

分析师：	刘俊	(8621)68751310	fengxt@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490510120002
联系人：	冯先涛	(8621) 68751310	fengxt@cjsc.com.cn		
	张翔	(8621) 68751310	zhangxiang1@cjsc.com.cn		

收购亚细亚化工，跨入医药中间体领域

事件描述

青松股份发布收购张家港亚细亚化工有限公司 100%股权的意向性公告，主要内容为：

- 张家港亚细亚主要生产樟脑磺酸、5-甲基脲嘧啶等产品，是国内最大的樟脑磺酸生产企业，公司樟脑磺酸的国内市场占有率高达 65%；
- 亚细亚 2010 年营业收入达 9367.37 万元，净利润达 2295.91 万元，净利率达 24.51%。

对此，我们有如下点评：

- 本次收购兑现了公司在年报中提出的发展战略。我们认为公司发展松节油深加工的意志坚定。公司力图通过开发高附加值的香料和医药中间体、收购兼并上下游企业来做大做强松节油深加工；
- 本次收购将使公司主业进一步跨入医药中间体领域。这是公司继冰片等产品后，在医药领域的深一步前行；
- 根据双方定价协议，青松股份对亚细亚化工市净率的评估为 2.4-2.55；远低于青松股份市净率 4.30；
- 青松股份 2010 年销售收入为 48637 万元，亚细亚化工为 9367.37 万元，扣除青松股份与亚细亚化工的交易额后，二者 2010 年对外销售收入之和达 56067.70 万元，净利润将达到 6366.80 万元（青松股份与亚细亚关联交易按照 8.72%的净利率扣除），对应每股收益为 0.95 元；
- 我们在未考虑并购的情况下曾预测公司 2011、2012、2013 年年每股收益分别为 1.06、1.54、1.92 元。在此基础上，给予亚细亚化工公司未来三年每年增长 20%的速度，则公司 2011、2012、2013 年每股收益为 1.46、2.02、2.50 元；公司目前股价 33.88，对应 2011-2013 年动态市盈率为 23、17、13。继续维持对公司的“推荐”评级。

事件评论

收购亚细亚化工，与年报发展规划一脉相承

公司在 2010 年年报中曾经提出“通过开发高附加值的香料和医药中间体、收购兼并上下游企业来做强做大松节油深加工的产业链”的发展战略，此次收购亚细亚化工，迈出了宏伟目标的第一步。我们认为公司做大做强松节油深加工的意志相当坚定。

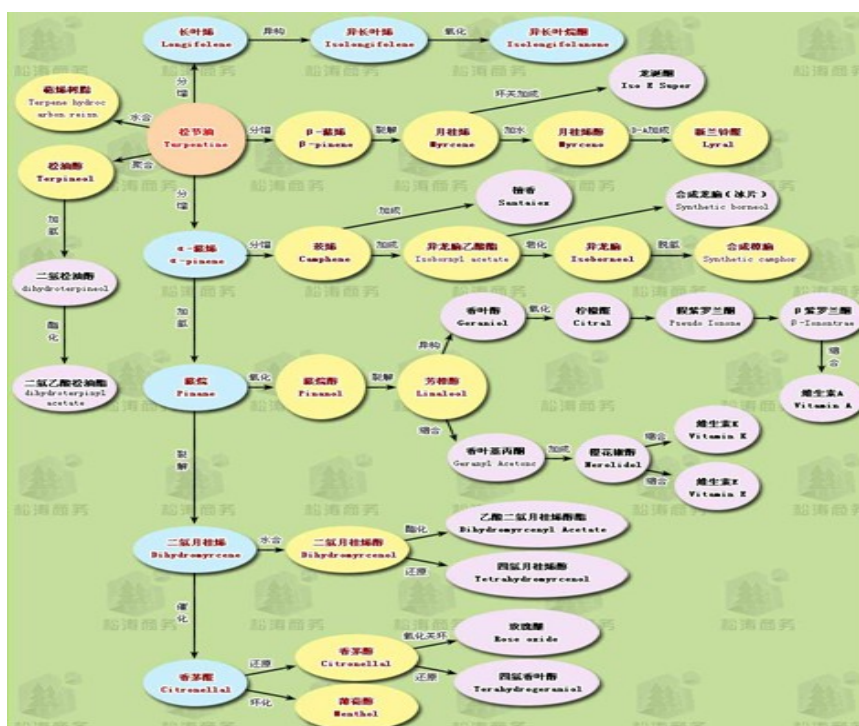
图 1：亚细亚化工



资料来源：公司网站，长江证券研究部

松节油深加工产品较为丰富，并且，随着产业链逐步向下发展，盈利能力逐步提升。本次收购亚细亚化工，一方面公司业务进入新领域，另一方面，两者协同效应将会明显显示出来，由于青松股份产品樟脑为亚细亚化学的原料，两者合并后，在产业链上，双方将会融为一体，最终在生产和销售上互为促进。

图 2: 松节油深加工图



资料来源：长江证券研究部

亚细亚化工：小而精的医药中间体企业

公开资料显示：公司现有从业人员 188 名，专业技术人员 65 人。目前主要生产品种有：5-甲基脲嘧啶、脲嘧啶、DMPU、D-(+)-樟脑磺酸、L-(-)-樟脑磺酸、苯甲醛、4-羟基喹啉、氨基噻吩、3,4 苯腈、ODB 等中间体，主要应用于制药和有机合成方面，同时可以根据市场和客户要求进行其他专用化学品的定向开发和批量生产。目前 95% 以上的产品出口到欧洲、北美、日本、韩国、印度等地。

亚细亚 2010 年营业收入达 9367.37 万元，净利润达 2295.91 万元，净利率达 24.51%。而同期，青松股份销售净利率只有 8.72%。我们认为亚细亚化学盈利能力远强于青松股份。未来将持续提升青松股份盈利能力。

若合并双方财务报表，2010 年每股收益可达 0.95 元

青松股份 2010 年销售收入为 48637 万元，亚细亚化工为 9367.37 万元，扣除青松股份与亚细亚化工的交易额后，二者 2010 年对外销售收入之和达 56067.70 万元，净利润将达到 6366.80 万元（青松股份与亚细亚交易按照 8.72% 的净利率扣除），对应每股收益为 0.95 元。

盈利预测

我们在未考虑并购的情况下曾经预测公司 2011、2012、2013 年年每股收益分别为 1.06、1.54、1.92 元。在此基础上，给予亚细亚化工公司未来三年每年增长 20% 的速度，则公司 2011、2012、2013 年每股收益为 1.46、2.02、2.50 元；公司目前股价 33.88，对应 2011-2013 年动态市盈率为 23、17、13。继续维持对公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	486	748	1020	1274	货币资金	334	426	277	280
营业成本	383	594	805	1006	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	104	154	215	269	应收账款	37	75	204	255
% 营业收入	21.3%	20.5%	21.0%	21.1%	存货	128	89	121	151
营业税金及附加	2	3	4	5	预付账款	66	59	81	101
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	11	17	23	28
销售费用	11	22	31	38	流动资产合计	577	667	705	815
% 营业收入	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	25	30	41	51	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.1%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	6	4	6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	0.8%	0.4%	0.4%	固定资产合计	111	147	214	293
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	12	11	11	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	53	92	135	169	其他非流动资产	39	89	164	223
% 营业收入	10.9%	12.4%	13.3%	13.3%	资产总计	739	914	1094	1341
营业外收支	1	2	2	2	短期贷款	84	0	0	45
利润总额	55	94	137	171	应付款项	13	119	161	201
% 营业收入	11.2%	12.6%	13.5%	13.4%	预收账款	1	4	7	10
所得税费用	12	24	34	43	应付职工薪酬	3	1	1	1
净利润	42	71	103	128	应交税费	-2	7	10	13
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	80	108	135
的净利润	42.4	70.8	103.1	128.5	流动负债合计	107	211	287	406
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	92	92	92	92
EPS (元/股)	0.63	1.06	1.54	1.92	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	11	11	11	11
经营活动现金流净额	-33	282	17	131	负债合计	209	313	390	509
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	528	599	702	831
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	2	2	2	2
无形资产投资	12	0	0	0	股东权益	530	601	704	832
固定资产投资	0	-100	-162	-167	负债及股东权益	739	914	1094	1341
其他	-38	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-26	-100	-162	-167		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.633	1.057	1.539	1.917
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.91	8.97	10.50	12.42
银行贷款增加 (减少)	42	-84	0	45	PE	53.52	32.05	22.02	17.67
筹资成本	-12	-6	-4	-6	PEG	1.20	0.72	0.49	0.40
其他	345	0	0	0	PB	4.28	3.78	3.23	2.73
筹资活动现金流净额	374	-90	-4	40	EV/EBITDA	32.20	17.17	13.04	10.43
现金净流量	315	92	-149	3	ROE	8.0%	11.8%	14.6%	15.4%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

张翔，获南京大学经济学硕士学位，武汉大学化学、管理学双学士学位，目前在长江证券研究所从事基础化工行业研究。

刘俊，武汉大学经济学硕士。

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。