# alue 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,前景将不容乐观,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:

- 含氢氯氟烃(HCFCs):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
- ●全氟烃类(PFCs)类:主要PFC-116、PFC-218等。

表1:含氢氯氟烃(HCFCs) 和含氟烃(HFCs)的ODP值和GWP值

温室气体种类	分子式	ODP	GWP	
価至 (体件天	27.1.17	(破坏臭氧层潜势)	(全球暖化潜势)	
HCFC-22	$CHCLF_2$	0.055	1700	
HCFC-141b	$CH_3CFCL_2$	0.11	630	
HCFC-142b	CH <sub>3</sub> CF <sub>2</sub> CL	0.065	2000	
HCFC-123	$CF_3CHCL_2$	0.035	93	
HFC-32	$CH_2F_2$	0	650	
HFC-125	$C_2HF_5$	0	2800	
HFC-134a	CH <sub>2</sub> FCF <sub>3</sub>	0	1300	
HFC-143a	$C_2H_3F_3$	0	3800	
HFC-152a	$C_2H4F_2$	0	140	
HFC-227ea	$C_3HF_7$	0	2900	
HFC-236fa	$C_3H_2F_6$	0	6300	
HFC-245ca	$C_3H_3F_5$	0	560	

资料来源:《中国化工报》

在上述四类CFC替代产品中,由于含氢氯氟烃(HCFCs)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:氟橡胶步入高速成长期 含氟聚合物主要包括氟树脂和氟橡胶两大类。

1、氟树脂:聚全氟乙丙烯(F46)、聚偏氟乙烯(PVDF)等高端 

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)、聚偏氟乙烯 (PVDF)和聚三氟氯乙烯(PCTFE)等高附加值的氟树脂则由于 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了需求增 速,我国聚四氟乙烯(PTFE)已明显进入了成熟期,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:步入高速成长期,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 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(年产能为1000吨)、四川晨光 研究院的二分厂(年产能为1500吨)和江苏梅兰(年产能为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要。

(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 活性剂和含氟液品等,在医药和农药方面具有广泛的应用前途。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,也不能满 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 产.未来两年能够保持20%的增长速度。 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 "你有我全、你有我精"。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、聚偏氟乙烯 (PVDF)、六氟丙酮等高端氟产品在2006年的陆续投产投

#### ●CDM项目"天上掉馅饼"

图3:CFC替代产品的产能扩展(万吨)

- mm.-dilli.

资料来源:公司年报数据、申银万国证券研究所

资料来源:公司年报数据、申银万国证券研究所

元,分别同比增长20%、42%,仍将保持较快增长速度。

售毛利1.2亿元、1.5亿元,分别同比增长30%、25%。

图4:公司CFC替代产品销售收入和毛利率

F227 F142B F125 F134A F32 F141B F152A

12 2003A 12 2004A 12 2006A 12 2006E 12 2007E

20034 2006A 2005A 2006E

■■ 前男状人(万九) —— 毛村幸

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,因此将使未来两年的CFC替代产品的平均价格获得明显提高,

从使公司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

3.2.2 氟聚合物:新增2500吨高端PTFE和3500吨同杜邦配套的

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

月份投产的为杜邦公司3000吨高端PTFE产品配套提供3500吨四氟

乙烯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吨四氟乙烯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

3.2.3漕泾高端氟聚合物和含氟精细化学品基地将成为07年业绩

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/年聚偏氟乙烯(PVDF)和100吨/年六氟丙酮

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,公司漕泾高端氟聚合物和

含氟精细化学品基地第2、3期工程也将会陆续开工建设,使公司做强漕

泾高端氟聚合物和含氟精细化学品基地的建设, 并适时做大电氟化精

3.2.4 CFC产品:受CFC削减的配额影响,将出现小幅下滑

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

B 2003A B 2004A CI 2006A CI 2006€ € 2007€

公司的CFC产品主要包括F11、F12、F113及F22。在2007年7月1

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。

35000

25000

20000

140000

120000

100000

40000

增长的主要动力

45000

40000

35000

25000

20000

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个周的公示后便可以获得批准,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。

公司自2000年以来一直同杜邦保持着良好的战略合作关系,三 爱富不但作为杜邦公司氟化工行业合作的优先选择伙伴, 而且能够 获得杜邦公司的技术援助。其控股70%的常熟中昊公司生产的 F152a、F125、F32等产品主要出口杜邦公司 (即出口给杜邦三爱富 (常熟)有限公司(杜邦公司占80%股权,三爱富占20%股权)),用 生产混配制冷剂R410、R407和R404。另外公司于2005年9月27日同 杜邦公司签定长期合作协议,将为杜邦公司3000吨高端PTFE产品 配套提供3500吨四氟乙烯原料,使公司同杜邦公司合作由前期的 CFC替代产品扩展到氟聚合物领域,双方合作进一步深入。

(二)CFC替代产品具有明显垄断优势 相对于目前浙江巨化、山东东岳、江苏梅兰、浙江三环、浙江鹰鹏 及浙江蓝天等国内众多氟化工企业, 三爱富凭借其同杜邦的战略合 作和自身强大的研发能力,开发出众多的CFC替代产品,真正做到了 市场竞争中的"你有我全、你有我精",导致公司在CFC替代领域具 有明显的垄断地位,其中公司2003年CFC替代产品的国内市场占有 率达到72%便是明证。

表2:公司主要产品国内市场占有率

	2002A	2003A
氟聚合物(主要为 PTFE)	28%	17%
CFC	21%	54%
CFC替代品	70%	72%

资料来源:公司年度报告 (三)致力于有机氟行业的高端产品

公司在保证现有CFC替代产品垄断地位的基础上,依靠自身研 发实力和杜邦的战略合作,致力于有机氟行业的高端产品,不但使其 目前生产的全氟辛酸、氟橡胶明显领先于国内竞争对手,并进一步做 大做强, 而且还积极加快漕泾高端氟聚合物和含氟精细化学品基地 的建设,积极建设1000吨/年聚偏氟乙烯(PVDF)和100吨/年六氟

丙酮等国内领先项目,并适时做大电氟化精细化学品,使公司在国内

#### 氟化工行业的竞争中具有"你无我有"的领先优势。 三、有机氟产品的深入拓展保证了主业成长

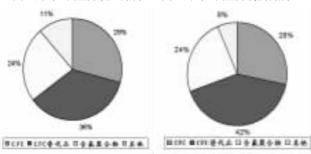
3.1常熟生产基地目前已成为主要收入和利润 表3: 母公司及子公司销售收入及利润

子公司名称	销售收入(万元)	净利润(万元)	所占股权	经营范围
母公司	48024	608	100%	氟树脂,氟橡胶
常熟三爱富	38921	2863	80%	CFC及其替代品
常熟中昊	98699	7193	70%	CFC替代品及氟聚合物
富诺林	2489	696	74%	全氟辛酸
其他	12055	0	_	其他
合计	200189	11360	_	

资料来源:公司2005年报、公司调研

位于江苏省常熟市的常熟三爱富新材料公司及常熟中昊化工 新材料公司是目前公司主要的收入和利润来源,但在不久的将来, 随着公司在漕泾氟化工基地1000吨/年聚偏氟乙烯(PVDF)和 100 吨/年六氟丙酮项目2006年6 月的竣工及后续两期工程的陆续 达产,三爱富公司将形成常熟、漕泾两大生产基地比翼起飞的经营 格局。

3.2 主营业务分析:有机氟产品的深入拓展保证成长 图1:公司主营业务收入构成 图2:公司主营业务利润构成



资料来源:2005年年报数据

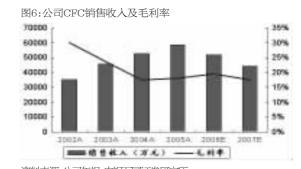
3.2.1 CFC替代产品: F152A、F134A产能的扩张将继续保证公 司未来两年CFC替代产品快速增长

公司的CFC替代产品主要包括F141B、F142B、F125、F152A、 F134A、F32、F227等产品。公司未来两年CFC替代产品的快速增长 主要来源于常熟中昊公司的F152A、F134A两个产品的在2006年上 半年的产能扩张,产能扩张情况见图。

资料来源:公司年报、申银万国证券研究所

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

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(PEFE)的重要原 料仍可继续生产。所以公司目前4万吨F22还将会在未来几年产生效益,从 而会部分抵消CFC削减距额的负面影响。

#### 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的年生产能力为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副产率,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项目效益的比例为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个周的公示后变可以获得批准,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

表4:公司未来两年盈利预测

单位:万元

项目	2004A	2005A	2006E	2007E
一、主营业务收入	182736	200897	251350	282629
减:主营业务成本	147295	163522	202653	223745
主营业务税金及附加	251	627	720	750
二、主营业务利润	35190	36748	47977	58134
加:其他业务利润	500	611	650	650
减:营业费用	4332	5684	6500	7500
管理费用	9599	11179	13500	15200
财务费用	1655	3028	3250	3700
三、营业利润	20104	17469	25377	32384
加:投资收益	385	1257	0	0
补贴收入	19	569	0	0
营业外收入	56	114	0	0
减:营业外支出	1702	412	0	0
四、利润总额	18863	18997	25377	32384
减:所得税	6524	3838	8374	10687
少数股东权益	2993	3799	4000	4750
五、净利润	9346	11360	13002	16947
六、每股收益(元)	0.38	0.47	0.54	0.70

资料来源:公司报告、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,减低产品生产 成本,但如果上述原材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"你有我全、你有我 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,在国内氟化工行业的中"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)

名称	股价	EPS			PE		
- 11	(4/24)	05A	06E	07E	05A	06E	07E
G巨化	4.76	0.31	0.38	0.49	15	13	10
三爱富	10.34	0.47	0.54	0.70	22	19	15
DAIKIN JP	4020.00	75	156	178	54	26	23

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 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[2005]89号)精神,2006 年 4 月 29 日 (星期六) -5 月 7 日 (星期日)休市 5 天 (双休日除外),5 月 8 日 (星

号)精神。2006年4月29日(星期六)-5月7日(星期日)休市5天(双休日除外),5月8日(星期一)起照常开市。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"长假前除无法到达基金托管账户和投资运作,但称资运作,但称号有"按日期间的基金收益"从而影响原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解于下一工作日(图5月8日)起享受分量权益、不享有申购当日和整个行程日期间的收益、为保护投资人利益、根据法律法规和中银国际货币市场基金合同的相关规定,中银国际基金管理公司(以下简称"本公司")决定于4月27日,4月28日暂停办理中银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支电公司。

请投资人及早做好交易安排,避免因交易跨越"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 际证券有限责任公司,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 、平安证券租份有限公司,中国银河证券有限责任公司、货证券股份有限公司,兴业证券股份有 公司、光大证券有限责任公司、生安证券有限责任公司的销售网点。 如有疑问,可以披打本公司客服转线:400~888—5866 亩卷3-本公司网站上,如如此上公司还

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.see.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。 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

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版限制,公司股票出现异常波动。公司原定于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 年年报推迟至此 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 年度预亏公告。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

## 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[2005]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)起照常开市。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,如欲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.htffund.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