

分析师： 冯先涛 (8621)68751310 fengxt@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490511040004

联系人： 张翔 (8621)68751310 zhangxiang1@cjsc.com.cn

收购尘埃基本落定，拓展空间打开

事件描述

青松股份发布签署《张家港亚细亚化工有限公司股权转让合同》的公告，其主要内容为：

- 2011年7月20日，双方签订《股权转让合同》；收购事项经董事会审议并提交股东大会审议后正式生效。
- 青松股份以人民币11780万元的价格受让亚细亚100%股权。本次收购将以首发超募资金来支付对价。

对此，我们有如下点评：

- 本次股权转让合同的签署，标志着持续近4个月的收购尘埃落定，同时也意味着资本市场对收购成败的不确定风险顾虑消除。本次收购价格为11780万元，我们认为基本符合市场预期。
- 收购完成后，公司拓展空间顿时打开；一方面进入下游樟脑磺酸领域，另一方面，借助亚细亚的实力，进入医药中间体等领域。
- 我们预测公司2011、2012、2013年年每股收益分别为0.54、0.77、0.97元。考虑到公司对亚细亚化工的收购，我们预测公司2011、2012年每股收益分别为0.70、1.01、1.27元。目前股价为17.16元，对应市盈率为25、17和14倍。我们看好公司在松节油深加工领域继续往下游发展的潜力，同时我们认为公司在松节油原材料获取方面具有较强优势，我们认为可以将公司作为“林化工”领域独有的投资标的配置，维持对公司的“推荐”评级。

事件评论

股权转让合同签订，收购基本完成

青松股份2011年3月23日发布《关于收购张家港亚细亚化工有限公司全部股权的意向性公告》，2011年7月20日双方签署《张家港亚细亚化工有限公司股权转让合同》，以人民币11780万元的价格受让亚细亚100%股权。至此，持续近4个月的收购基本完成（经董事会审议并提交股东大会审议后正式生效）。

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是对该战略的初步兑现。

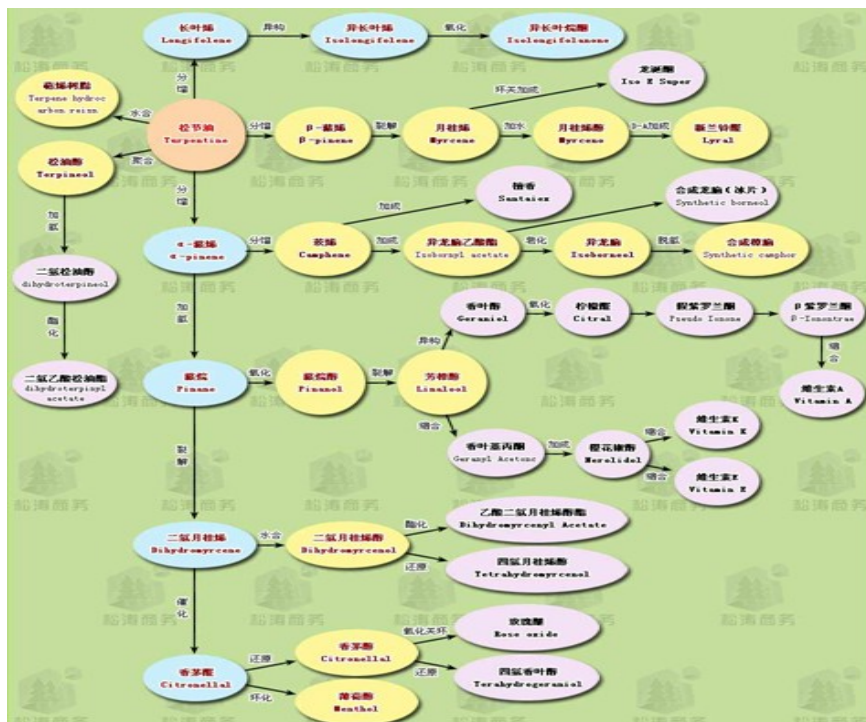
本次收购价格为11780万元，我们认为基本符合市场预期。根据股权转让意向性公布的定价机制，市场普遍预期收购价格在1亿左右。本次协商价格基本符合预期，定价较为合理。

拓展空间打开，顺利进入下游樟脑磺酸等领域

进入樟脑磺酸领域，新增另一增长极

公司借助亚细亚化工顺利进入樟脑下游樟脑磺酸领域，市场普遍观点是标志着公司往产业链下游的延伸。我们认为此次收购对公司的意义远不止该点。我们认为亚细亚将为公司提供多方面的增长极。这无疑可以打破市场对“公司樟脑业务一枝独大后，后续发展乏力”的质疑。我们一再强调松节油深加工领域产业链丰富，产品群众多。我们坚定的看好松节油深加工产业链。

图 1：松节油深加工图



资料来源：长江证券研究部

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，两者并购后，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。此外公司未来可以继续借助亚细亚化工在医药中间体领域的成就深处发展医药中间体业务。

亚细亚化工：樟脑磺酸的领跑者

公开资料显示：亚细亚现有从业人员 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对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。

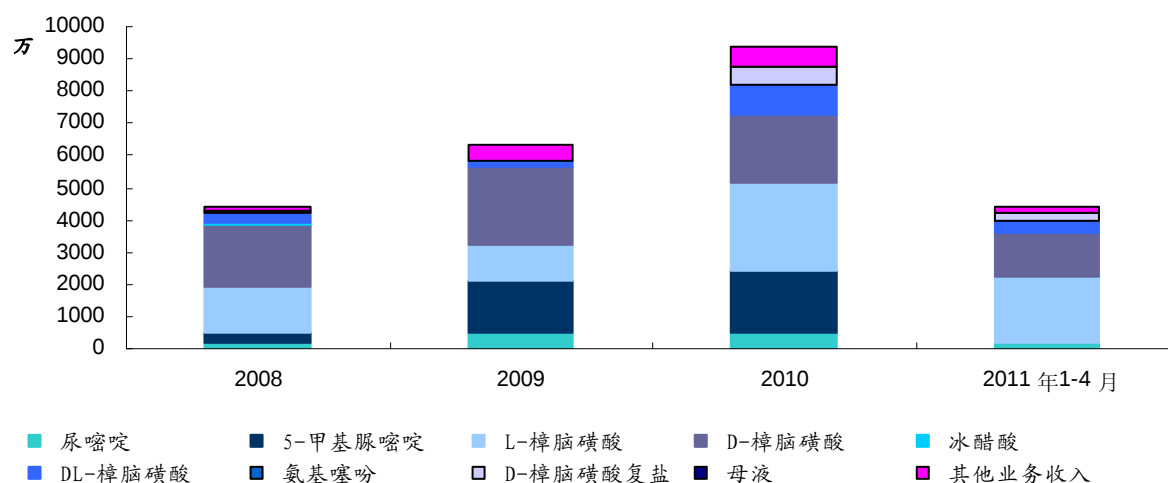
公司具备 1500 吨樟脑磺酸（含左旋樟脑磺酸、右旋樟脑磺酸、混旋樟脑磺酸）、150 吨尿嘧啶及 500 吨 5-甲基脲嘧啶的生产能力。

收入主要来自于樟脑磺酸及 5-甲基脲嘧啶业务

亚细亚化工主要收入集中在樟脑磺酸及 5-甲基脲嘧啶产品。公司樟脑磺酸已经通过美国 FDA 检定认证，作为化妆品

原料批量供应给法国欧莱雅公司。同时公司 5-甲基脲嘧啶获得了瑞士诺华制药的第一供应商地位。我们认为亚细亚在自身产品领域得到下游特定客户的高度认可，顺利进入跨国医药公司的供应商且市场占有率较高，未来有望借助这一平台，继续深处发展原有业务及开拓新领域。

图 2：亚细亚收入结构



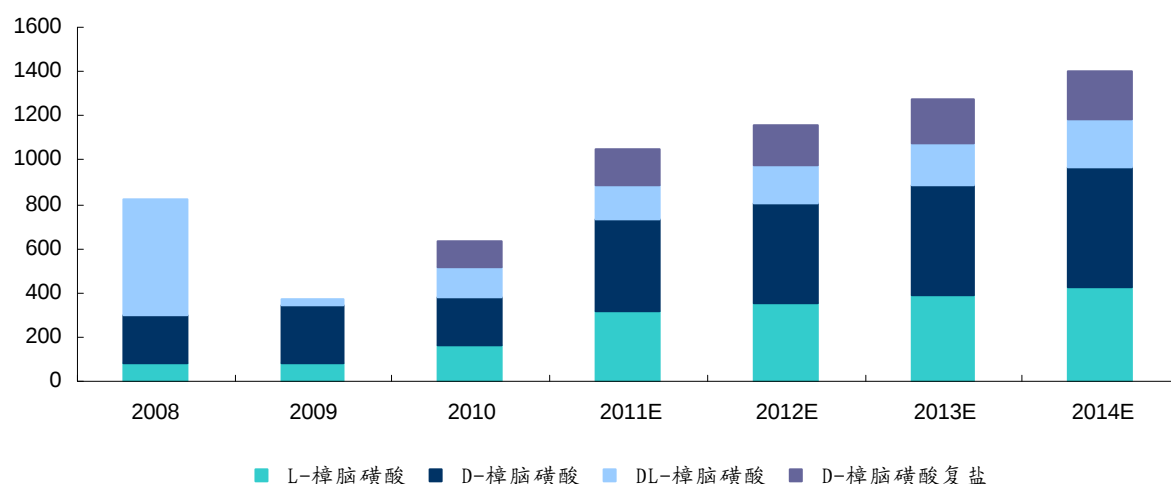
资料来源：公司公告，长江证券研究部

樟脑磺酸，依然有发展空间

公司 2010 年共销售樟脑磺酸及其复盐 633.35 吨。由于樟脑磺酸可以作为手性药物的拆分剂，尤其是左旋樟脑磺酸，药用附加值更高。同时，国外已经有机机构将樟脑磺酸用于化妆品生产领域。

除此之外，樟脑磺酸在国内也将得到快速发展，理由在于，部分专利药品到期，国外必然会在一些重磅品种方面出现众多仿制者。这些药物的释放，无疑会给樟脑磺酸带来飞速发展。浙江海正药业股份有限公司、浙江美诺华药物化学有限公司、浙江天宇药业有限公司亦以逐步开始使用樟脑磺酸作为医药原料，我们认为未来，樟脑磺酸的发展前景乐观。预计 2011 年国内市场需求量将达到 1600 吨到 1800 吨左右，2015 年将达 2600 吨左右。

图 3：亚细亚化工樟脑磺酸销量及预测



资料来源：公司公告，长江证券研究部

维持对青松股份的推荐评级

我们预测公司 2011、2012、2013 年年每股收益分别为 0.54、0.77、0.97 元。考虑到公司对亚细亚化工的收购，我们预测公司 2011、2012 年每股收益分别为 0.70、1.01、1.27 元。目前股价为 17.16 元，对应市盈率为 25、17 和 14 倍。我们看好公司在松节油深加工领域继续往下游发展的潜力，同时我们认为公司在松节油原材料获取方面具有较强优势，我们认为可以将公司作为“林化工”领域独有的投资标的配置，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	691	919	1148	货币资金	334	423	276	253
营业成本	383	549	725	905	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	104	142	194	243	应收账款	37	69	184	230
% 营业收入	21.3%	20.6%	21.1%	21.2%	存货	128	82	109	136
营业税金及附加	2	2	3	4	预付账款	66	55	72	91
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	11	16	21	25
销售费用	11	21	28	34	流动资产合计	577	645	661	734
% 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	28	37	46	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	5	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.6%	0.9%	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	85	122	154	其他非流动资产	39	89	164	223
% 营业收入	10.9%	12.3%	13.3%	13.4%	资产总计	739	893	1050	1261
营业外收支	1	2	2	2	短期贷款	84	0	0	28
利润总额	55	87	124	156	应付款项	13	110	145	181
% 营业收入	11.2%	12.6%	13.5%	13.6%	预收账款	1	3	6	10
所得税费用	12	22	31	39	应付职工薪酬	3	1	1	1
净利润	42	65	93	117	应交税费	-2	7	9	11
归属于母公司所有者					其他流动负债	7	74	98	122
的净利润	42.4	65.5	93.2	116.9	流动负债合计	107	195	259	353
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	92	92	92	92
EPS (元/股)	0.63	0.54	0.77	0.97	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	279	18	122	负债合计	209	297	362	455
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	528	594	687	804
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	595	688	805
固定资产投资	0	-100	-162	-167	负债及股东权益	739	893	1050	1261
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	0.63	0.54	0.77	0.97
股权融资	0	0	0	0	BVPS	7.91	4.94	5.71	6.68
银行贷款增加 (减少)	42	-84	0	28	PE	31.14	36.31	25.51	20.33
筹资成本	-12	-6	-4	-5	PEG	0.77	0.90	0.63	0.51
其他	345	0	0	0	PB	2.49	3.99	3.45	2.95
筹资活动现金流净额	374	-90	-4	22	EV/EBITDA	17.73	19.37	14.96	11.93
现金净流量	315	89	-147	-23	ROE	8.0%	11.0%	13.5%	14.5%

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。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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。