

## 优质蛋氨酸资产注入，构建新的利润增长极

### 投资要点

- 事件：公司发布《发行股份购买资产暨关联交易预案（修订稿）》并复牌，计划收购宁夏紫光 100% 的股份，进行重大资产重组与关联交易。
- 国企改革落地，优质资产注入。上市公司拟向重庆紫光以 9 元/股的价格发行股份 3.4 亿股，购买其持有的宁夏紫光 100% 股权。此次交易前，化医集团直接持有上市公司 40.6% 的股份，为上市公司控股股东，且化医集团直接持有重庆紫光 45.2% 的股权。此次交易后，上市公司的控股股东变为重庆紫光，公司的实际控制人仍为重庆市国资委。宁夏紫光主营业务为饲料级 DL-蛋氨酸的研发、生产和销售，重庆紫光将其 100% 股份注入上市公司，使渝三峡快速切入发展迅速的蛋氨酸行业，将上市公司主营业务由油漆涂料业务向油漆涂料业务与饲料添加剂业务“双轮驱动”的双主业模式转变，实现上市公司可持续发展。
- 蛋氨酸行业高度垄断，盈利能力强劲。蛋氨酸无法在动物体内合成，需从食物中摄取。将蛋氨酸加入饲料中，可以节约 40% 的饲料，且 1kg 蛋氨酸，相当于 50kg 鱼粉的营养价值，因此添加蛋氨酸更具经济性。但蛋氨酸工业化生产工艺复杂，技术壁垒较高，整个生产流程受到安全生产及环境保护等方面的严格监管。长期以来，国际蛋氨酸市场被德国、法国、美国、日本等少数国家的跨国公司控制，2014 年前四大跨国公司赢创、安迪苏、诺伟司、住友占据整个蛋氨酸市场份额的 97%，行业呈现出高度垄断的市场格局。由于垄断，蛋氨酸产品毛利率接近 50%，净利率接近 25%，盈利能力强劲。宁夏紫光是我国国内唯一一家饲料级 DL-蛋氨酸生产厂商，也将分享行业的寡头垄断高额利润。
- 构建新的利润增长极。宁夏紫光蛋氨酸二期项目已经建成，处于试生产阶段，我们预期二期项目投产后，宁夏紫光业绩增速较快。且重庆紫光承诺宁夏紫光 17-18 年扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 3.4 亿元、3.8 亿元和 4.1 亿元，上市公司将通过宁夏紫光的资产注入构建新的利润增长极。
- 估值与评级：暂不考虑重大资产重组，预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.12 元、0.13 元和 0.14 元，对应的动态 PE 分别为 114 倍、110 倍和 96 倍（若考虑此次收购，则 EPS 分别为 0.51 元、0.61 元和 0.72 元，动态 PE 分别为 27 倍、23 倍和 19 倍），维持“买入”评级。
- 风险提示：重组进程不及预期的风险、蛋氨酸盈利能力下降的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	648.34	2085.38	2122.90	2161.62
增长率	19.91%	221.65%	1.80%	1.82%
归属母公司净利润（百万元）	144.57	52.31	54.38	62.33
增长率	241.50%	-63.82%	3.97%	14.62%
每股收益 EPS（元）	0.33	0.12	0.13	0.14
净资产收益率 ROE	18.59%	7.00%	7.03%	7.72%
PE	41	114	110	96
PB	7.69	8.00	7.77	7.53

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：商艾华  
 执业证号：S1250513070003  
 电话：021-50755259  
 邮箱：shah@swsc.com.cn  
 联系人：张汪强  
 电话：021-68415687  
 邮箱：zwq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.34
流通 A 股(亿股)	4.34
52 周内股价区间(元)	8.4-16.17
总市值(亿元)	59.84
总资产(亿元)	13.29
每股净资产(元)	1.86

### 相关研究

### 关键假设：

假设 1：公司油漆产品由于结构优化，营业收入 2016 年触底，17-18 年稳步回升，毛利率保持稳定；

假设 2：其他化工产品主要为贸易业务，公司 2015 年第四季度开始经营，16 年因经营完整年度，增幅较大，根据中报情况，预计全年增幅达 800%；17-18 年营收、毛利率保持稳定；

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
油漆产品	收入	462.93	416.63	437.46	459.34
	增速	-9.0%	-10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	30.83%	32.00%	32.00%	32.00%
其他化工产品	收入	185.42	1668.74	1685.43	1702.29
	增速	-	800.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	2.34%	2.30%	2.30%	2.30%
合计	收入	648.34	2085.38	2122.90	2161.62
	增速	27.5%	221.65%	1.80%	1.82%
	毛利率	22.68%	8.23%	8.42%	8.61%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	648.34	2085.38	2122.90	2161.62	净利润	144.57	52.31	54.38	62.33
营业成本	501.29	1913.67	1944.14	1975.48	折旧与摊销	15.27	18.40	20.75	22.17
营业税金及附加	4.94	15.88	15.07	15.35	财务费用	8.56	18.23	23.52	20.08
销售费用	21.56	18.77	18.68	18.81	资产减值损失	2.72	2.00	1.50	2.50
管理费用	101.58	62.56	63.69	64.85	经营营运资本变动	-26.38	-178.99	-11.81	-10.34
财务费用	8.56	18.23	23.52	20.08	其他	-128.83	-3.00	-2.50	-3.50
资产减值损失	2.72	2.00	1.50	2.50	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>15.91</b>	<b>-91.05</b>	<b>85.85</b>	<b>93.25</b>
投资收益	137.27	1.00	1.00	1.00	资本支出	3.75	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	66.90	1.00	1.00	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>70.64</b>	<b>-9.00</b>	<b>-9.00</b>	<b>-9.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>144.96</b>	<b>55.26</b>	<b>57.29</b>	<b>65.56</b>	短期借款	30.00	230.00	-72.88	-33.26
其他非经营损益	1.23	0.39	0.56	0.75	长期借款	-18.50	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>146.19</b>	<b>55.64</b>	<b>57.85</b>	<b>66.31</b>	股权融资	144.84	0.00	0.00	0.00
所得税	1.62	3.34	3.47	3.98	支付股利	-22.55	-77.00	-27.86	-28.96
净利润	144.57	52.31	54.38	62.33	其他	-188.94	-23.64	-23.52	-20.08
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-55.15</b>	<b>129.36</b>	<b>-124.26</b>	<b>-82.31</b>
归属母公司股东净利润	144.57	52.31	54.38	62.33	<b>现金流量净额</b>	<b>31.41</b>	<b>29.31</b>	<b>-47.41</b>	<b>1.94</b>
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	124.25	153.56	106.14	108.08	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	251.91	495.59	506.03	516.81	销售收入增长率	19.91%	221.65%	1.80%	1.82%
存货	132.53	103.34	106.93	108.65	营业利润增长率	247.55%	-61.88%	3.68%	14.43%
其他流动资产	0.13	0.42	0.43	0.43	净利润增长率	241.50%	-63.82%	3.97%	14.62%
长期股权投资	182.71	182.71	182.71	182.71	EBITDA 增长率	146.46%	-45.56%	10.52%	6.15%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	235.02	227.29	217.21	205.71	毛利率	22.68%	8.23%	8.42%	8.61%
无形资产和开发支出	22.82	22.15	21.48	20.81	三费率	20.31%	4.77%	4.99%	4.80%
其他非流动资产	111.45	111.45	111.45	111.45	净利率	22.30%	2.51%	2.56%	2.88%
<b>资产总计</b>	<b>1060.82</b>	<b>1296.51</b>	<b>1252.39</b>	<b>1254.66</b>	ROE	18.59%	7.00%	7.03%	7.72%
短期借款	150.00	380.00	307.12	273.86	ROA	13.63%	4.03%	4.34%	4.97%
应付和预收款项	83.88	91.88	93.42	94.99	ROIC	28.37%	10.42%	9.67%	10.23%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.03%	4.41%	4.78%	4.99%
其他负债	49.33	77.12	77.82	78.40	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>283.21</b>	<b>549.00</b>	<b>478.36</b>	<b>447.26</b>	总资产周转率	0.64	1.77	1.67	1.72
股本	433.59	433.59	433.59	433.59	固定资产周转率	2.75	8.19	7.51	7.45
资本公积	72.19	72.19	72.19	72.19	应收账款周转率	7.51	20.24	20.18	20.18
留存收益	266.42	241.73	268.26	301.62	存货周转率	3.74	16.23	18.49	18.33
归属母公司股东权益	777.61	747.51	774.03	807.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.64%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>777.61</b>	<b>747.51</b>	<b>774.03</b>	<b>807.40</b>	资产负债率	26.70%	42.34%	38.20%	35.65%
负债和股东权益合计	1060.82	1296.51	1252.39	1254.66	带息债务/总负债	52.96%	69.22%	64.20%	61.23%
					流动比率	2.09	1.48	1.64	1.80
					速动比率	1.54	1.27	1.40	1.53
					股利支付率	15.60%	147.21%	51.22%	46.47%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.33	0.12	0.13	0.14
					每股净资产	1.79	1.72	1.79	1.86
					每股经营现金	0.04	-0.21	0.20	0.22
					每股股利	0.05	0.18	0.06	0.07
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	168.78	91.89	101.56	107.81					
PE	41.39	114.40	110.03	95.99					
PB	7.69	8.00	7.73	7.41					
PS	9.23	2.87	2.82	2.77					
EV/EBITDA	34.94	66.37	59.80	56.01					
股息率	0.38%	1.29%	0.47%	0.48%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且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报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn