

Value report

牵手国际化工巨头 致力高端有机氟产品

——三爱富股份有限公司投资价值分析报告

上海申银万国证券研究所有限公司 郑治国

一、有机氟行业中的高端产品前景广阔

有机氟材料是指含有氟元素的碳氢化合物,是一种非常重要的化工新型材料,具有卓越的耐化学性和热稳定性,广泛用于国防军工、电子电器、机械、化工、纺织等各个领域。从性能和用途来分,有机氟材料主要包括氟氯烃及其代用品、含氟聚合物、含氟精细化学品。

(一)CFCs(氟氯烃)及其代用品:低GWP值的含氟烃(HFCs)市场需求巨大

众所周知,由于CFCs(氟氯烃)类产品易造成大气的臭氧层变薄甚至产生空洞,发达国家于1995年底停止生产CFCs,而我国从1996年起,也逐年限产CFCs,逐步拆除氟氯烃(CFCs)生产装置,到2007年7月1日起禁止生产F11、F12、F113、F114、F115等CFC产品,CFC等产品的市场将会逐年萎缩,前景不容乐观,但必将使CFCs(氟氯烃)的替代品面临着巨大的市场空间。

根据目前化学工艺的发展,目前及未来的CFCs(氟氯烃)的替代品主要包括以下几种有机化合物:

- 含氢氟氯烃(HFCs):主要包括HCFC-22、HCFC-141b、HCFC-142b、HCFC-123等。
●含氟烃(HFCs):主要包括HFC-32、HFC-125、HFC-134a、HFC-152a、HFC-227ea、HFC-236fa等。
●烃类(HCs):主要包括丙烷、乙烷、丙烯、丁烷等更长碳链的烃类。
●全氟烃类(PFCs):主要PFC-116、PFC-218等。

表1:含氢氟氯烃(HFCs)和含氟烃(HFCs)的ODP值和GWP值

Table with 4 columns: 温室气体种类, 分子式, ODP (破坏臭氧层潜势), GWP (全球变暖潜势). Rows include HCFC-22, HCFC-141b, HCFC-142b, HCFC-123, HFC-32, HFC-125, HFC-134a, HFC-143a, HFC-152a, HFC-227ea, HFC-236fa, HFC-245ca.

资料来源:《中国化工报》

在上述四类CFC替代产品中,由于含氢氟氯烃(HFCs)类替代产品的ODP值(破坏臭氧层潜势)仍不能达到零,因此只是中间过渡产品,到2040年将会被完全禁止生产,而低GWP值的含氟烃(HFCs)制冷剂(如F152a、F134a等)由于其ODP值为零,不会对臭氧层产生破坏,对全球变暖的负面影响也较小,而且也能凭借其价格优势明显领先于烃类(HCs)。全氟烃类(PFCs)类制冷剂,具有巨大的市场空间。

(二)含氟聚合物及其加工产品:氟橡胶步入高速增长期

含氟聚合物主要包括氟树脂和氟橡胶两大类。
1、氟树脂:聚全氟乙烯(F46)、聚偏氟乙烯(PVDF)等高端氟树脂具有发展潜力。

氟树脂主要包括:聚四氟乙烯(PTFE)、聚全氟乙丙烯(F46)、聚偏氟乙烯(PVDF)和聚三氟氯乙烯(PCTFE)等,其中聚四氟乙烯(PTFE)是我国氟塑料的主要品种,PTFE含氟聚合物生产能力所占比例接近90%,而聚全氟乙丙烯(F46)、聚偏氟乙丙烯(PVDF)和聚三氟氯乙烯(PCTFE)等高端氟树脂则由于技术壁垒等原因,供给吃紧,不能有效满足国内市场需要,只能从国外大量进口。

从90年代中后期以来,我国PTFE的产能迅速扩张,产量增长迅速,年复合增长速度达到30%以上,使PTFE的供给增速明显高出需求增速,我国聚四氟乙烯(PTFE)已明显进入成熟期,企业之间的竞争十分激烈。其次,从PTFE的供给结构来看,综合性能及加工性能较差的普通中粒度悬浮树脂比例达到了60%以上,而加工性能较好的细粒度悬浮树脂还不到40%,也在很大程度上制约了PTFE的发展空间。

2、氟橡胶:步入高速增长期,国内缺口巨大
氟橡胶以其良好的耐高温性、耐油性广泛应用于汽车、石油化工、航空航天及其他行业,目前氟橡胶在汽车、石油化工、航空航天及其他行业的应用比例分别为60%、15%、25%。

2000年我国各类氟橡胶消耗总量约为1100吨,2005年需求量将约为6000吨,估计到2010年氟橡胶的需求量将达到10000吨,年均需求量的增长速度在30%以上。尽管面临着如此巨大的市场,但截止到2005年底,目前国内生产厂家三爱富(年产量为1000吨)、四川晨光研究院的二分厂(年产量为1500吨)和江苏梅兰(年产量为500吨),合计年产量目前仅为2000吨左右,70%左右的氟橡胶产品则需要通过进口来满足国内市场需求。

(三)含氟精细化学品:市场前景看好

含氟精细化学品包括高纯氟化氢、含氟芳香族中间体、含氟表面活性剂和含氟液体等,在医药和农药方面具有广泛的应用前景。我国含氟芳香族中间体大量出口,并在国际市场上有很大的市场份额,而其它含氟精细化学品大量依靠进口。其中我国能够真正生产的含氟精细化学品有全氟辛酸、全氟三丁胺、氟氯苯系列产品等,也能满足市场需求。

二、三爱富的行业竞争优势:牵手杜邦国际化工巨头 致力高端有机氟产品

三爱富以全国重点的有机氟研究所为依托,具有较强的技术实力。自20世纪60年代起,先后研究开发了含氟聚合物、含氟精细化工产品等80多个高端有机氟产品,积极打造从低端到高端的有机氟产业链,并凭借同杜邦国际化工巨头的密切战略合作,积极发展高端有机氟产品。

(一)与杜邦国际跨国公司的密切战略合作

内容摘要

●高端有机氟产品前景广阔

有机氟材料作为一种非常重要的化工新材料,应用广泛,其中低GWP值的含氟烃(HFCs)、聚全氟乙丙烯(F46)、聚偏氟乙烯(PVDF)等高端氟树脂、氟橡胶、全氟辛酸等氟精细化学品前景广阔。

●三爱富竞争优势:牵手杜邦国际化工巨头 致力高端有机氟产品

三爱富以全国重点的有机氟研究所为依托,积极打造从低端到高端的有机氟产业链,并凭借同杜邦国际化工巨头的密切战略合作,积极发展高端有机氟产品,不但CFC替代产品具有垄断地位,真正做到了市场竞争中的“有我全、有我精”。而且全氟辛酸、氟橡胶、PVDF等

也明显领先于国内竞争对手,在国内氟化工行业的竞争中具有“你无我有”的领先优势。

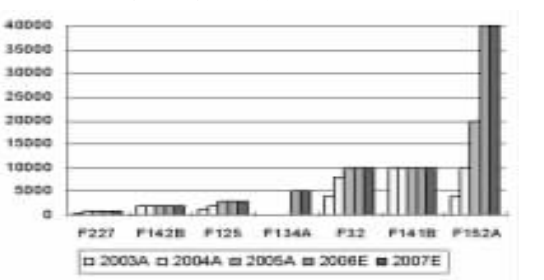
●有机氟产品的深入拓展保证了主业成长

随着公司F152a、F134a、高端PTFE、聚偏氟乙丙烯(PVDF)、六氟丙烯等高端氟产品在2006年的陆续投产投产,未来两年能够保持20%的增长速度。

●CDM项目“天上掉馅饼”

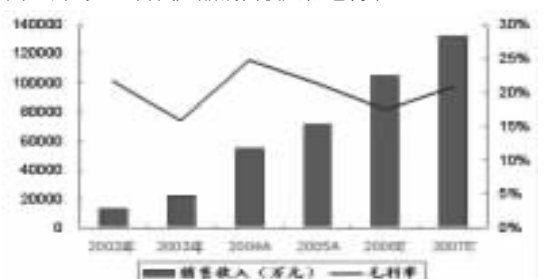
公司CDM的项目已于06年3月10日在联合国CDM理事会注册,经过8个周的公示后便可获得批准,从而将在2006年中期开工建设,根据确定的分成比例和6欧元/吨的CO2排放权平均价格,则会给三爱富在2007-2013年间年增0.41元/股的EPS。

图3:CFC替代产品的产能扩展(万吨)



资料来源:公司年报数据,申银万国证券研究所

图4:公司CFC替代产品销售收入和毛利率



资料来源:公司年报数据,申银万国证券研究所

由于公司扩产的F152a、F134a等产品售价都较高,比如F134a作为一种,其价格目前基本维持在5万/吨左右,销售毛利率达到40%左右,因此将带来未来两年的CFC替代产品的平均价格获得明显提高,从而使公司CFC替代产品的06年、07年的销售收入及销售毛利仍将快速增长,我们预测公司2006年、2007年将实现销售收入为10.5亿元、13.2亿元,分别同比增长45%、26%,实现销售毛利1.84亿元、2.63亿元,分别同比增长20%、42%,仍将保持较快增长速度。

3.2.2 氟聚合物:新增2500吨高端PTFE和3500吨同杜邦配套的3500吨四氟乙烷

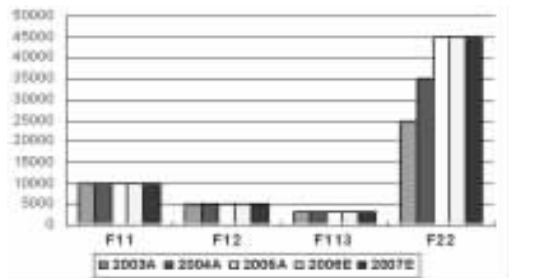
公司目前的氟聚合物主要包括7500吨PTFE、1000吨氟橡胶两类产品,其中公司2006年上半年达产的2500吨高端PTFE、2006年9月份投产的杜邦公司3000吨高端PTFE产品配套提供3500吨四氟乙烷原料将是公司未来两年的主要增长点。由于公司的2500吨高端PTFE及3500吨四氟乙烷原料均是市场短缺产品,盈利较好,是氟聚合物未来两年的成长的重要原因,我们预测公司2006年、2007年将实现销售收入为5.6亿元、6.6亿元,分别同比增长17%、18%,实现销售毛利1.2亿元、1.5亿元,分别同比增长30%、25%。

3.2.3 潜液高端氟聚合物和含氟精细化学品基地将成为07年业绩增长的主要动力

高端氟聚合物和含氟精细化学品是公司“十一五”规划中重点发展的领域,公司1000吨/年聚偏氟乙烷(PVDF)和100吨/年六氟丙烯项目预计2006年6月竣工,估计将会给公司年增加销售收入12000万元,净利润1800万元。另外,在不远的将来,公司潜液高端氟聚合物和含氟精细化学品基地第2、3期工程也将陆续开工建设,使公司做强潜液高端氟聚合物和含氟精细化学品基地的建设,并适时做大氟化精细化学品,从而使公司上述两个领域明显领先于国内竞争对手。

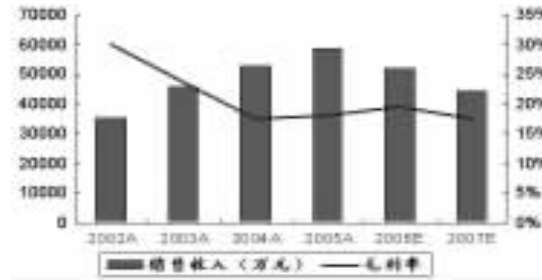
3.2.4 CFC产品:受CFC削减的配额影响,将出现小幅下滑
公司的CFC产品主要包括F11、F12、F113及F22,在2007年7月1日完全取消CFC产品生产的大背景下,将会使公司的F11、F12及F113三种CFC产品在2006年、2007年将会削减配额,从而使CFC产品的收入及盈利将会出现下降。

图5:公司CFC产品产能 单位:吨



资料来源:公司年报,申银万国证券研究所

图6:公司CFC销售收入及毛利率



资料来源:公司年报,申银万国证券研究所

尽管F11等三项产品在未来两年逐年减少,但F22作为一种含氢的CFC产品并没有在2007年之前被禁止生产,作为一种过渡性替代产品推迟到2040年之前禁止生产,并且可以作为聚四氟乙烯(PTFE)的重要原料仍可继续生产。所以公司目前4万吨F22将会在未来几年产生效益,从而会部分抵消CFC削减带来的负面影响。

四、CDM项目“天上掉馅饼”

常熟三爱富中昊公司(三爱富股份公司持有70%股权,另外30%为自然人持有)目前F22的年生产量为4万吨,根据CDM项目的有关规定,按照中昊公司2004年年产3万吨F22产量为基数,再乘以3%的F23副产品,则会产生900多吨的F23副产品,如果再乘以F23的GWP值11700,则公司会产生1053万吨的标准CO2温室气体。

1、目前基本确定的CO2排放权价格为6欧元/吨。

2、公司所占CDM项目收益的比例为35%,中国政府获得65%。

3、我们保守估计三爱富中昊公司需要投资2亿元投资自行建设F23焚烧炉装置,按照7年摊销,每年需要支出3000万元的成本。

4、扣除掉常熟中昊公司30%的自然人少数股东权益。

5、公司CDM项目的收入计入公司损益表中的营业外收入,总股本维持24282万股不变,执行33%的所得税率和9.9%的汇率。根据上述确定的分成比例和6欧元/吨的CO2排放权平均价格,则会给三爱富在2007-2013年间年增0.41元/股的EPS。

公司目前CDM的项目已经于2006年3月10日在联合国CDM理事会注册,经过8个周的公示后便可获得批准,从而将在2006年中期开工建设,从而在2007年正式产生效益。

五、盈利预测:未来两年净利润保持20%左右的增速

根据上述关于公司主营业务分析,我们初步估算出公司未来两年的经营效益。

表4:公司未来两年盈利预测 单位:万元

Table with 5 columns: 项目, 2004A, 2005A, 2006E, 2007E. Rows include 一、主营业务收入, 减:主营业务成本, 主营业务税金及附加, 二、主营业务利润, 加:其他业务利润, 减:营业费用, 管理费用, 财务费用, 三、营业利润, 加:投资收益, 补贴收入, 营业外收入, 减:营业外支出, 四、利润总额, 减:所得税, 少数股东权益, 五、净利润, 六、每股收益(元).

资料来源:公司公告,申银万国证券研究所

注:表4中的盈利预测不考虑CDM带来的经营效益。

六、投资风险揭示:原料价格波动

由于萤石、三氯甲烷等生产原料占公司生产成本的比例在50%以上,并且原料价格在逐年上涨,尽管公司已经强化比价采购,严格控制采购成本,并加大技术创新力度,优化产品工艺,降低生产成本,但如果上述原料价格的上涨幅度超过预期,仍然会对公司产生较大程度的负面影响。

七、综合评价及估值分析:具有投资价值的化工新材料公司

三爱富积极打造从低端到高端的有机氟产业链,其中CFC替代产品具有垄断地位,真正做到了市场竞争中的“有我全、有我精”。并凭借其突出的研发能力及同杜邦的密切合作,积极发展高端有机氟产品,全氟辛酸、氟橡胶、PVDF等产品明显领先于国内竞争对手,在国内氟化工行业中的“你无我有”的竞争优势。

表5:氟化工行业公司比较分析(不考虑CDM项目的积极影响)

Table with 6 columns: 名称, 股价(4/24), EPS, PE. Rows include GJ, 三爱富, DAIKIN JP.

资料来源:申银万国证券研究所

公司目前二级市场上的股价在10元左右,考虑股改10送2.8后的股价只有7.8元左右,即便不考虑2007年-2013年CDM带来的0.41元/股收益,公司2006年、2007年PE只有14倍、11倍,无论是同目前G股公司平均13倍PE、还是同化工新材料公司平均15倍PE相比,投资价值明显偏低。

如果考虑到CDM项目在2017年-2013年带来的EPS,则公司2007年将实现1.11元的EPS,2007年PE则降低到只有7倍,如果公司2007年PE能够恢复到化工新材料公司的平均水平,则目前股价具有较大投资价值。

关于中银国际货币市场基金“五一”长假前暂停申购业务的公告

根据证监会《关于2006年部分节假日放假和休市安排有关问题的通知》(证监办发[2006]89号)精神,2006年4月29日(星期日)-5月7日(星期日)休市5天(双休日除外),5月8日(星期一)照常开市。

由于“五一”长假的影响,投资者如果在4月27日申购中银国际货币市场基金,按照目前的资金交收方式以及中国证监会《关于货币市场基金投资等相关问题的通知》(证监基金字[2006]41号)有关条款的规定,该申购资金在“五一”长假前将无法到达基金托管账户和投资运作,但享有节假日期间的基金收益,从而影响到基金份额持有人的利益。同时,投资者于4月28日申购本基金的份额将于下一工作日(即5月8日)起享受分红权益,不享有申购当日和整个节假日期间的收益。为保护投资者利益,根据法律法规和中国国际货币市场基金合同的相关规定,中国国际基金管理公司(以下简称“本公司”)决定于4月27日、4月28日暂停办理中国国际货币市场基金的申购业务,本公司管理的开放式基金的其他各项交易业务仍照常办理。自5月8日起,本公司管理的所有开放式基金的各项交易业务照常办理。

请投资者及早做好交易安排,避免因交易顺延“五一”长假,带来不便。
中银国际货币市场基金的销售网点包括:
中银国际基金管理公司的直销网点:中国银行股份有限公司、中国工商银行股份有限公司、中银国际证券股份有限公司、国泰君安证券股份有限公司、海通证券股份有限公司、招商证券股份有限公司、平安证券股份有限公司、中国银河证券股份有限公司、广发证券股份有限公司、兴业证券股份有限公司、光大证券股份有限公司、华安证券有限责任公司、安信证券股份有限公司、渤海证券股份有限公司、中银国际基金销售有限公司。
如有疑问,可以拨打本公司客服热线:400-888-6666或登录本公司网站:www.bocim.com获取相关信息。
特此公告。
中银国际基金管理公司
2006年4月25日

证券代码:600623 900909 股票简称:轮胎橡胶 轮胎B股 编号:临 2006-018 上海轮胎橡胶(集团)股份有限公司股权分置改革进程公告

本公司及董事会全体工作人员保证信息披露的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。上海轮胎橡胶(集团)股份有限公司(以下简称“公司”)于2006年4月11日在《上海证券报》、上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)上刊登了公司2006年股权分置改革A股相关股东会议表决结果公告,公司股权分置改革方案获得本次会议表决通过。目前公司股改方案尚处于国家商务部审批之中,公司股票需要继续停牌,预计5月中旬复牌,公司将根据商务部审批进程的情况及时做出公告。特此公告

上海轮胎橡胶(集团)股份有限公司董事会
二〇〇六年四月二十五日

关于汇添富货币市场基金五一长假前两个工作日暂停申购的公告

根据中国证监会《关于2006年部分节假日放假和休市安排有关问题的通知》(证监办发[2006]89号)规定,2006年5月1日(星期一)至5月7日(星期日)休市5天(双休日除外),5月8日(星期一)照常开市。为保护基金份额持有人的利益,根据《汇添富货币市场基金合同》的相关规定,本公司决定在五一长假前的两个工作日(即4月27日、4月28日)暂停汇添富货币市场基金(以下简称“本基金”)的申购业务,本基金的赎回业务仍照常办理。本公司从5月8日开始恢复办理本基金的正常申购业务,届时将不再另行公告。

敬请投资者及早做好交易安排,如在五一长假前申购本基金份额,请在4月27日之前通过本公司直销中心和各代销机构办理。如有疑问,请拨打本公司客户服务热线:021-28932999或登陆本公司网站www.htfund.com获取相关信息。特此公告。

汇添富基金管理有限公司
2006年4月25日

证券代码:600862 股票简称:ST纵横 编号:临 2006-005号 南通纵横国际股份有限公司股票异常波动公告

公司董事会及董事会全体成员保证公告的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。公司股票交易连续三个交易日达到跌停板限制,公司股票出现异常波动。公司定于2006年4月25日披露2005年年报,因会计师无法如期出具审计报告,本公司2005年年报推迟至2006年4月29日披露。公司已于2006年4月20日在三大证券报披露了公司2005年度预告公告。公司预计2006年第一季度约亏损400万元。除此以外,公司不存在其他应披露而未披露的重大信息,公司指定的信息披露报纸为《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》,敬请广大投资者注意投资风险。

特此公告

南通纵横国际股份有限公司

2006年4月24日