

注入资产估值显著低于市场水平

谨慎推荐 (首次)

沙隆达 A (000553) 重大资产重组预案点评

风险评级: 较高风险

李隆海 (SAC 执业证书编号: S0340510120006)

电话: 0769-22119462

2012 年 5 月 10 日

研究助理: 杨柳波 电话: 0769-22110619

事件:

公司 5 月 10 日发布公告, 拟以不低于 5.43 元/股的价格向符合条件的不超过 10 名特定投资者非公开发行约 4398.89 万股, 向公司实际控制人中国化工农化总公司发行约 13196.67 万股, 用于收购农化总公司持有的江苏安邦 80.93% 股权和江苏淮化 70% 股权, 交易标的预估值约为 7.17 亿元。

点评:

1、江苏安邦 PB 估值 1.98 倍, PE 估值 12.77 倍, 显著低于市场水平。

江苏安邦主营氯碱、农药和精细化工, 氯碱产品主要是烧碱 (占收入的 30%), 农药产品以扑虱灵 (3%)、吡嗪酮 (3%) 和乙烯利 (13%) 为主, 精细化工产品以邻甲苯胺 (20%)、六氯环戊二烯 (4%)、正丁基异氰酸酯 (2%) 和氯桥酸酐 (2%) 为主, 主要原材料包括邻硝基甲苯、原煤、环氧乙烷、工业盐、黄磷和双环戊二烯, 拥有 13 宗土地使用权、13 项专利权和 62 项商标。2011 年末净资产 3.31 亿元, 营业收入 17.56 亿元, 净利润 5143.75 万元, 全部股权估值为 6.57 亿元, 市净率 1.98 倍, 市盈率 12.77 倍。资产评估以资产基础法评估结果为最终结果, 评估增值主要来自公司持有和通过参股公司持有的土地使用权增值, 结果客观可靠, 不易存在高估现象。事实上, 目前 A 股农药上市公司平均 PB 为 2.42 倍, 平均 PE 为 30.78 倍, 最低的扬农化工也为 20.17 倍, 而氯碱和精细化工的估值更高。因此, 我们认为江苏安邦估值显著低于目前 A 股市场水平。

2、江苏淮化 PB 估值 1.67 倍, PE 估值 17.29 倍, 也显著低于市场水平。

江苏淮化主营硝基甲苯及其衍生品, 产品广泛用于染料、医药和农药等行业, 目前综合产能 9 万吨, 其中对硝基甲苯 (收入占 15%) 和邻硝基甲苯 (30%) 8 万吨, 对甲苯胺 (14%) 1 万吨, 主要原材料为甲苯、液碱和浓硝酸, 拥有 9 宗土地, 面积共计 23.82 万平方米。2011 年净资产 1.58 亿元, 营业收入 12.13 亿元, 净利润 1526.51 万元, 全部股权估值为 2.64 亿元, 市净率 1.67 倍, 市盈率为 17.29 倍。与江苏安邦类似, 我们也认为江苏淮化估值显著低于市场水平。

3、以 2011 年净利润计算, 本次收购导致 EPS 增幅达 53.49%, 业绩增厚效果明显。

本次收购完成后, 公司股本将增至约 76987.86 万股, 以 2011 年净利润计算, 公司 2011 年归属于上市公司股东的净利润增加 5231.39 万元, 增幅达 100%, 每股收益增加 0.0476 元/股, 增幅达 53.49%, 公司业绩显著增厚。

4、本次资产注入显示农化总公司支持公司做强做大的诚意, 对公司构成重大利好。

本次实际控制人农化总公司以如此低的估值向公司注入江苏安邦和江苏淮化两项优质资产, 显示了实际控制人农化总公司支持公司做大做强做大的诚意。同时本次收购使公司更全面打通上下游产业链, 减少同业竞争和关联交易问题, 有利于提高公司综合竞争力, 并引发进一步资产注入的预期。

5、首次给予“谨慎推荐”评级。

2011年和2012年Q1公司营业收入分别增长21.08%和7.6%，归属于上市公司股东的净利润增长123.2%和70.53%，2012年下半年以后上游甲醇、苯和黄磷等主要原料价格回落，同时随着旺季到来，草甘膦等原药价格企稳回升，农药企业业绩明显好转，我们预计在需求总体低迷的情况下，化工原料价格仍将保持低位，农药行业盈利空间可以维持。我们预计2012-2014年公司EPS分别为0.22元，0.27元和0.30元，对应目前股价动态PE为29倍，23倍和21倍，考虑到行业景气度正处于底部回升过程中，暂给予“谨慎推荐”评级。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430