

# 吸收合并泰和集团，资产重组再出发 买入（维持）

2019年12月08日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006  
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值    | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 2,172 | 2,556 | 3,227 | 3,777 |
| 同比(%)      | 39.7% | 17.7% | 26.3% | 17.0% |
| 归母净利润(百万元) | 156   | 198   | 288   | 391   |
| 同比(%)      | 56.3% | 26.6% | 45.4% | 35.9% |
| 每股收益(元/股)  | 0.26  | 0.32  | 0.47  | 0.64  |
| P/E(倍)     | 40.51 | 31.99 | 22.01 | 16.19 |

## 事件

公司发布重大资产重组公告，拟通过向泰和集团全体股东发行股份吸收合并泰和集团；拟向国盛控股等股东发行股份购买其持有的民士达65.02%股份；拟向包括国丰控股或其关联企业在内的合计不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过5亿元，其中，国丰控股或其关联企业拟认购不超过8,000万元。

## 投资要点

- **本次重大资产重组预案的核心在于整体上市。**综合泰和集团、泰和新材和民士达报表可以看出，民士达和泰和新材是泰和集团的最核心资产。公司的核心产品对位芳纶08年中试，11年产业化，17年底实现稳定运行，民士达主营芳纶纸的销售，核心业务迎来拐点，整体上市可以充分调动各方面的积极性。
- **中美贸易摩擦背景下，对位芳纶业务值得关注。**泰和新材目前有对位芳纶在役装置1500吨，在建装置3000吨，远期规划产能1.2万吨。间位芳纶在役装置7000吨，在建装置4000吨，远期规划产能1.2万吨。氨纶在役装置7.5万吨，远期规划产能9万吨。芳纶业务投资强度大，安全稳定高效运行较难，经过近五年的产业整合，国内的间位芳纶基本形成寡头垄断的格局，公司是国内唯一实现对位芳纶商业化运行的企业。目前，中美贸易摩擦加剧，芳纶，尤其是对位芳纶的军用以及5G等领域的商用战略价值凸显，发展相关产业迫在眉睫。
- **控股民士达向下延伸产业链。**民士达主营芳纶纸的销售，客户包括ABB、中航工业、中国中车、迅斐利、松下焊机等国内外200多家客户，2017/2018/2019H1期间净利润分别为1156.20万元、1635.71万元、1083.14万元。上市公司拟向国盛控股、裕泰投资、交运集团、国资经营公司和姚振芳等12名自然人发行股份购买其持有的民士达65.02%股份，本次交易完成后，上市公司将合计持有民士达96.86%股份。
- **非公开发行募集配套资金。**计划向不超过10名符合条件的特定投资者非公开募集资金不超过5亿元，其中国丰控股或其关联企业拟认购不超过8000万元，募集资金拟用于本次交易标的公司项目建设及交易费用。
- **盈利预测与投资评级：**暂不考虑重组后的股本摊薄，我们预计公司2019-2021年的营业收入分别为25.56亿元、32.27亿元和37.77亿元，归母净利润分别为1.98亿元、2.88亿元和3.91亿元，EPS分别为0.32元、0.47元和0.64元，当前股价对应的PE分别为32X、22X和16X。考虑公司所处行业龙头地位及新增3000吨间位芳纶（权益65%）产能释放在即带来成长性的预期，维持“买入”评级。
- **风险提示：**芳纶产品价格下降，氨纶行业需求疲软，项目建设进度低于预期。

## 股价走势



## 市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 10.37       |
| 一年最低/最高价    | 10.03/13.03 |
| 市净率(倍)      | 2.78        |
| 流通A股市值(百万元) | 6334.28     |

## 基础数据

|           |        |
|-----------|--------|
| 每股净资产(元)  | 3.73   |
| 资产负债率(%)  | 37.71  |
| 总股本(百万股)  | 610.83 |
| 流通A股(百万股) | 610.83 |

## 相关研究

- 1、《泰和新材(002254)：Q3利润同比大增，新增芳纶值得期待》2019-10-23
- 2、《泰和新材(002254)：芳纶产能扩张在即，氨纶有望触底回升》2019-06-04

泰和新材三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)    |              |              |              |              | 利润表 (百万元)        |              |              |              |              |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |                  | 2018A        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
| <b>流动资产</b>    | <b>2,024</b> | <b>1,678</b> | <b>2,549</b> | <b>2,125</b> | <b>营业收入</b>      | <b>2,172</b> | <b>2,556</b> | <b>3,227</b> | <b>3,777</b> |
| 现金             | 359          | 73           | 416          | 157          | 减:营业成本           | 1,796        | 2,112        | 2,569        | 2,897        |
| 应收账款           | 87           | 145          | 148          | 195          | 营业税金及附加          | 19           | 20           | 27           | 31           |
| 存货             | 546          | 382          | 747          | 526          | 营业费用             | 76           | 77           | 108          | 132          |
| 其他流动资产         | 1,032        | 1,077        | 1,238        | 1,245        | 管理费用             | 72           | 141          | 194          | 264          |
| <b>非流动资产</b>   | <b>1,771</b> | <b>1,828</b> | <b>2,035</b> | <b>2,106</b> | 财务费用             | -5           | 16           | 15           | 13           |
| 长期股权投资         | 40           | 49           | 58           | 67           | 资产减值损失           | 19           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 1,502        | 1,548        | 1,741        | 1,798        | 加:投资净收益          | 13           | 10           | 11           | 11           |
| 在建工程           | 29           | 28           | 31           | 32           | 其他收益             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 无形资产           | 67           | 69           | 72           | 76           | <b>营业利润</b>      | <b>158</b>   | <b>200</b>   | <b>325</b>   | <b>451</b>   |
| 其他非流动资产        | 133          | 133          | 133          | 133          | 加:营业外净收支         | -0           | -0           | -1           | -1           |
| <b>资产总计</b>    | <b>3,795</b> | <b>3,505</b> | <b>4,584</b> | <b>4,230</b> | <b>利润总额</b>      | <b>158</b>   | <b>200</b>   | <b>325</b>   | <b>450</b>   |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,284</b> | <b>850</b>   | <b>1,672</b> | <b>946</b>   | 减:所得税费用          | 8            | 25           | 37           | 48           |
| 短期借款           | 12           | 195          | 12           | 12           | 少数股东损益           | -6           | -24          | 0            | 12           |
| 应付账款           | 979          | 484          | 1,295        | 711          | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>156</b>   | <b>198</b>   | <b>288</b>   | <b>391</b>   |
| 其他流动负债         | 293          | 172          | 365          | 223          | EBIT             | 148          | 199          | 324          | 443          |
| <b>非流动负债</b>   | <b>54</b>    | <b>54</b>    | <b>54</b>    | <b>54</b>    | EBITDA           | 358          | 408          | 576          | 746          |
| 长期借款           | 0            | 0            | 0            | 0            |                  |              |              |              |              |
| 其他非流动负债        | 54           | 54           | 54           | 54           | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2018A</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| <b>负债合计</b>    | <b>1,337</b> | <b>904</b>   | <b>1,726</b> | <b>1,000</b> | 每股收益(元)          | 0.26         | 0.32         | 0.47         | 0.64         |
| 少数股东权益         | 301          | 278          | 278          | 289          | 每股净资产(元)         | 3.53         | 3.80         | 4.22         | 4.82         |
|                |              |              |              |              | 发行在外股份(百万股)      | 611          | 611          | 611          | 611          |
| 归属母公司股东权益      | 2,156        | 2,323        | 2,581        | 2,941        | ROIC(%)          | 6.3%         | 6.8%         | 10.9%        | 13.2%        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>3,795</b> | <b>3,505</b> | <b>4,584</b> | <b>4,230</b> | ROE(%)           | 6.1%         | 6.7%         | 10.1%        | 12.5%        |
|                |              |              |              |              | 毛利率(%)           | 17.3%        | 17.4%        | 20.4%        | 23.3%        |
|                |              |              |              |              | 销售净利率(%)         | 7.2%         | 7.7%         | 8.9%         | 10.4%        |
|                |              |              |              |              | 资产负债率(%)         | 35.2%        | 25.8%        | 37.6%        | 23.6%        |
|                |              |              |              |              | 收入增长率(%)         | 39.7%        | 17.7%        | 26.3%        | 17.0%        |
|                |              |              |              |              | 净利润增长率(%)        | 56.3%        | 26.6%        | 45.4%        | 35.9%        |
|                |              |              |              |              | P/E              | 40.51        | 31.99        | 22.01        | 16.19        |
|                |              |              |              |              | P/B              | 2.94         | 2.73         | 2.45         | 2.15         |
|                |              |              |              |              | EV/EBITDA        | 17.70        | 16.62        | 10.85        | 8.74         |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。



东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>