

分析师: 鄢祝兵 徐斌 李兴 021-63295974 yanzb@cjsc.com.cn
 联系人: 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

公司主业大洗牌，蓝星集团整体上市或将加速

事件描述

蓝星清洗股份有限公司于4月3日公告重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案，方案如下：（一）股权转让：本公司控股股东中国蓝星（集团）股份有限公司以公开征集的方式出让持有的本公司全部8192.2699万股股份，并确定成都市兴蓉投资有限公司作为股份受让方，上述股份转让的对价以兴蓉公司与本公司进行资产置换后从本公司置出的全部资产和负债予以支付。（二）资产置换和发行股份购买相关资产：兴蓉公司“排水公司”100%股权与本公司全部资产和负债进行置换。（三）本次上市公司拟注入资产和置出资产的预估值分别约为16.2亿元和6.1亿元，公司拟发行不超过16500万股股份购买置入资产与置出资产评估价值的差额部分，本次非公开发行股份的发行价为6.24元/股。

事件评论

第一，若本次资产置换顺利完成，蓝星清洗主业大洗牌，主业盈利能力显著增强

蓝星清洗现有主业主要生产工业清洗剂、车用化学品、TDI等精细化工产品 and 清洗工程及水处理工程业务。公司拥有6万吨/年清洗剂生产线、3万吨/年TDI装置和3万吨/年环氧丙烷装置，是目前国内规模最大的工业清洗剂和TDI生产企业之一。主营业务中清洗剂由于原材料价格上涨等原因近年来毛利率逐步下降，公司未来这一块业务将逐步淡出，TDI和环氧丙烷等业务随着下游需求的下滑及国内新建装置的冲击，盈利能力也呈逐步下滑的态势，根据公司公告，2008年全年公司实现业绩亏损在1000万元以内。

图 1：2008 年中期公司主营业务收入构成

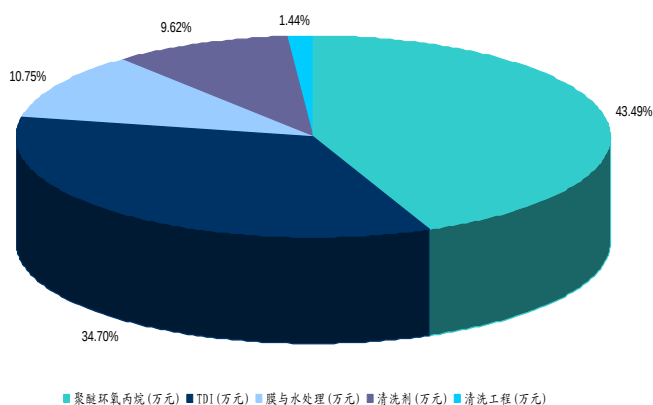
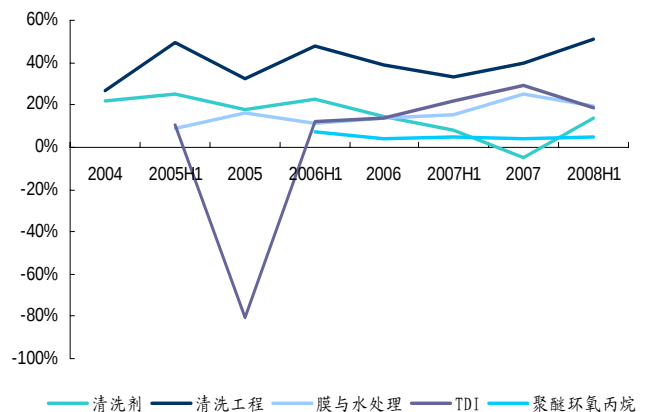
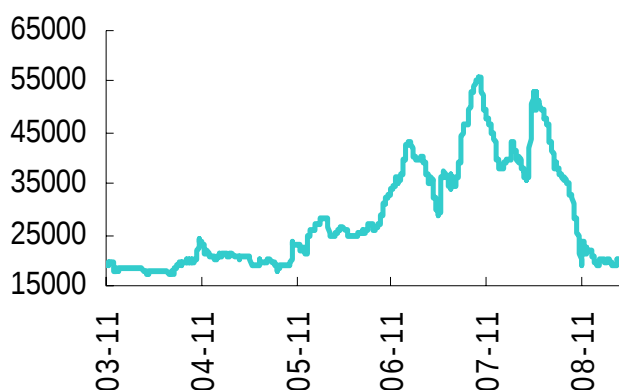


图 2：近年来公司主营业务毛利率情况

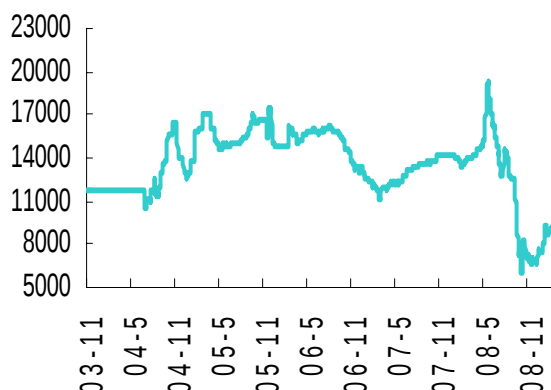


资料来源：公司公告 长江证券研究部

资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 3：长三角地区 TDI 价格走势（单位：元/吨）


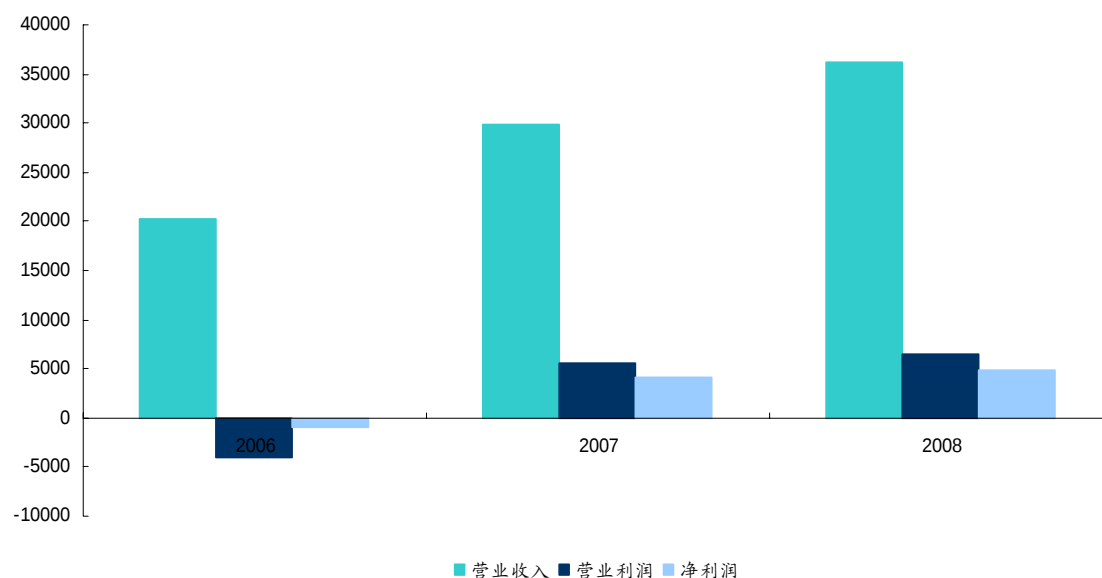
资料来源：公司公告 长江证券研究部

图 4：长三角地区环氧丙烷价格走势（单位：元/吨）


资料来源：公司公告 长江证券研究部

本次拟交易预案为兴蓉公司以其持有的成都市排水有限责任公司（以下简称“排水公司”）100%股权与本公司全部资产和负债进行置换，资产置换的交易作价以评估值为基准，资产置换的差额部分由本公司对兴蓉公司发行股份进行购买。蓝星清洗现有全部业务资产、负债、人员均由蓝星集团承接和安置，蓝星集团实现战略退出；同时，兴蓉公司将其持有的排水业务资产注入上市公司，旨在提高上市公司资产质量，增强上市公司盈利能力和持续发展能力。本次交易完成后，蓝星清洗将成为一家规模较大、具备较强竞争力的排水类上市公司，公司的盈利能力将得到明显提高，中小股东的利益能得到充分保障。

截至目前，排水公司下属八座污水厂的污水日处理能力为130万立方米，其中，一厂一期工程设计日处理能力为10万立方米，于1992 年开始运营，一厂二期工程设计日处理能力为30万立方米，于1999年开始运营。2004年底建成运营的二厂、三厂和四厂的设计日处理能力分别为：30万立方米、10万立方米和10万立方米。2007年底建成的天回污水处理厂、龙潭污水处理厂、武侯污水处理厂和江安河污水处理厂设计的日处理能力均为10 万立方米。排水公司下属污水处理厂曾多次获得“全国十佳城市污水处理厂”称号。

图 5：排水公司近年来营业收入和净利润情况（单位：万元）


资料来源：公司公告 长江证券研究部

2006年、2007年、2008年排水公司实际污水处理量分别为2.60 亿立方米、2.76亿立方米、3.23 亿立方米，实现污水处理收入2.03 亿元、2.97 亿元、3.60 亿元，按上述数据测算，模拟的污水处理结算价格分别为0.78 元/立方米、1.07/立方米、1.12元/立方米。自2009年开始，首期3年污水处理结算价格区间为1.55 元~1.65元/立方米，预计2009年实现净利润不低于1.93亿元。按照新的股本计算，2009年上市公司业绩有望达到0.41元或以上，主业盈利能力显著增强。

表1：重组前后上市公司股权结构

股东名称	重组前		重组后	
	持股数量（股）	持股比例（%）	持股数量（股）	持股比例（%）
中国蓝星（集团）股份有限公司	81922699	27.08	-	-
成都市兴蓉投资有限公司	-	-	246922699	52.82
其他股东	220548038	72.92	220548038	47.18
股份合计	302470737	100	467470737	100

资料来源：公司公告 长江证券研究部

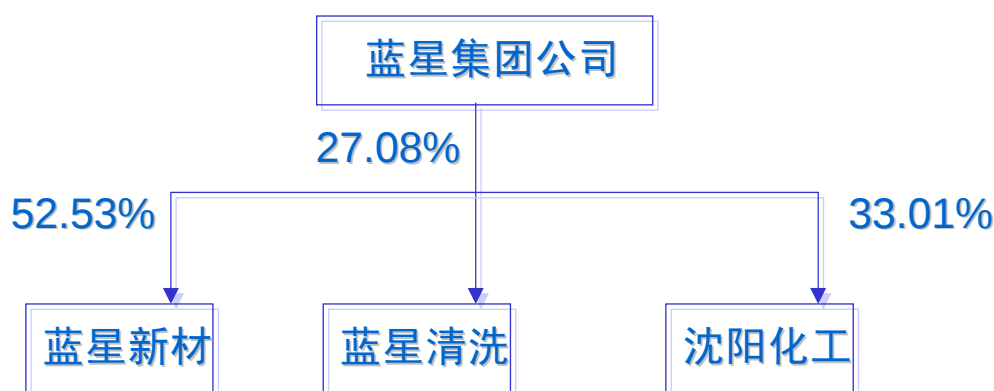
第二，未来控股股东兴蓉公司实力较强，拟借助资本市场平台谋求进一步发展

兴蓉公司是成都市国资委直属的国有独资公司，主营城市供水排水基础设施的投融资、建设和运营管理。截至2008年12月31日，兴蓉公司总资产139.99亿元，净资产51.47亿元。为进一步推动成都市及周边地区水务及环保事业的发展，同时提升兴蓉公司在水务行业的竞争力和行业地位，以便进行外延式扩张，兴蓉公司需要借助资本市场的平台，拓宽公司融资渠道，为公司的发展提供推动力。同时，兴蓉公司将其持有的排水业务资产注入上市公司，旨在提高上市公司资产质量，增强上市公司盈利能力和持续发展能力。本次交易完成后，本公司将成为一家规模较大、具备较强竞争力的排水类上市公司，公司的盈利能力将得到明显提高，中小股东的利益能得到充分保障。

第三，蓝星集团迈出整体上市第二步，集团未来整体上市或将加快进程

蓝星集团此前旗下星新材料（600299）、沈阳化工（000698）和蓝星清洗（000598）三家上市公司，2008年10月6日，百仕通集团出资6亿美元，持有蓝星集团20%的股份，我们当时就认为随着百仕通集团入主蓝星集团，将加快蓝星集团整体上市的步伐，也将对集团旗下三家上市公司产生深远的影响。我们此前认为蓝星新材和沈阳化工投资价值显著，运作整体上市可能性最大，蓝星清洗存在最大被交易的可能，而带来相关交易性机会。

图 6：蓝星集团此前控制上市公司情况



资料来源：长江证券研究部

蓝星新材作为国内化工新材料领域产品最齐全、最具竞争力的上市公司之一，目前主要业务包括：（1）有机硅系列：目前具有三套有机硅单体共计产能 20 万吨/年，与蓝星集团合资建立的 40 万吨/年有机硅工程一期 20 万吨/年项目进展顺利，有望 2010 年投产；（2）苯酚/丙酮-双酚 A-环氧树脂系列：公司 12 万吨/年苯酚/丙酮装置目前运行状况良好，无锡生产基地双酚 A、环氧树脂的产能分别为 4.5 和 4 万吨，南通新材料基地新建 9 万吨/年双酚 A 和 5 万吨/年电子级环氧树脂预计将于 09 年 9 月投产；（3）工程塑料系列：第二套 6 万吨/年的 PBT（聚对苯二甲酸丁二酯）装置于今年 7 月顺利投产，PBT 总产能达到 8 万吨，PPE（聚苯醚）产能达到 1 万吨/年；（4）丁烯/丁二烯-氯丁橡胶系列：目前公司氯丁橡胶产能 2.5 万吨，计划未来氯丁橡胶产能将扩大到 5.5 万吨；（5）钛白粉、顺酐/苯酐、感光产品、离子膜电解槽等业务未来稳步发展。由于受雪灾、地震、原材料大幅上涨、四季度计提大量存货减值等因素的影响，2008 年公司业绩出现亏损，我们预测公司 09、10 年 EPS 分别为 0.21 元、0.38 元，随着国家石化产业振兴计划的出台，作为国内新材料综合龙头，将显著受益，且未来存在强烈的资产注入和整体上市预期更加强烈，我们维持前期“谨慎推荐”评级。

沈阳化工公司主营业务可以分为三个板块：（一）炼油板块主要生产汽油、柴油、液体石蜡、液化石油气；（二）氯碱板块主要生产聚氯乙烯（PVC）糊树脂、烧碱、液氯、盐酸、气相二氧化硅；（三）丙稀产业链主要用于生产丙稀、丙烯酸、丙烯酸酯、环氧丙烷、聚醚等产品。未来公司最大看点在于 CPP 装置的投产，我们预测公司 09、10 年 EPS 分别为 0.384 元和 0.536 元，维持前期“推荐”评级。

第四，我们认为此次方案通过可能性较大

本次重大资产置换及发行股份购买资产构成重大资产重组，除需经公司股东大会批准外，还需取得以下备案、批准或核准后方可实施：（一）置入、置出资产的评估报告获得国有资产监督管理部门或有权机构的备案；（二）成都市国资委批准兴蓉公司将排水公司 100% 股权注入上市公司；（三）国务院国资委批准本次股份转让；（四）中国证监会核准本次交易，对兴蓉公司因本次交易形成的上市公司收购行为无异议，且豁免兴蓉公司以要约方式收购本公司股份的义务。我们认为此次方案通过可能性较大，主要基于如下原因：（一）重组方案显著增厚上市公司盈利能力，A 股普通股流通股东明显受益；（二）兴蓉公司实力较强，未来将借助资本市场平台谋求进一步发展；（三）蓝星集团退出后，向整体上市第二步迈进，将对旗下资产进行重组，加速整体上市步伐。

分析师介绍

鄢祝兵，上海交通大学生物化学与分子生物学专业硕士，曾就职于上海市肿瘤研究所，从事高分子药物载体制备研究工作，现为长江证券行业公司研究部化工行业分析师，研究领域为化工新材料。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。