

纵向一体化、并购后整合与债券融资

——基于民营精细化工企业的案例研究（附录）

表 1 L 企业所在产业链结构

产业链环节	主要内容	对 L 企业的意义	并购前约束	并购后变化
上游起始原料	基础化工原料	决定中间体成本与供给	依赖市场采购，价格随周期波动	经 KY 化工向上游延伸，缓冲与议价能力增强
关键中间体	受阻胺类光稳定剂关键中间体（如四甲基哌啶醇类）	HALS 产品链的瓶颈环节	合成壁垒高、可替代供应有限、以外购为主	部分内部化，供给确定性提升
抗老化助剂（HALS、UVA、抗氧化剂等）	终端制剂	公司主营产品	抗氧化剂较强、HALS 存在产能与原料约束	补齐 HALS，形成抗氧化剂+光稳定剂组合
复配方案	按客户需求的配方设计与测试	提升客户黏性与议价	缺乏 HALS 时方案不完整	可提供组合定制方案
下游应用场景	高端工程塑料、特种橡胶、涂料、光伏组件等	需求与认证来源	受单剂供应限制	一站式供应能力增强，仍受客户认证约束

表 2 KY 化工并购交易要素

项目	内容	研究意义
交易标的	KY 化工 100%股权	纵向补链对象
交易方式	发行股份等方式收购	股权纽带，绑定核心团队，降低整合道德风险
交易对价	约 6 亿元	衡量并购规模
评估增值	评估增值率约 403%	商誉与减值压力来源
核心产品	HALS 及其关键中间体	补链关键
核心工艺	关键中间体规模化连续生产	资产专用性的体现
产业链位置	起始原料-关键中间体-终端产品衔接	纵向一体化
并购动因	内化关键中间体交易、降低供给不确定性	交易成本
整合目标	渠道、EHS、研发、生产体系再配置	并购后整合重点
潜在风险	高估值、商誉减值、整合失败、价格周期	审慎评价依据

表 3 KY 化工业绩承诺与实际完成情况

(扣除非经常性损益后归母公司净利润)

年份	承诺净利润 (万元)	实际完成净利润 (万元)	完成率=实际完成净利润/承诺净利润
2019	5 000.00	11 761.49	235%
2020	6 000.00	15 058.93	251%
2021	7 000.00	19 140.26	273%
三年合计	18 000.00	45 960.68	255%

图 2 2017—2021 年 L 企业营业总收入及净利润 (单位: 亿元)

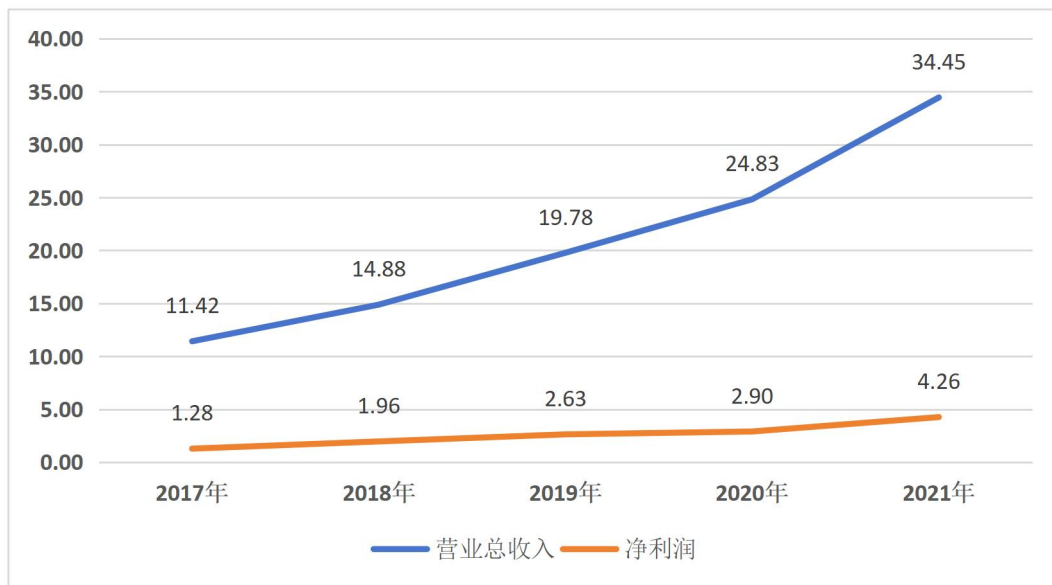


表 4 2017—2021 年 L 企业产品类型结构变化表

产品类型	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
抗氧化剂收入 (亿元)	6.49	7.85	8.54	9.58	13.03
抗氧化剂收入占比	56.83%	52.79%	43.17%	38.58%	37.82%
光稳定剂收入 (亿元)	4.42	6.15	9.60	12.37	16.24
光稳定剂收入占比	38.70%	41.33%	48.53%	49.82%	47.14%

表 5 KY 化工并购后整合路径分析

整合维度	具体做法	预期机制	可观察指标	数据来源
市场与渠道整合	共享客户网络与销售渠道，推出组合方案	缩短客户导入周期，扩展产品谱系	客户数量、协同销售收入、认证周期、订单稳定性	年报、访谈
EHS 治理整合	将既有 EHS 基础纳入集团化治理与客户审核体系	降低非计划停产风险，转化为供应链稳定性与客户信用	处罚或停产记录、环保投入、客户审核结果	公开资料、访谈
研发与工艺整合	集团研发平台支持产品开发与工程化放大	工艺优化、产品谱系扩展	研发投入、专利、收率、纯度、良品率、单位能耗	年报、访谈
生产与供应链整合	起始原料—中间体—终端产品内部衔接	供给确定性提升、成本传导增强	产能利用率、自供比例、采购成本波动	年报、访谈
财务与治理整合	财务并表、内控与治理机制对接	现金流与盈利质量改善	毛利率、经营现金流、内控披露	年报
长期风险监控	商誉减值测试、价格周期跟踪	识别绩效持续性风险	商誉减值、资产组可收回金额、价格指数	年报附注