

亚星化学（600319）：拟收购 ADC 发泡剂装置，盈利有望改善 中性（维持）

化工行业

2009 年 11 月 18 日

联系人：天相化工组

010-66045582

sunrj@txsec.com

事件描述：

公司于2009年11月17日召开董事会会议，审议并通过了《潍坊亚星化学股份有限公司关于收购ADC发泡剂装置资产的议案》。公司拟出资1.6亿元收购潍坊威朋化工有限公司年产1.2万吨ADC发泡剂装置。

评论：

- ADC发泡剂概述。**ADC发泡剂属于有机类分解型发泡剂，产品具有发气量大、气泡均匀致密、不污染制品、不助燃、不腐蚀模具、容易控制温度等特点，广泛应用于聚氯乙烯、聚乙烯、聚丙烯、合成及天然橡胶等合成材料的常压发泡或加压发泡，大量用于汽车、家电和住宅等领域。ADC发泡剂除用作发泡剂之外，还可用于面粉改良剂，熏蒸剂和安全气囊的产气剂。
- 我国是世界上最大的ADC发泡剂生产和消费国。**目前全球ADC发泡剂产能约30万吨，我国约占60%，其他主要生产国家有日本、美国、德国、韩国等。我国现有ADC发泡剂生产厂家15家，其中万吨以上企业有八家，国内主要ADC发泡剂骨干企业有江苏索普化工股份有限公司、江西电化精细化工有限责任公司、宁夏日盛精细化工集团有限公司、福建龙岩龙化集团公司及潍坊威朋化工有限公司等。我国ADC装置生产能力约18万吨/年，国内消费量约12万吨，出口约6万吨。近几年我国ADC发泡剂出口大幅增长，根本原因是发达国家出于环保和成本方面的考虑，逐步关闭了一些生产装置，这就给我国ADC发泡剂生产企业的出口创造了一个良好的空间。

图表 1：2009 年我国 ADC 发泡剂主要生产企业产能统计

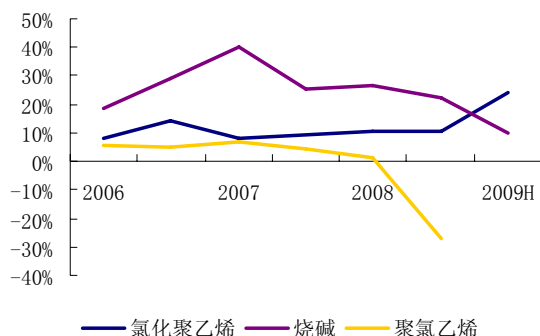
生产企业	产能（万吨/年）
江苏索普化工股份有限公司	3.5
江西电化精细化工有限责任公司	3
宁夏日盛精细化工集团有限公司	2.5
福建龙岩龙化集团公司	1.5
潍坊威朋化工有限公司	1.2
江苏苏化集团有限公司	1.2
山东淄博海明化工有限公司	1
福建南平榕昌化工福州一化集团	1
青海盐湖海虹化工股份有限公司	3（在建）
合计	17.9

资料来源：天相投顾

注：蓝色字体部分为本次亚星化学拟收购ADC发泡剂生产装置。

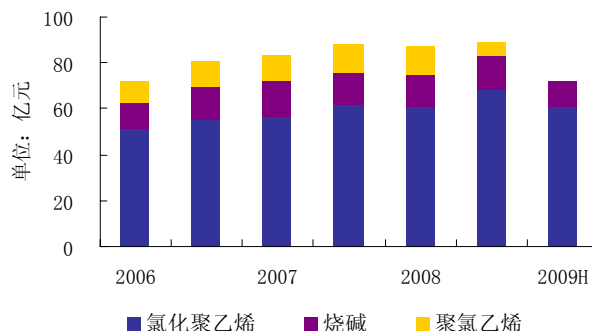
3. 前三季度烧碱、氯化聚乙烯盈利能力较差，收购资产有望改善公司盈利。在金融危机的影响下，年初以来氯碱行业整体低迷。烧碱、PVC价格大幅下滑，公司原有的氯碱装置开工不足，效率较低。2009年1-9月，公司实现营业收入13.79亿元，同比减少8.8%；实现营业利润2,051万元，同比减少12.3%；实现归属母公司净利润687万元，同比减少19.1%。收购上述资产，将有助于公司平衡氯碱生产，提高公司存量装置资产的运行效率，增加销售收入，提高公司盈利能力。

图表 2：亚星化学 2006-2009 年主要产品毛利率



资料来源：天相投顾

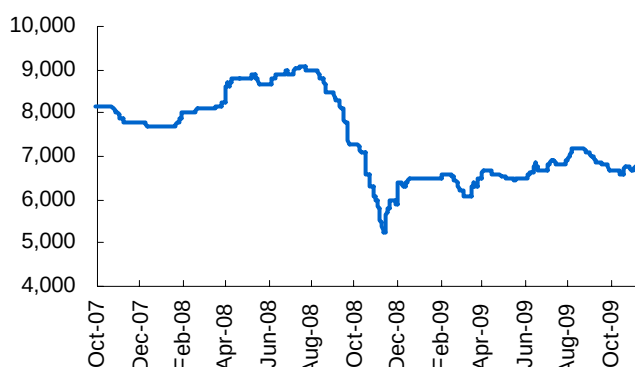
图表 3：亚星化学 2006-2009 年主要产品收入情况



资料来源：天相投顾

4. 房地产复苏带动PVC增长，或改善公司氯碱产品盈利水平。受金融危机影响，2008年度内公司PVC产品亏损严重，2008年11月起公司关停了年产4万吨的PVC生产线。目前PVC行业总体开工率在50%-60%，PVC市场价格约为6,400-6,500元/吨，电石法PVC生产企业基本处于盈亏平衡。四季度是PVC行业的需求淡季，PVC市场需求总体相对低迷。2009年三季度以来房地产投资复苏，将带动PVC需求增长，进而带动PVC价格上涨，预计PVC行业盈利2010年初将开始好转。若公司PVC生产线顺利复产，则有望进一步提高公司的盈利水平。

图表 4：2007 年-2009 年 PVC 价格走势（单位：元/吨）



资料来源：天相投顾

5. 装置技术世界领先，占据显著竞争优势。公司拟收购的年产1.2万吨ADC发泡剂装置，由威朋化工引进德国拜耳公司的生产技术和设备而建成。该装置是目前世界上规模最大、技术最先进的ADC发泡剂生产装置，以高浓度水合肼和尿素为原料，采用无硫酸缩合、连续干燥、研磨、颗粒分级和改性等世界领先技术生产ADC发泡剂，具有原材料少、能耗小、环境效果良好等特点。年产1.2万吨ADC发泡剂项目自2006年投产至



今，各种设备和控制系统运转良好，未出现因故障而导致影响生产正常运行的情况。

2009年以来，受金融危机影响，全球化工产品需求萎缩，加之国内发泡剂生产厂家较多，行业竞争激烈，公司ADC发泡剂也深受影响。有鉴于此，公司将自己的产品定位在中高端市场，一定程度上减小了与低端产品的不良竞争。国外市场方面，成功开发了Polyone、Sekisui、Interrep、Lehmann&Voss等国际知名公司，业务遍及德国、英国、法国、台湾等十几个国家和地区。国内着重开发中高端用户最为集中的广东省，目前仅广东地区便开发了十几家客户，月采购量50吨以上。

6. **亚星集团受让朗盛亚星水合肼装置，保障ADC发泡剂装置原材料供应。**ADC发泡剂的主要原料是水合肼。2009年9月公司股东大会通过了议案，拟以3,350.96万元评估价格将所持有朗盛亚星45%的股权全部转让给潍坊亚星集团有限公司。朗盛亚星拥有年产1.2万吨规模的水合肼装置，亚星集团受让上述股权后，可充分发挥资金和现有装置等优势，继续启动对水合肼项目的改造建设，尽快恢复正常生产，确保对亚星集团控股子公司ADC发泡剂项目的原材料供应。
7. **公司盈利能力有望提升，维持公司“中性”的投资评级。**公司收购上述资产将有助于公司进一步调整产品结构。利用公司现有管理、成本控制能力和氯碱装置产能，可有效降低拟收购资产原有生产和管理成本，提高公司的持续盈利能力和核心竞争力。本次装置收购的同时，威朋公司将把装置所使用的生产技术、商标一并无偿允许公司使用。收购该装置时，保留原主要管理人员及骨干生产人员，其它多余职工将由本公司大股东潍坊亚星集团有限公司安置。

公司在收购上述资产后，每年将增加销售收入1.86亿元，增加净利润1,503万元，增厚EPS0.05元。我们预计公司2009-2011年的每股收益为0.02元、0.11元和0.24元，以11月17日收盘价7.00元计算，2010-2011年对应的动态市盈率分别是64倍和29倍。考虑到公司目前处于微利，明年估值较高，我们暂时维持公司“中性”的投资评级，但提醒投资者注意收购所带来的交易性机会。

图表 5：资产注入前后公司盈利情况比较

	未购买资产前		购买资产后	
	2009E	2010E	2009E	2010E
收入（万元）	249,075	274,050	249,075	292,650
归属母公司净利润（万元）	357	1,951	357	3,454
EPS（元/股）	0.02	0.06	0.02	0.11
动态 PE	345	115	345	64

资料来源：天相投顾

8. 风险提示

- 1) 此次资产重组尚需股东大会和证监会审核，存在一定不确定性；
- 2) 氯碱行业具有较强的周期性，行业景气下降时将影响公司业绩；
- 3) 公司原有业务与新业务存在一定整合风险。

图表 6: 亚星化学盈利预测表

	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	208,140	249,075	292,650	318,113
增长率	7%	20%	17%	9%
营业成本	192,028	226,358	263,979	279,050
减: 营业税金及附加	27	27	32	35
资产减值损失	178	300	356	347
毛利率	8%	9%	10%	12%
减: 销售费用	3,483	3,797	4,139	4,511
管理费用	4,964	4,665	4,575	4,392
财务费用	8,626	11,645	15,720	21,222
加: 投资净收益	-153	-646	146	129
二、营业利润	-1,319	1,637	3,996	8,686
增长率	-	-	144%	117%
营业利润率	-0.6%	0.2%	1.4%	2.7%
加: 营业外收入	4,697	600	600	600
减: 营业外支出	193	100	100	100
三、利润总额	3,185	2,137	4,496	9,186
减: 所得税	-213	187	409	836
少数股东损益	1,829	293	611	766
四、归属母公司净利润	1,568	1,657	3,476	7,584
增长率	-22%	-77%	110%	200%
净利润率	0.8%	0.1%	0.7%	1.9%
基本每股收益	0.05	0.02	0.11	0.24

资料来源: 天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100