

收购 LG 化学偏光片资产，双轮驱动前景广阔



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——杉杉股份重大事件点评

事件

6月9日晚，杉杉股份发布重大资产购买预案，拟收购 LG 化学旗下在中国大陆、中国台湾和韩国的 LCD 偏光片业务及相关资产。LG 化学将在中国境内以现金出资设立一家持股公司，上市公司以增资的形式取得该持股公司 70% 的股权，LG 化学持有剩余 30% 的股权。标的资产的基准购买价为 11 亿美元，交易的基准购买价为 7.7 亿美元。

同时上市公司发布非公开发行股票预案，本次非公开发行股票数量不超过 3.37 亿股(含本数)，发行对象为杉杉集团、朋泽贸易和鄞州捷伦，发行价格为 9.31 元/股，预计募集资金总额不超过 31.36 亿元(含)，在扣除发行费用后将全部用于对持股公司增资以收购标的资产。

点评

❖ 收购优质资产，LCD 偏光片业务前景广阔

偏光片生产技术门槛较高，目前主流的偏光片制造商集中在日韩(LG 化学、住友化学、日东电工)，国内仅有三利谱、盛波光电等企业，市场份额约 8%，但国内面板产能的市场占有率已突破 30%、并且产能仍在迅速扩张，国内偏光片的供求关系较为紧张。公司通过本次收购进入全球仅由少数几家公司主导的 LCD 偏光片市场，并继续维持原 LG 化学在 LCD 偏光片市场的领先地位，有望利用其关键解决方案及技术来扩大市场占有率。同时偏光片的本土化生产，有助于提高我国偏光片业务的自给率，进一步完善产业布局，增强上市公司的整体竞争力和可持续发展能力。

❖ 双轮驱动，打造新的利润增长点

上市公司是国内唯一一横跨正极、负极和电解液三大锂电材料的生产企业，现已形成正极 6 万吨、负极 12 万吨、电解液 4 万吨的产能规模，是国内最大的锂电材料综合供应商之一，产能规模、技术水平、客户质量、市场份额均处于行业领先水平。若上市公司顺利完成收购，有望打造新的利润增长点，形成“锂电材料”+“LCD 偏光片”双轮驱动。标的公司 2019 财年实现营业收入约 98.86 亿元，为上市公司 2019 年营业收入的 113.89%，收购完成后，将大幅增厚上市公司的收入体量，提升公司的核心竞争力。

❖ 大股东全额认购，彰显信心

本次非公开发行的发行对象为杉杉集团、朋泽贸易和鄞州捷伦，其中朋泽贸易和鄞州捷伦分别为杉杉集团和杉杉控股的全资子公司。上市公司大股东全额认购，彰显对公司未来发展的信心。本次发行完成后，杉杉集团直接或间接持股比例提升至 44.55%，实控人郑永刚先生合计控制上市公司的股份比例提升至 53.78%。

❖ 长期成长空间可期，维持“增持”评级

不考虑收购影响，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 83.5、101.8、115.2 亿元；归母净利润分别为 3.70、4.71、5.52 亿元；EPS 分别为 0.33、0.42、0.49 元/股，对应当前 PE 分别为 37.9、29.8、25.5 倍。我们看好公司

📌 证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司动态
所属行业	制造/汽车
报告时间	2020/6/9
前收盘价	12.51 元
公司评级	增持评级

📌 分析师

黄博

证书编号：S1100519090001
021-68595119
huangbo@cczq.com

📌 联系人

张天楠

证书编号：S1100118060014
021-68595116
zhangtiannan@cczq.com

📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

的长期成长空间，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**收购进展不及预期；锂电材料业务不及预期；存货跌价等。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	8680	8348	10180	11519
+/-%	-2%	-4%	22%	13%
归属母公司股东 净利润(百万)	270	370	471	552
+/-%	-76%	37%	27%	17%
EPS(元)	0.24	0.33	0.42	0.49
PE	52.06	37.94	29.83	25.47

资料来源：公司公告，川财证券研究所，盈利预测截止日期 2020/6/9

资产负债表					利润表					
单位:百万元					单位:百万元					
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	FALSE	13505	14803	15807	营业收入	8853	8680	8348	10180	11519
现金	2307	6468	6664	6634	营业成本	6897	6839	6643	8118	9151
应收账款	2972	2744	3360	3815	营业税金及附加	57	46	52	61	67
其他应收款	169	192	229	256	营业费用	428	493	436	541	616
预付账款	404	383	461	526	管理费用	478	489	464	568	642
存货	1289	1585	1805	2079	财务费用	274	272	332	272	271
其他流动资产	-7141	2132	2284	2496	资产减值损失	-136	-87	-103	-98	-100
非流动资产	15171	13043	12897	13338	公允价值变动收益	-1	-1	0	0	0
长期投资	2658	2446	2546	2532	投资净收益	1091	217	200	200	200
固定资产	4782	5115	5013	4695	营业利润	1537	373	723	918	1072
无形资产	747	930	1122	1311	营业外收入	8	8	8	8	8
其他非流动资产	6984	4552	4216	4800	营业外支出	11	28	22	24	23
资产总计	25016	26548	27701	29144	利润总额	1534	353	710	902	1057
流动负债	8579	8460	8986	9584	所得税	286	-22	128	162	190
短期借款	3547	3254	3300	3326	净利润	1248	375	582	740	867
应付账款	1549	1602	1956	2183	少数股东损益	132	105	212	269	315
其他流动负债	3483	3604	3730	4075	归属母公司净利润	1115	270	370	471	552
非流动负债	2816	3886	3809	3835	EBITDA	2159	1112	1532	1716	1894
长期借款	1603	2603	2603	2603	EPS (元)	0.99	0.24	0.33	0.42	0.49
其他非流动负债	1213	1283	1206	1232						
负债合计	11395	12345	12796	13420	主要财务比率					
少数股东权益	1798	2009	2279	2594	会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	1123	1123	1123	1123	成长能力					
资本公积	4091	4091	4091	4091	营业收入	7.0%	-2.0%	-3.8%	21.9%	13.2%
留存收益	5058	6979	7413	7917	营业利润	24.4%	-75.8%	94.2%	26.9%	16.8%
归属母公司股东权益	11823	12193	12627	13131	归属于母公司净利润	24.5%	-75.8%	37.2%	27.2%	17.1%
负债和股东权益	25016	26548	27701	29144	获利能力					
					毛利率(%)	22.1%	21.2%	20.4%	20.3%	20.6%
					净利率(%)	12.6%	3.1%	4.4%	4.6%	4.8%
					ROE(%)	10.4%	2.3%	3.0%	3.7%	4.2%
					ROIC(%)	15.8%	6.5%	8.7%	9.7%	10.7%
					偿债能力					
					资产负债率(%)	46.6%	45.6%	46.5%	46.2%	46.0%
					净负债比率(%)	55.81%	55.84%	59.51%	57.06%	54.83%
					流动比率	1.16	1.15	1.60	1.65	1.65
					速动比率	0.89	0.99	1.40	1.44	1.42
					营运能力					
					总资产周转率	0.39	0.36	0.32	0.38	0.41
					应收账款周转率	3	3	3	3	3
					应付账款周转率	4.22	4.01	4.22	4.56	4.42
					每股指标(元)					
					每股收益(最新摊薄)	0.99	0.24	0.33	0.42	0.49
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.79	3.94	0.29	0.34
					每股净资产(最新摊薄)	9.54	10.53	10.86	11.25	11.70
					估值比率					
					P/E	12.59	52.06	37.94	29.83	25.47
					P/B	1.31	1.19	1.15	1.11	1.07
					EV/EBITDA	8	15	11	10	9

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	886	4423	323	377
净利润	375	582	740	867
折旧摊销	467	477	526	550
财务费用	272	332	272	271
投资损失	-217	-200	-200	-200
营运资金变动	-176	279	-571	-551
其他经营现金流	165	2953	-443	-560
投资活动现金流	-1033	-1078	289	-156
资本支出	1915	0	0	0
长期投资	-689	1079	-330	129
其他投资现金流	194	1	-41	-27
筹资活动现金流	79	817	-417	-251
短期借款	600	-293	47	26
长期借款	496	1000	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	3	0	0	0
其他筹资现金流	-1020	110	-464	-277
现金净增加额	-66	4162	196	-30

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004