

巴士股份

驶入公交快车道

兴业证券公司研究发展中心

【说明】

兴业证券公司于 1997 年组建了研究发展中心。中心以“服务自身、服务客户”为宗旨，主要针对国内外经济形势、宏观经济、证券市场、行业经济和上市公司进行研究，同时对证券投资基金、企业发展战略、收购兼并、财务顾问及客户、券商的发展进行研究。

我们认为，投资股票应是投资公司的未来，即一个公司的成长性，这主要体现在以下几个方面：(1) 所处行业具有广阔发展前景，市场具有增长性需求并得到政策面的支持；(2) 企业经营机制完善，管理及资产运作水平相对较高；(3) 产品占据强势市场份额——甚至达到相对垄断，有助公司取得竞争优势。在初步资料分析后，我们对巴士股份进行了较为深入的调研。从综合情况来看，巴士股份确实是一家颇具成长潜力的上市公司，我们觉得有义务向投资者客观介绍该公司并提出自己的投资观点。

我们推介巴士股份的主要原因是：巴士股份的主业是城市公共交通，虽然行业在当时还普遍处于亏损状态，但是行业的潜力却不容忽视——公交产业市场受到了国家有关部门和地方政府的大力支持，对于公交行业首家上市公司，巴士股份无疑面临良好的发展机遇，享受国家的多项优惠政策扶持；另外就公交行业本身经营现状来看，公交市场容量大、需求稳定正是潜在商机所在；从公司本身情况来看，巴士股份具有直接融资的低成本优势，为保证公司通过低成本收购兼并实现效益增长提供了先决条件；同时，公司科学的内部管理机制使吸收进入巴士股份的资产迅速激活的大量案例也使我们坚信公司高速发展将是一个长期、持续的过程，亦即公司具有较高的“含金量”，是一个值得投资的绩优高成长的公司。

在提出我们的投资观点以后，我们继续对公司经营动态进行追踪，几年来公司充分依托资本市场营造“大公交”屡有精彩之作，受到了市场的普遍关注。据上海新世纪投资服务有限公司和《上海证券报》1999 年 4 月对全国 840 家上市公司公布的 1998 年年报数据进行分析排名巴士股份在“经营能力”项目上排名第一；1999 年中期，公司实现每股收益 0.25 元，净资产收益率为 9.23% 较上年同期水平又有大幅提高 均列上海 121 家本地上市公司第 8 名。

一、公交骄子 行业精英

上海巴士实业股份有限公司（以下简称巴士股份）是由上海公交总公司（现为上海公交控股公司）、上海市出租汽车公司（现为上海强生出租汽车股份有限公司）、上海大众出租汽车股份有限公司、上海原水股份有限公司等 14 家单位联合发起，于 1992 年 9 月在全国公交企业普遍亏损的形势下组建的定向募集股份制企业。1996 年 8 月，经中国证监会等有关部门批准，巴士股份向社会公开发行股票 2200 万股，于 1996 年 8 月 26 日在上海证券交易所挂牌交易，股票简称“巴士股份”，股票代码 600741，巴士股份为国内城市公共交通行业首家上市公司。

巴士股份主要经营上海市区和郊区的公共客运、出租汽车埠际客运业务，同时还经营汽车配件、汽车修理、驾驶员培训等业务。到目前为止，巴士股份已经形成了以客运为主，集广告、旅游、房地产、汽车物资贸易为一体的多元化经营模式，通过近几年的经营发展，巴士股份在上海公交市场的龙头地位日益突出。到 1997 年底，巴士股份拥有的客运车辆达 4000 辆（其中出租车约 1000 余辆），市场份额逐年增加。

公司成立 5 年来，始终严格按照社会主义市场经济的运行准则和建立现代企业制度的规范要求来经营，充分利用股份制企业在经营机制和资金募集上的优势，大胆探索，不断进取，坚持以市场为导向，以效益为中心，彻底改变了上海公交企业长期以来“投资靠国家，亏损靠补贴”的传统经营模式，从而走出了一条自我积累、自我发展的成功之路，迈出了创建一流城市公共交通企业的坚实步伐，巴士股份已经成为上海公共交通的象征和龙头企业，“绿色巴士，服务到家”的经营宗旨享誉千家万户。

二、资产重组 高速成长

巴士股份自创建伊始，便努力摆脱了国有公交企业的传统经营管理模式，按照建立现代企业制度的要求，以其先进的经营理念和灵活的经营机制，使企业始终保持了良好的经营状态，尽管近几年全国公交行业普遍不景气，巴士股份却能独具慧眼，从不景气的大环境中挖掘出公司经营利润新的潜在闪光点，清楚地看到公交客运市场的巨大潜力，极有魄力地制定出一系列的企业发展策略。

1. 导入 CI 设计 提高服务质量 树立公司好形象

巴士股份作为公交行业的一员，向社会提供的是它的服务，服务质量是企业赖以生存的重要基础。巴士公司洞烛先机，在公用事业管理局和公交控股公司的领导、关心和支持下，以提高服务质量、确立巴士形象、改善大公交面貌为目的，在公司中全面引入 CI 企业形象设计系统。公司首先从提高车辆档次入手，先后投入巨资购置新型空调车 300 余辆，同时对一大批外观陈旧的现有车辆实施更新改造，使公司系统整个车容车貌有了明显改观，为全面提高服务质量创造了极为有利的条件。其次重点抓好三年服务工作规划的贯彻实施，以求从

根本上提高规范服务水平。目前全公司已完成行车人员服装、票袋统一、车辆颜色统一、服务标志统一等，并向社会推出了巴士服务承诺制度。通过一系列创优活动的开展，全体员工维护企业形象的意识增强了，为乘客服务的热情更加高涨。“绿色巴士，服务到家”的口号已深入到每一个巴士职工心中。

2. 大力开展资产重组活动

从宏观方面来分析,1995年起,上海公交行业进行了重大改革,上海公交总公司及各营运公司及各营运公司实行了改制,同时取消月票,减少财政补贴,使国有公交企业从传统的计划经济走向市场经济。但是这一举措也使许多公交企业在经营上出现了暂时的困难,发展受到了制约。公交总公司改组后,一批直属三产的企业也亟待通过资产重组得到发展。

从巴士股份微观环境来分析,上海公交宏观环境发生了重大变化,而巴士股份由于良好的经营积累了一定的实力,迫切需要通过寻求新的投资途径来拓宽市场空间。面对千载难逢的发展机遇,巴士股份决定开展公交行业内部的资产重组,通过收购、兼并等手段来控制市场份额,以追求企业的长期成长。1996年8月,巴士股份股票公开发行后,募集资金1.2亿元,使公司的发展和资本的扩张有了经济保障,使得全面实施以资产重组为核心的战略决策成为可能。

战略决策确定后,公司按以下步骤实施资产重组方案:

第一步,在上海市公用事业管理局具体指导及上海公交控股公司的支持下,出资5250多万元,收购(或受让)原上海公交总公司下属的新新公司、中福公司等19家三产企业的全部(或部分)股权。这些企业经营范围涉及客运及出租汽车经营、车辆广告、房地产及物业管理、汽车及燃料配件销售、科研及公交场站建筑设计、旅游及餐饮等领域,1996年经巴士公司托管、经营,已取得良好的经济效益。

第二步在1996年资产重组取得成功的基础上,1997年巴士公司又开始了新一轮的资产重组。

(1)与上海三电公交公司合作组建巴士三电客运有限公司。新公司注册资金1700万元,巴士公司以部分资金和下属营运八部的全部车辆及线路经营权作为投资,三电公司以下属三电客运服务公司的全部车辆及线路经营权作为投资,双方投资比例各占50%。新公司拥有各类车型车辆180辆,经营线路7条。

(2)与浦东新区公共交通投资发展有限公司合作组建浦东巴士公共交通有限公司。新公司注册资金8000万元,巴士公司和浦东公交投资发展有限公司投资比例分别为51%和49%。新公司拥有各类客运车辆700辆,经营线路48条。

(3)与上海公交控股有限公司合作组建上海公交长途客运有限公司。新公司注册资金2500万元,巴士公司和公交控股公司分别为51%和49%,新公司拥有各类型客车250辆,经营线路98条,包括4条郊区线路和94条埠际长途客运专线。

(4)与上海四汽公共交通公司合作组建上海巴士四汽公共交通有限公司。新公司注册资金1亿元,巴士公司和四汽公司各占51%和49%。新公司拥有各类型客车1000辆,经营线路46条,其中市区全日线26条,夜宵线4条,郊区线1条,专线15条。

第三步,打破传统界限,积极探索多元经营的模式和途径。在上海客运市场日趋饱和、竞争日益激烈的情况下,巴士公司进行了省际公共交通跨地域经营的大胆尝试,先后组建了

巴士股份株洲公交有限公司、长沙巴士股份有限公司等跨地域经营联合体。巴士股份株洲公交有限公司注册资金 2000 万元，巴士公司投资 900 万元，占 45%，新公司拥有各类线路 12 条，各类车辆 358 辆，1998 年成立的长沙巴士股份有限公司注册资本 2000 万元，巴士占 44.9%。巴士公司以上海为中心参与全国的市场竞争，拓展了市场空间，受到当地政府和公交企业的欢迎，也为巴士公司走向全国取得了良好的开端。另外，巴士公司还通过组建巴士艺术品公司、巴士信息咨询公司和九环汽车液化气公司的投资，进行了跨行业多元经营的实践。

第四步，合理定位，加快发展出租车。通过资产重组收购了几家中小型出租汽车公司部分出租车辆，组建了巴士公司出租汽车公司以及国泰营运部、新新营运部、联谊营运部、虹桥营运部，使公司的出租汽车产生一定的经营规模。目前巴士公司拥有出租汽车超千辆，已成为公司重要的创汇来源。

更值得一提的是，巴士股份把企业重组进来后，还按经济规律进行内部资产再重组。企业经过资产重组后，由于各单位所处行业、地理位置、合作对象等客观条件的不同，或是由于经营者决策水平、经营能力的不同，企业的经营成果也会有较大的差异。公司在基本格局形成的基础上，对优势企业如联华公司、新新公司、弘华公司、房产公司等通过追加投资、提高股本金等方式，使之扩大经营规模，提高盈利能力；而对精海公司、协力公司、普利策公司等经营状况不佳、发展前景不明的弱势企业，则由强势企业托管、兼并。进行内部资产再重组，使公司资产逐步向优秀经营者集中，使不良资产逐渐变为优良资产和优质资产。此外，公司还对下属企业中福公司、公交设计院、弘华公司、房产公司、物业公司等改制为巴士公司的全资子公司，强化了对这些公司的管理，使之纳入巴士股份的整体发展规划。

以资产重组、强强联合组建的巴士四汽公交公司为例，半年多来实施以资产经营为核心、两个效益为目标的经营配套改革，取得了初步成效。一是建立精简高效的职能部门。新公司为五部二室，人员精简率为 70%。二是基层实行公司内部核算。公司所属 15 个营运车队、2 个维修保养厂、1 个租车车队和 1 个出租汽车车队办了营业执照，成为企业二级法人，确立了以投资回报为形式的主体客运经营模式。三是制订了《资产经营管理办法》等文件，明确了产权关系、资产经营管理形式和规范，实施资产经营。四是根据公用事业局关于建立八大机制的要求，在营运调度、机务管理、分流、安置人员等方面进行机制创新。富余人员 1000 多人进入劳动服务中心，进行培训、转岗分流。五是总结基层改革经验，加强管理。先后总结了 42 路车队紧贴市场、反应灵敏的运调方案；73 路建立业务队长、机务队长为责任人的《营运供应质量责任制》和车间改制成维修保养场等经验，使资产经营管理不断完善。

经过以上资产重组，巴士股份最终形成了由联谊中福公司、新新公司、弘华公司、房产系统、出租车公司、长途快捷公司六大公司为核心层，由巴士四汽、巴士三电、公交长途、浦东巴士、巴士株洲、长沙巴士等控股企业为紧密层，其参股企业为松散层的企业总体经营格局。

通过资产重组，巴士股份以资产为纽带，不仅一定程度上盘活了存量资产，而且在引入新机制后，公司服务重质的特色得到进一步体现，公司专门制定了“上海巴士实业股份有限公司服务工作规划（1997—1999）”，全面推行三年服务规划的实施。

(1) 发展中高档车型，提高巴士公司的服务档次。公司根据三年服务规划，出巨资对下属营运单位和控股公司的营运车辆进行更新，购置空调车 300 余辆，特别是福莱西宝等一批新颖空调车的投放，不仅满足了市民不同层次的乘车需求，还成为上海市区一道新的风景

线，受到上海市民和来沪外地游客、海外友人的好评。

(2) 合理调整线网布局，方便市民出行。为适应市场需求，在行业管理部门的支持下，公司所属企业和控股公司在 1997 年实施了 11 条线路延伸、新辟、调整，方便了市民的出行，也使企业有了新的经济增长点。

(3) 落实操作规范，增强服务特色。公司制定了驾驶员、售票员、调度员服务操作规范，明确了“四个公司”、“四个统一”、“四个严禁”等服务特色。

社会效益的提升，直接带动了经济效益的迅猛增长。首先，被购并企业的主营业务收入比改制前平均提高了 40% 以上，劳动生产率普遍提高，企业摆脱亏损。据预测，巴士四汽等 5 家企业 1997 年盈利将超过 1000 万元；其次，引入新的机制后，职工的工作积极性和责任心明显增强，服务日趋规范，经济效益的提高不仅改善了职工收入水平，更重要的是增强了整体凝聚力。

此外，公司还积极拓展相关业务，例如通过收购中小客运企业，进一步扩大市场深度。对于其他业务，例如以经济效益为宗旨，适时扶优去弱，避免了公司业务单一所招致的经营风险，也为公司的持续发展奠定了雄厚的基础。

巴士公司 1997 年收购重组企业情况一览表 截止 1997 年 6 月 30 日 (单位: 万元)

被收购企业名称	资产情况	巴士占比例	1997 年上半年利润
巴士四汽客运公司	10000 万元	51%	(尚未并表)
浦东巴士公交公司	8000 万元	51%	105.73
公交长途客运公司	2500 万元	51%	25.06
巴士股份株洲公司	2000 万元	45%	141.22
巴士三电公司	1700 万元	50%	124.65

三、成果辉煌 财务稳健

在资本经营战略的成功实施下，巴士股份在高速发展的同时也取得了良好的经济效益。这与管理者采取的进取型财务管理模式是分不开的。

1. 高速成长 效益显著

通过 A 股上市，公司资产规模得到迅猛增长，1995 年末至 1997 年上半年短短一年多，总资产增长率高达 576.70% 由原来的 8852.72 万元增至 1997 年上半年的 5.99 亿元，公司主营业务也持续保持高速增长，特别是 1996 年股票上市增强了企业后劲，1996 年较上一年剧增 2.42 倍。作为一家公共交通企业，经营者以其卓越胆识锐意开拓，既做大了资产这块“蛋糕”，又实现了社会效益和经济效益双丰收。同时，公司资产规模的迅猛膨胀并不影响其良好的资产收益能力，公司利用募集资产收购了公交总分司下属的 21 个企业，并立即对其经营结构进行调整，使这部分的资产平均利率从原来的 5% 迅速提高到 10%，1997 年上半年，公司的营业净利润率达 16.75%，比 1995 年的 9.2% 提高了 80.50%，比 1996 年的 13.04% 提高了 28.45%，其中主营利润率 10.80%，比 1996 年的 5.85% 提高了 84.62%；总投资收益率 7.57% (按全年的 1/2 计)，比 1996 年的 6.11% 提高了 23.90%，股东权益比率达

20.8 按全年的 1/2 计) ,比 1996 年 16.37% 提高了 27.18% 使公司在 1996 年底实施了十转增十的方案、股本扩大一倍的情况下,据预测,1997 年每股收益仍能保持不摊薄并能适度增长,预示了公司将走向持续高速增长的辉煌之路。

2. 稳健经营, 跳跃式发展

从资产偿债能力角度来看,公司股东权益比率得到进一步改善,资产负债率由上市前的 60% 左右降至 1997 年中期的 54.35% ,显示自有资本相当充足。在短期偿债能力方面,公司的流动比率为 1.50、速动比率为 1.37(1996 年数据计算而得),保持在理想水平,体现公司稳健经营和较高的信用度。1997 年 10 配 5 股方案完成后,公司将从证券市场募集资金 2.6 亿元,投资于利润丰厚的中高档公交车等项目(具体项目详见 1998 年 1 月 16 日《上海证券报》配股说明书),大大降低巴士股份的资产负债率,对巴士利用财务杠杆壮大整体经营实力、实现企业跳跃式的发展发挥积极作用。

3. 多元化经营, 投资收益丰厚

具有大量的速动资产是公交行业的一大特色,巴士股份充分利用资金运行的时间差进行短期投资,取得了很高的投资收益。在 1996 年报中,该公司利润较上年增长 234% ,但主营业务利润为 1430 万元,仅比上年增长了 63.19% ,低于利润总额的增长速度,其中投资收益为 1084 万元,几乎占净利润的三分之一,1997 中报也显示该公司在房地产开发、出租汽车服务、广告、建筑设计等领域获得了良好的收益,其中该公司全资所有的公交房地产开发公司 1997 年上半年利润超过去年全年利润 4.9% ,成为公司利润的新增长点。

简化的资产负债表

单位:万元

项 目	1995 年	1996 年	1997 年上半年
流动资产	2454.06	36409.40	25369.32
加:长期投资	413.46	2318.87	5908.02
加:固定资产净值	5877.87	10734.82	24407.54
加:在建工程	101.58	2265.66	3264.98
加:无形资产及递延资产	5.75	268.60	772.40
总资产	8852.72	52179.21	59906.08
减:流动负债	4689.77	24270.91	20408.13
减:长期负债	488.74	8019.27	12151.60
净资产	3674.21	19468.13	21786.51
股本	3000.00	10400.00	10400.00
资本公积	200.00	5185.54	5205.38
盈余公积	654.21	1528.32	1559.04
未分配利润	0	2354.27	4622.09
股东权益	3674.21	19468.13	21786.51

简化的损益表

单位：万元

项 目	1995 年	1996 年	1997 上半年
主营业务收入	10087.30	24430.61	13542.24
减:成本及费用	9211.31	23001.01	12079.79
主营业务利润	875.99	1429.60	1462.45
加:其他业务利润	160.12	621.03	275.76
加:投资收益	98.25	1084.13	665.99
加:营外收支	- 32.09	607.34	297.47
减:所得税	165.70	537.78	325.84
减:少数股东权益	0	52.52	108.02
净利润	936.34	3186.83	2276.82

四、市场潜力巨大 投资前景乐观

上海是一个拥有 1300 多万人口的国际性大都市，作为这一大都市中占有垄断地位的公交行业，承担着全市近千万人的日常通行的任务，具有极为广阔的市场前景，公交行业将成为城市中继水、电之后的第三项利润丰厚的公益性事业，受到广大投资者及社会各界的普遍关注。从上海今后几年规划来看，为平衡道路交通供需矛盾，政府制定了以优先发展公交车、限量发展摩托车与私人小汽车、淘汰燃油助动车、限制自行车的总体方向，同时对公交车在道路通行、更换车型、线路设置等方面给予照顾。此举将使公交线路广度延伸，客流进一步集中，这对于巴士股份的飞速发展无疑将起到一个有力的促进作用。

随着上海经济的高速发展和人民生活水平的提高，市民对公共交通在解决“出行难”问题和改善服务质量方面提出了更高的要求。这对从传统体制下逐渐走向市场的公交企业来说，无疑是迎来了一次不可多得的机遇。

根据上海市公用事业局关于公交改革“97年起步站稳，98年推进深化，99年促进完善，三年形成新机制，新体制”的要求，巴士股份通过与公交行业内其他公司的资产重组，在提高车辆档次、车辆维修质量和服务质量上下功夫，大力发展以空调车为主体车型的中高档客车，全面推行巴士股份的服务规范，努力改变人们对公共交通拥挤、落后、档次低的传统观念。到 1999 年，空调车占巴士股份整个客运车辆的比例将达到 30% 以上，真正体现优质优价，高档次，高品位，为市民提供一流的服务。

在主营业务方面，巴士股份将使公司在上海市客运市场所占份额不断增加，同时继续探索与国内其他城市公交同行的合作，共同参与当地公共交通的改革与发展，在未来的两年中争取再在全国范围内新建几个客运连锁企业。

在多元化经营领域，公司仍将致力于发展广告、旅游、房地产和汽车物资贸易这四个利润贡献率较大的产业，发挥优势，通过对所属企业经营结构的进一步调整，到本世纪末，公司多种经营销售收入达到 3-4 亿元 利润超过 3000 万元。

经过几年的艰苦创业，在上海市公交行业中，巴士股份在企业经营实力方面已经独占鳌头。展望未来，巴士股份将围绕资产经营这一课题，继续发挥机制和资金优势，不断探索企业发展的新途径，争取到本世纪末，使公司的资产规模达到 10 亿元 净资产 6 亿元 销售收

入 10 亿元 利润突破 1 亿元，资产回报率达到 14% 以上，努力创建与上海这一国际大都市相匹配的全国第一流的城市公共交通企业。

结 语

全国首家城市公交上市公司，行业地位显著，经营实力超群。自从上市以来，公司积极探索产业经营和资产经营的有机结合，公司的社会效益和经济效益超常规发展，其资产重组的模式得到了政府有关部门的充分肯定，并作为盘活存量资产、使国有资产保值增值的典型案例进行推广交流，为探索国有企业的改革提供了新思路。作为事关广大居民出行的公用事业上市公司，公司的经营发展始终得到国家政策和政府部门的大力支持，今后公司将进一步强化资产重组的力度，多方位开辟能为公司带来新增利润的项目，有助于企业进一步开拓市场空间，提高市场占有率，增强盈利能力，为公司的长远发展提供了有力的保证。作为一只潜力绩优股，相信巴士股份会逐步体现长期投资价值。

巨化股份

中国氟化学工业的龙头

浙江牛津证券投资咨询公司

【说明】

浙江省牛津证券投资咨询有限公司成立于 1996 年。公司本着“服务社会 回报社会”的宗旨，多年来，在与中国证券市场同步成长的同时，一直致力于证券市场、企业发展战略、投资基金发展以及中国宏观经济走势与中国证券市场关系等方面的研究。

巨化股份在浙江省上市公司中属于一支新军。上市前经过较彻底的资产重组工作。作为一家生产基础化工产品，并受国家重点扶持的国有控股企业，在同行业中处于领先地位。巨化股份是主营氟化工原料及后续产品、基本化工原料及后续产品和化肥的生产与销售的企业。是国内规模较大的氟化工生产厂商之一。近两年来化工行业不景气，但该公司利用上市筹资的优势，加速调整产品结构，并加大资本运作的力度，低成本兼并了兰溪农药厂，入股上海邦联投资，并在生化、计算机软件、信息网络等诸多领域开拓。作为我国最大的氟化工生产基地，巨化股份从 1998 年 6 月上市以来在产业经营和资本经营方面都取得了很大的成功，成为一家主业突出、业绩优良的上市公司。但公司决策层对此并不满足，一直在寻求具有巨大潜力的新行业，而进军信息网络产业将是在 21 世纪中企业获得稳定增长的重要途径。1999 年 7 月，浙江巨化股份有限公司和中国电信上海信息产业公司（上海信息产业有限公司是目前中国最大的 ISP 共同投资 2130 万元人民币，合资成立了上海好多网络信息技术有限公司 标志着“好多”（WWW.LOTOFF.COM）——一家致力于为全球中国人提供全方位中文网络资讯服务的国际互连网站全面启航。至此，浙江巨化股份有限公司也进入了一个全新的领域。

所以我们看好巨化股份的今天，更看好巨化股份的未来。

一、公司发起人简介

在浙、赣、闽、皖四省交界的衢州 如今成立了一家以生产氟化工、基础化工、农用化工产品为重点的大型股份有限公司——浙江巨化股份有限公司（以下简称“巨化股份”）。巨化股份是巨化集团公司作为独家发起人，以其合成氨厂、硫酸厂、电化厂的所有经营性资产和浙江衢州氟化学有限公司的 75% 股权投资、以募集方式设立的股份有限公司。

巨化集团公司是国家特大型企业和重要化学工业生产基地，全国最大的氟化工生产企业。巨化集团公司的前身是衢州化工厂，1957 年 9 月成立，1984 年 8 月改名为衢州化学工业公司。1993 年 1 月经国家经贸委批准，组建巨化集团，衢州化学工业公司作为巨化集团的核心企业更名为巨化集团公司。巨化集团公司主要经营氟化工原料及后续产品、基本化工原料、化肥、医药、矿山、化纤、轻纺、建材、冶金、化工机械、仪表制造、电力热能等 18 大类 180 多个品种。现拥有氟制冷剂、无水氢氟酸、合成氨、尿素、甲醇、烧碱、聚氯乙烯、硫酸等一百余套技术较为先进、规模较大的生产装置。

巨化集团是国务院批准的 120 家试点企业集团之一。巨化集团公司是国家确定的全国 1000 家重点企业中首批公布的 300 家企业之一，全国 18 家大型化工生产基地之一，浙江省最大的化工生产联合企业。90 年代以来，经营规模和经济效益均排列在全国化工行业十名左右。巨化集团公司地处浙、赣、闽、皖四省交界的衢州，是四省周边地区唯一一家特大型化工联合企业，其发展对浙江省及周边区域经济均有重要的影响。

二、行业背景

氟化工是一门新兴的高新技术产业。由于氟化学品独特的优异性能，首先在军事、航天等高新技术领域得到广泛运用。近 20 多年来，随着生产力的进步和发展，氟化学品的生产成本逐渐降低，使其在民用品上的应用得到了极大的拓展，从而成为世界化工界最为关注的、迅速崛起的新兴工业之一。目前，国际几大著名化工公司，如美国杜邦、3M 公司、英国 ICI 公司、法国阿托公司、日本大金公司、德国赫斯特公司，均从事氟化学品的生产和经营，并在该领域处于领先地位。与国外相比，我国氟化工在产品生产技术、生产规模、产品质量与品种档次、科研开发水平等方面都存在较大差距，总体水平仅相当于国际 70 年代的水平。为了彻底改变我国氟化工的落后面貌，我国化工行业主管部门已将氟化工作为“九五”及 21 世纪重点发展的高新技术领域之一；国家科委将有机氟材料列入国家高新技术产品目录；浙江省也提出要在现有基础上用 15 年左右的时间将氟化工发展成全省的新兴主导产业，这些无疑都将对公司的发展产生极大的推动作用。

氟化工发展水平的主要标志是有机氟的发展水平，而氟制冷剂、氟高分子材料、含氟精细化学品的研究与发展又在有机氟产品中占据重点地位。目前，我国的氟制冷剂普遍采用的是氟利昂，对大气臭氧层有破坏作用。作为《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》的缔约国，我国已于 1993 年初制定了《中国消耗臭氧层物质逐步淘汰方案》决定至 2005 年完

全停止氟利昂的使用。HFC-134_a是目前国际公认的氟利昂的最终替代品之一，该技术在外国已经成熟并实现大规模的工业化生产，而目前国内至今尚无一套千吨级 HFC-134_a 生产装置，这严重制约了我国氟利昂逐步淘汰战略的实施。

近几年来，国内汽车空调行业及家用冰箱行业对 HFC-134_a 的迫切需求已见端倪，汽车空调及家用冰箱生产厂家早已着手改造生产线的研究工作，这些改造后的生产线不少将以 HFC-134_a 作为替代品。据统计，到 2000 年，HFC-134_a 的国内市场需求量将达 5000 多吨/年，到 2006 年将迅速增长到 13000 多吨/年。为了尽早淘汰氟利昂，适应替代要求，化工部和环保局经过慎重评选，决定在 2000 年前，在巨化建设国内唯一的一套 5000 吨/年 HFC-134_a 装置，并到 2005 年扩大到 10000 吨/年。

三、竞争优势

1. 技术和产品优势

公司向来把科技视为第一生产力。现有专业技术人员 914 人，其中高级职称 34 人，中级职称 252 人。自 1992 年以来，先后有 4 个技术发明项目获得政府和化工部的科技进步奖励，其中 PVC 共聚树脂及膜加工技术荣获 1994 年度化工部科技进步一等奖。随着 1996 年公司 12 万吨/年硫酸技改项目和 12 万吨/年烧碱技改项目的完成，主要产品的产量又有了明显的增长。目前，公司的主要产品有氟致冷剂、甲烷氯化物、无水氢氟酸、精甲醇、烧碱、聚氯乙烯、硫酸等，在全国同类产品的市场占有率分别为 35%、27%、15%、2.22%、1.86%、1.43%、0.93%，合成氨在浙江省内的市场占有率为 14.60%。公司产品市场主要以浙江省为主，同时辐射全国 20 余个省、市、自治区，并出口到世界 30 多个国家和地区。90 年代以来，先后有 15 种产品 16 次获得省优、部优以上的荣誉和奖励。其中发烟硫酸荣获国家金奖。氟系列产品被评为省名牌产品，农用碳酸氢铵、工业硫酸、聚氯乙烯树脂、工业合成盐酸、AC 发泡剂等列入省优产品，公司产品的各项技术指标在同类型企业中处于比较领先的地位。

2. 自然资源与能源优势

萤石是发展氟化工所需的最基本的原料。我国具有较丰富的优良萤石资源，已探明储量列世界第三位。浙江省的储量约占国内总储量的 50%，适用于氟化工的单生矿储量在全国名列第一，萤石品位和质量在全国也名列前茅。这使巨化股份在原材料供应方面优势十分明显，而且，集团公司拥有自备热电厂，总装机容量 174MW，产汽能力 1200 吨/小时，有自备水厂，日供水能力 91 万吨，这为巨化股份生产和发展所需水、电、热能资源的稳定供应提供了可靠保证。

3. 地理优势

公司所在的衢州市处于浙、赣、闽、皖四省交界处，历史上素有“四省通衢”之说，交通较为便利。巨化股份的独家发起人——巨化集团公司拥有自己的铁路专用线和备用车，根据公司与集团公司签订的《生产经营合同书》，集团公司将优先保证巨化股份在原材料供应、产

品销售诸方面的运输服务。

4. 科研开发优势

江浙、上海一带，人才荟萃，科研院所林立，大专院校众多。全国消耗臭氧层物质替代品工程技术开发中心就设在浙江省化工研究院，该院与复旦大学、浙江大学等我国著名的高等学府均属巨化集团的成员单位。巨化集团公司还将加强与俄罗斯应用化学研究所在氟化工技术领域的合作。巨化股份可充分利用国内外环境的这些有利条件进行高质量、高速度的科研开发工作，全面提高市场竞争力。

四、财务分析

盈利能力分析

公司 1995 年、1996 年、1997 年三个年度及截至 1998 年 3 月 31 日止三个月的业绩概要如下：

单位：千元

项 目	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年 1-3 月
主营业务收入	1,050,068	1,157,603	1,114,499	282,529
主营业务利润	110,350	100,908	115,769	30,687
利润总额	114,190	104,558	117,254	33,588
每股收益	0.44	0.45	0.49	0.14

从表中可以看出 ① 公司的主营业务十分突出，主营业务利润占利润总额的 90% 以上；② 公司主营业务盈利比较稳定，近三年主营业务利润率分别为 10.5%、8.7% 和 10.4%；③ 公司业绩优良，近三年每股收益均在 0.40 元以上，1997 年更是达到 0.49 元，比化工类上市公司 1997 年平均每股收益 0.22 元高出 0.27 元。1998 年公司按发行后总股本全面摊薄计算，预计每股收益仍达 0.358 元 堪称绩优。

偿债能力分析

指 标	1996 年	1997 年	1998 年 1-3 月
流动比率	1.18	0.97	1.15
速动比率	0.68	0.50	0.77
资产负债率	69.66%	68.18%	65.63%

(1) 流动比率和速动比率反映一个企业的变现能力和短期偿债能力。从上面所列数据看，公司流动比率和速动比率平均有 1.15 和 0.70 左右，显示公司短期偿债能力良好，资产具有良好的流动性。

(2) 资产负债率反映企业偿付长期债务的能力。公司目前的资产负债率为 65.63% 处于正常的范围之内，随着募股资金的到位，资本结构将进一步趋向合理，长期偿债能力也将

进一步得到提高。

五、公司成长性分析

巨化股份的经营战略是：重点发展氟化工产品，稳步发展基础化工和支农化工产品。坚持效益为中心，积极促进主导产业迅速发展和高新技术产品的开发。

氟化工产品

公司的氟化工产品均系引进国际 90 年代先进技术组织生产。生产上将开发氟化工基础原料、氟树脂、氟橡胶、氟制冷剂替代品及氟精细产品，市场销售将采取辐射全国市场，积极参与国际市场竞争的策略，争取在国内市场的占有率达到 40% 以上。

公司此次募股资金建设的项目之一是 5000 吨/年 HFC-134_a 项目，该项目的产品是氟里昂的替代产品。根据蒙特利尔条约的规定，为保护大气臭氧层，现在国内使用的对臭氧层有破坏作用的氟制冷剂亟待替代，而 HFC-134_a 作为国际公认的较成熟的替代品，市场需求潜力很大。我国汽车工业“九五”期间将有较大的发展，根据国家行业法规，自 1996 年开始，部分新车上已开始采用 HFC-134_a 制冷剂空调系统。2000 年全部新车空调均要采用 HFC-134_a 制冷，预计 2000 年前国内 HFC-134_a 需求量为 5000 吨/年到 2006 年估计需求量为 13000 吨/年，市场迫切需要建设一定规模的 HFC-134_a 生产装置。巨化股份建设的 5000 吨/年 HFC-134_a 装置既适合全球环境保护的需要，也符合我国制冷剂发展的趋势，必将产生良好的社会和经济效益，到“十五”期间，计划将 HFC-134_a 生产能力扩大至 10000 吨/年。

巨化股份还将通过企业留利、利用外资等多种渠道进一步筹集资金，在保持产品市场占有率和获利能力的前提下，加快现有无水氢氟酸和甲烷氯化物生产装置的扩建，调整现有氟产品的结构比例，避免氟里昂产品在下世纪初受蒙特利尔条约限制后给企业的盈利能力带来影响。其中无水氢氟酸项目，1999 年即可增加产量 5000 吨。同时，公司将积极做好氟精细化工产品开发项目，进一步提高企业技术水平，增强发展后劲，提高整体经济效益，努力把巨化股份建设成为技术密集型、外向型、市场竞争能力强、高速高效发展的化工企业，建成国内最大、世界一流的氟化工产品生产基地。

高分子化工材料

此次募股资金建设的另一个项目是 2 万吨/年聚偏氯乙烯工程，将是我国规模最大、技术较先进的高分子化工材料工程。聚偏氯乙烯以其优异的阻气防潮性、耐油脂性、隔味性、低温热封性等，成为综合阻隔性能最好的包装材料，广泛应用于食品、药物、精密仪器和军用品等包装行业之中。我国目前包装工业采用的材料无法满足防潮、保质的要求，因此迅速发展聚偏氯乙烯系列产品，将大大提高我国的包装水平。在国内，聚偏氯乙烯产品的开发与生产技术，巨化股份已处于领先地位，其产品质量已接近或达到国外同类产品的水平。巨化股份通过对国际、国内市场对聚偏氯乙烯系列产品的迫切需求的市场调查，根据已经掌握的技术和良好的投资环境，对该项目工程进行投资，预计将会产生很好的经济效益。

此外在氯碱化工领域,巨化股份在“九五”期间还将完成 5 万吨离子膜烧碱的建设,使烧碱生产能力提高到 17 万吨,扩大市场占有率,进一步提高规模效益。

兼并兰溪农药厂,发展高科技农药产品

此次募股资金的部分用于兼并兰溪农药厂。该厂始建于 1958 年,是化工部和浙江省重点大型农药生产骨干企业。经过近 40 年的建设,企业规模不断扩大,现已形成年产 100% 化学农药 10000 吨 精细化学产品 2000 多吨的生产能力。近年来,由于市场竞争激烈,其产品结构老化、负债率过高,管理费用增加导致出现经营亏损。该厂虽然暂时处于亏损状态,但发展前景依然看好。化工农药行业为国家支柱产业,属于国家产业政策明确支持的范围。就企业而言,其主要产品甲胺磷等在全国拥有较高的市场占有率。特别值得一提的是:兼并农药厂后拟建设的乙氧氟草醚项目,是国家“八五”重点科技攻关项目,科技含量高,效益好,其产品是含氟二苯醚类除草剂,广泛用于水稻、大豆、玉米、棉花、蔬菜等作物田,市场前景十分看好。该项目将在短期内建成投产,年产量达 250 万吨。该厂与巨化股份的关联度高,可以优势互补,并利用巨化股份在资本市场的优势和优惠的兼并政策,加速氟农药等新产品的开发,完成其产品结构的调整。依靠股份公司的管理优势,通过严格管理,降低经营成本,完全有可能使其扭亏为盈,并成为股份公司新的利润增长点之一。

在支农化工产品方面,巨化股份还计划进行产品结构调整,在现有生产氮肥产品的基础上,增加复合肥品种。

项目投资效益预测

巨化股份此次公开发行股票成功后,募股资金将主要用于三个项目的投资建设,其投资效益预测如下:

(1) 5000 吨/年 HFC-134_a 项目。项目总投资 62552 万元,计划运用本次募股资金 17176 万元,并将争取国际保护臭氧层多边基金组织赠款 3000 万美元,其余不足部分由银行贷款或公司自筹资金解决。项目竣工后,预计可年创销售收入 31350 万元,年增利润 5022 万元,该项目投资利润率为 14.97%,投资回收期 4.77 年,预计在 2000 年开始产生效益。

(2) 20000 吨/年聚偏氯乙烯项目。项目总投资 19622 万元,计划运用本次募股资金投入。投产后可年增销售收入 33055 万元,新增利润 4766 万元,项目投资利润率为 20.65%,投资回收为 4.34 年,预计在 2000 年开始产生效益。

(3) 兼并兰溪农药厂。该项目投入资金 7950 万元,计划运用本次募股资金投入,其中 3000 万元用以减轻负债,4950 万元建设该厂的乙氧氟草醚项目。预计该厂 1998 年扭亏为盈,1999 年实现利润 1350 万元,2000 年突破 2000 万元。

六、风险与对策

项目投资风险

公司本次募集资金主要投向建设 5000 吨/年 HFC-134_a 项目、20000 吨/年聚偏氯乙烯

项目和兼并兰溪农药厂。HFC-134_a项目所属的氟化工行业和聚偏氯乙烯项目所属的高分子化工材料行业均为高新技术领域，对生产技术和后续科研开发能力的要求很⁷。这些项目在实施过程中可能会受到工程进度、技术与装备供应及价格变化等各方面因素的影响，因此，这些项目将和所有高科技项目一样，蕴藏着比普通投资项目更大的项目投资风险。对此，公司将加强管理、统一指挥、充分发挥自身技术力量和科研开发力量强的优势，并加强技术引进的进力，确保募集资金投入工程项目的按期、按质、按量完工，以高回报来答谢勇于承担高风险的投资者。

环保因素限制风险

近年来我国在环境保护方面进一步加大了立法和执法力度。根据《中国消耗臭氧层物质逐步淘汰的国家方案》确定的目标，我国决定从“1995年开始逐步淘汰ODS至2010年完全停止ODS的生产和使用”。巨化股份所处的化工行业是对环境污染较重的行业之一，控股子公司氟化学公司目前的产品F11、F12生产装置进行改造后转产F22以及建设HFC-134_a项目，使巨化股份在ODS产品替代过程中处于氟制冷剂生产领域中的领先地位。

市场风险

我国继1996年4月大幅度降低关税后，1997年又一次降低关税，并取消了一些进口限制，为加入世界贸易组织作最后阶段的准备。关税的降低和进口限制的取消有可能使公司的部分产品如农用化肥、聚氯乙烯面临国外同类产品的竞争。对此，公司已制订了中、长远的发展战略，一是使氟化工成为公司的主导产业，更快开发符合国家产业政策的氟化工系列产品和基础化工产品，以争取更多的政策扶持和鼓励。二是进一步加强企业内部经营管理和技术进步，加强综合开发利用，降低生产成本，改进产品性能，增强产品的市场竞争能力。

七、二级市场分析

支柱产业和优势产业概念

巨化股份所属行业为国民经济支柱产业，作为化工行业的骨干生产企业将继续获得国家和浙江省的大力扶持。公司重点发展的氟化学产品技术含量高、经济效益好，属国家重点支持的高新技术产业，而且巨化股份是全国最大的氟化工生产基地，具有明显的产业优势，后续发展潜力很大。

绿色环保概念

随着蒙特利尔条约规定期限的临近，为保护大气臭氧层，现在国内使用的对臭氧层有破坏作用的氟制冷剂亟待替代，而HFC-134_a是国际公认的较理想的替代产品之一，因此巨化股份建设的5000吨/年HFC-134_a装置既符合全球环境保护的需要，也符合我国制冷剂发展的趋势，具有广阔的发展前景。

高科技产品概念

氟化工产品和高分子化工材料聚偏氯乙烯产品在世界上只有少数几个发达国家能够生产。巨化股份引进的氟化工产品生产线和生产技术具有 90 年代国际先进水平，巨化股份通过技术引进和自主开发相结合，打破了国际上氟化工和聚偏氯乙烯产品的技术和市场垄断地位，所生产的产品具有高品质、高附加值的优势。

同类绩优概念

巨化股份的业绩在目前沪深股市已挂牌的化工类上市公司中属业绩优良的企业之一，而且流通盘比较适中，市场定位也将与其良好的业绩和稳定的成长相符合。

项目公司	流通股本 (万元)	主营业务利润率(%)	每股收益 (元)	每股净资产 (元)	净资产收益率 (%)
氯碱化工	2530	6.7	0.166	2.89	5.74
鲁北化工	6000	37.7	0.71	2.33	30.49
北京化二	8000	12.46	0.29	3.1	9.4
云天化	9000	39.02	0.372	1.87	19.3
辽通化工	13000	20.35	0.35	2.11	16.56
渤海化工	11249	0.9	0.02	1.71	1.19
沙隆达	9170	7.3	0.33	3.15	10.56
山东农药	7178	9.63	0.20	2.01	9.32
福建三农	4000	12.13	0.337	2.58	12.79
湖北宜化	3188	27.6	0.426	2.28	18.67
江苏索普	2025	11.3	0.28	2.55	10.98
盐湖钾肥	4500	21.66	0.23	2.11	11.02
巨化股份	7200	10.4	0.49	1.48	39.20

从以上指标分析可知，“巨化股份”主营业务利润率、每股收益、净资产收益率等指标均处于较佳水平，可以预计“巨化股份”上市后将会有较好的市场表现。

资产重组概念

巨化股份充分利用股票上市带来的机遇，通过其在资本市场上的经营优势，兼并兰溪农药厂，迅速壮大了支农化工的经营规模，对提高企业经济效益，带动浙江省农用化工的发展起到了重要的作用。

结 论

“巨化股份”作为中国氟化学工业最大的生产企业，发展潜力很大，集支柱产业概念、绿色环保概念、高科技产品概念、资产重组概念和同类绩优概念于一身，伴随着我国新一轮经济增长周期的启动和发展，将会给投资者带来满意的回报，值得投资者中长线投资和关注。

吉林森工

中国林业第一股

湖南证券投资咨询有限公司

【说明】

湖南证券投资咨询有限公司（湘证咨询）是湖南省首家专业证券咨询机构，1998年首批获得中国证监会咨询资格认证，执业人数居全国专营机构第二。公司建有完善的上市公司数据库，并以此为依托进行扎实的基础研究。公司从1993年起即开始从事企业股份制改造、企业重组、证券投资顾问等业务，相继为湘中意（湖南投资）、湘火炬等多家上市公司撰写客观公正的投资价值报告。

吉林森工是一家林业上市公司，我们推荐它主要是基于其良好的基本面因素，相信市场会对其投资价值进行深入的挖掘。首先，从行业情况来看，林业属于基础产业，受国家产业政策扶持。随着新一轮经济的启动，特别是房地产产业的振兴，林木需求量将稳中有升，市场前景良好。其次，公司资源优势明显。母公司森工集团拥有的林木经营面积达139.53万公顷，是我国最重要的林木产区，作为母公司的核心企业，公司长期租用母公司的森林资源采伐权，较其他林业企业而言其资源优势相当突出。同时公司依托资本市场的筹资优势，完全可在行业中实现可持续发展的生态林业之路。第三，公司主业突出，财务状况优良，近三年公司利润呈稳定增长趋势，而在募股资金注入之后偿债能力有明显提高，发展后劲增强。从获利能力来看，公司产品销售毛利率一直稳定在35%以上，获利能力强，上市后若能加强经营管理，盈利能力有望进一步提升，具有较强的中长线投资价值。

自我们推荐之后，该股走势比较活跃，但整体涨幅不大，处于中长期底部构造阶段。从基本面来看，一方面由于国家禁伐政策的实施已造成国内木材市场供给短缺，价格上扬，98年年报和99年中报显示该公司盈利保持了良好增长势头，利润持续上升管理费用及应收帐款大幅下降，说明公司具有较好的成长性。另一方面，我国加入世贸已取得重大突破，而吉林森工进出口业务具有相当规模，其母公司在海外建有多项采伐项目，“入世”之后公司业务将面临更佳的发展机会。我们前期推荐吉林森工正是对该公司中长期发展前景的看好，现在我们长线看好该股的信心更加充足，相信其未来走势将给投资者以丰厚的回报。