

收购民士达延伸下游, 吸收合并集团实现整体上市

投资要点

- **事件概述:** 公司发布重组预案公告, 拟吸收合并母公司烟台泰和新材集团有限公司、收购烟台民士达特种纸业股份有限公司 65.02% 股权、非公开发行股票募集不超 5 亿元配套资金。
- **吸收合并泰和集团, 实现集团整体上市。** 泰和集团目前是公司控股股东, 持有公司 35.5% 股权, 泰和集团目前股东为国丰控股(持股 51%, 烟台市国资委 100% 控股) 和裕泰投资(持股 49%, 公司高管及核心员工持股平台)。公司拟通过向国丰控股、裕泰投资发行股份, 价格为 9.27 元/股, 国丰控股、裕泰投资将成为吸收合并后上市公司的股东。泰和集团目前资产主要包括公司 35.5% 股权、裕兴纸制品 41.7% 股权(提供配套纸制品包装物)、泰祥投资 40.9% 股权(关联出租工业土地及厂房)、康舜基金 49.5% 股权(持有宁夏泰和芳纶 10% 股权)、民士达 16.8% 股权。此次吸收合并一方面落实国务院关于国有企业深化改革的意见, 国有股东将直接持有上市公司的股份; 另一方面减少持股层级, 有效减少关联交易, 公司治理结构将更为扁平化, 有利于提高公司的管理和运营, 增强公司独立性。
- **收购芳纶纸龙头民士达纸业, 主营业务向下游延伸。** 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 65.0% 股份, 价格为 9.27 元/股。目前公司直接持有民士达 15.0% 股份, 泰和集团持有民士达 16.8% 股份, 本次交易完成后, 上市公司将合计持有民士达 96.9% 股份。民士达主营芳纶纸及其衍生产品的研发、生产及销售, 拥有芳纶纸产能 2200 吨/年, 产品包括间位芳纶纸、对位芳纶纸、芳纶基菱格点胶纸、芳纶纸板及芳纶纸复合材料等。民士达下游客户主要为变压器、电动机、蜂窝芯材等工业机械制造厂商, 包括 ABB、中航工业集团、中国中车、迅斐利、松下焊机等国内外 200 余家企业。2017-2019H1 营收分别为 8704.9、11223.4 和 6794.7 万元, 归母净利润分别为 1156.2、1635.7 和 1083.1 万元。通过此次收购公司主营业务将向下游进一步延伸, 高性能芳纶纤维产业链更加完善。
- **公司在建产能进展顺利, 产能即将释放看好未来发展。** 公司是我国芳纶产业的开拓者和领军企业, 现有间位芳纶产能 7000 吨/年, 对位芳纶产能 1500 吨/年, 氨纶产能 7.5 万吨/年, 其中烟台基地 4.5 万吨/年, 宁夏基地 3 万吨/年, 目前, 公司宁夏基地在建 3000 吨/年对位芳纶, 预计 2020 年初投产; 烟台基地在建 8000 吨/年防护用高性能间位芳纶, 预计 2020 年四季度试车。公司在建宁夏基地二期 3 万吨/年绿色差别化纤维和烟台基地 1.5 万吨高效差别化粗旦氨纶, 预计 2020 年底、2021 年初建成投产。产能陆续释放将为公司提供新的增长空间。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.33 元、0.51 元和 0.82 元, 对应 PE 分别为 32 倍、20 倍和 13 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 氨纶、对位芳纶、间位芳纶价格大幅下跌的风险、原材料价格大幅上涨的风险、新建项目建设进度不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2172.48	2578.49	3287.37	4076.38
增长率	39.72%	18.69%	27.49%	24.00%
归属母公司净利润(百万元)	156.36	198.59	311.84	503.29
增长率	56.25%	27.01%	57.03%	61.39%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.33	0.51	0.82
净资产收益率 ROE	6.10%	7.79%	11.21%	15.99%
PE	41	32	20	13
PB	2.59	2.47	2.28	2.03

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

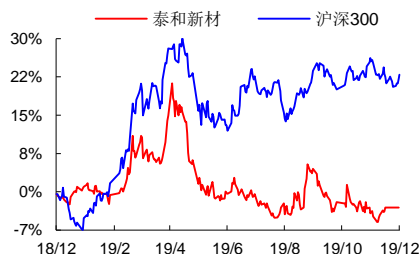
分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-58251919
邮箱: xuerc@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)	6.11
流通 A 股(亿股)	6.11
52 周内股价区间(元)	10.08-12.94
总市值(亿元)	63.34
总资产(亿元)	41.82
每股净资产(元)	3.73

相关研究

1. 泰和新材(002254): 三季报符合预期, 看好公司未来成长 (2019-10-21)
2. 泰和新材(002254): 芳纶行业景气持续, 产能扩张引领成长 (2019-08-06)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2172.48	2578.49	3287.37	4076.38	净利润	149.89	201.08	312.54	502.31
营业成本	1796.13	2114.09	2641.13	3160.69	折旧与摊销	210.06	396.17	419.41	437.60
营业税金及附加	18.99	25.79	32.32	39.56	财务费用	-4.63	1.49	6.12	4.06
销售费用	75.89	91.23	115.66	143.52	资产减值损失	19.05	10.00	10.00	10.00
管理费用	71.71	124.71	150.51	181.46	经营营运资本变动	27.62	-710.63	-302.34	-322.29
财务费用	-4.63	1.49	6.12	4.06	其他	-303.60	-25.82	-19.34	-19.36
资产减值损失	19.05	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	98.39	-127.70	426.39	612.32
投资收益	12.83	10.00	10.00	10.00	资本支出	-620.33	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-71.95	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-692.28	-290.00	-290.00	-290.00
营业利润	158.20	221.19	341.63	547.08	短期借款	4.95	340.41	25.52	-110.73
其他非经营损益	-0.44	0.58	0.11	0.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	157.76	221.76	341.74	547.26	股权融资	-0.84	0.00	0.00	0.00
所得税	7.88	20.69	29.20	44.95	支付股利	-30.54	-77.97	-104.08	-149.41
净利润	149.89	201.08	312.54	502.31	其他	137.67	2.92	-1.12	0.94
少数股东损益	-6.47	2.49	0.70	-0.98	筹资活动现金流净额	111.24	265.36	-79.68	-259.20
归属母公司股东净利润	156.36	198.59	311.84	503.29	现金流量净额	-480.66	-152.33	56.71	63.12
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	358.61	206.28	262.99	326.11	成长能力				
应收和预付款项	458.18	606.92	754.03	933.13	销售收入增长率	39.72%	18.69%	27.49%	24.00%
存货	546.40	522.72	683.39	836.64	营业利润增长率	28.27%	39.81%	54.45%	60.14%
其他流动资产	660.78	784.28	999.89	1239.88	净利润增长率	40.41%	34.15%	55.43%	60.72%
长期股权投资	39.93	39.93	39.93	39.93	EBITDA 增长率	26.42%	70.19%	23.97%	28.88%
投资性房地产	30.45	30.45	30.45	30.45	获利能力				
固定资产和在建工程	1530.69	1443.12	1332.31	1203.31	毛利率	17.32%	18.01%	19.66%	22.46%
无形资产和开发支出	67.45	58.84	50.24	41.64	三费率	6.58%	8.43%	8.28%	8.07%
其他非流动资产	102.27	102.27	102.27	102.27	净利率	6.90%	7.80%	9.51%	12.32%
资产总计	3794.77	3794.81	4255.51	4753.36	ROE	6.10%	7.79%	11.21%	15.99%
短期借款	11.70	352.12	377.64	266.91	ROA	3.95%	5.30%	7.34%	10.57%
应付和预收款项	1249.90	778.09	993.31	1237.59	ROIC	8.17%	8.29%	11.06%	16.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.74%	24.00%	23.34%	24.26%
其他负债	75.88	84.80	96.30	107.71	营运能力				
负债合计	1337.49	1215.01	1467.25	1612.20	总资产周转率	0.68	0.68	0.82	0.90
股本	610.83	610.83	610.83	610.83	固定资产周转率	1.83	1.75	2.50	3.77
资本公积	226.48	226.48	226.48	226.48	应收账款周转率	22.01	21.85	20.11	20.70
留存收益	1317.88	1438.50	1646.26	2000.13	存货周转率	4.38	3.82	4.27	4.07
归属母公司股东权益	2155.78	2275.81	2483.57	2837.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	71.83%	—	—	—
少数股东权益	301.50	303.99	304.69	303.71	资本结构				
股东权益合计	2457.28	2579.80	2788.26	3141.15	资产负债率	35.25%	32.02%	34.48%	33.92%
负债和股东权益合计	3794.77	3794.81	4255.51	4753.36	带息债务/总负债	0.88%	28.98%	25.74%	16.56%
					流动比率	1.58	1.83	1.92	2.16
					速动比率	1.15	1.38	1.44	1.62
					股利支付率	19.53%	39.26%	33.38%	29.69%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	363.63	618.85	767.16	988.75	每股收益	0.26	0.33	0.51	0.82
PE	40.75	32.08	20.43	12.66	每股净资产	4.02	4.22	4.56	5.14
PB	2.59	2.47	2.28	2.03	每股经营现金	0.16	-0.21	0.70	1.00
PS	2.93	2.47	1.94	1.56	每股股利	0.05	0.13	0.17	0.24
EV/EBITDA	16.03	10.22	8.20	6.19					
股息率	0.48%	1.22%	1.63%	2.35%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yll@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn