 日之前公布征收最终反倾销税的决，并从 2005 年 12 月 9 日起生效（即还有 6 个月的调查期）。公司表示，目前国内 PTFE 市场需求良好，公司产品出口很少，基本都在国内销售。

人民币升值对公司影响弊大于利。公司生产原材料三氯甲烷进口较多，人民币升值可降低进口成本。但是，公司的主要产品 CFC 替代品出口量较大，CFC 替代品是公司的主要收入和利润来源，人民币升值对其很不利。综合而言，

汇率上升对公司影响弊大于利，但是由于人民币升值幅度较小，对公司总体影响不大。

表 2 损益表预测（万元）

会计年度:	2004	2005	2006	2007
主营业务收入	182735.57	222937.40	269531.30	243836.89
减：主营业务成本	147294.77	177458.17	214277.38	191411.96
主营业务税金及附加	251.21	624.22	754.69	682.74
主营业务利润	35189.59	44855.01	54499.23	51742.19
加：其他业务利润	499.67	500.00	500.00	500.00
营业费用	4331.75	5350.50	6603.52	6095.92
管理费用	9599.08	11815.68	14285.16	12923.36
财务费用	1654.50	3569.03	3864.81	4616.14
营业利润	20103.93	24619.80	30245.74	28606.77
加：投资收益	385.19	1000.00	1000.00	1000.00
补贴收入	19.40	550.00	0.00	0.00
利润总额	18862.89	26289.80	31295.74	29656.77
减：所得税	6524.31	6556.94	9388.72	7117.62
减：少数股东损益	2993.04	5520.50	6828.40	6593.00
净利润	9345.54	14212.36	15078.62	15946.14
每股收益，元	0.385	0.585	0.621	0.657

四、投资建议

作为氟化工领域的排头兵，在原材料不断价涨的 04、05 年，三爱富交出了一份又一份的亮丽答卷。公司目前正在积极准备股改方案，年内完成的可能性极大。投资评级暂维持“谨慎推荐 A”。

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。