

新宏泰 (603016.SH)

其它电气设备行业

评级：买入 首次评级

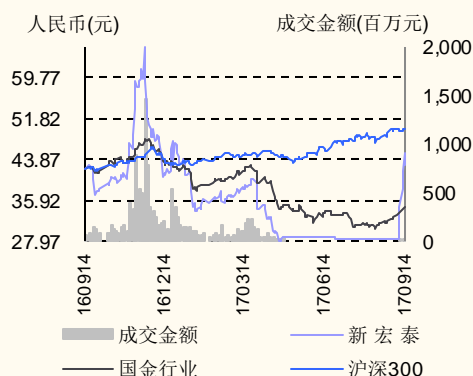
公司研究

市场价格(人民币): 42.91元
 目标价格(人民币): 55.00-55.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	70.46
总市值(百万元)	6,357.55
年内股价最高最低(元)	65.68/27.97
沪深300指数	3829.96
上证指数	3371.43



拟收购制动闸片天宜上佳，打造高铁核心技术新龙头

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.593	0.445	1.117	1.417	1.705
每股净资产(元)	4.12	5.50	18.05	19.46	21.17
每股经营性现金流(元)	0.80	0.55	1.31	1.24	1.37
市盈率(倍)	N/A	96.63	38.41	30.29	25.16
行业优化市盈率(倍)	168.03	94.02	70.80	70.80	70.80
净利润增长率(%)	-2.76%	0.10%	387.93%	26.81%	20.36%
净资产收益率(%)	14.38%	8.09%	6.18%	7.27%	8.04%
总股本(百万股)	111.11	148.16	288.00	288.00	288.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **下游电力设备投资增速放缓，公司积极寻求优化业务格局。**新宏泰主营业务为低压断路器、断路器关键部件的研发销售，客户包括富士、西门子、施耐德、上海人民电器厂、罗格朗低压电器等。近年来由于社会用电增速放缓，电力设备投资需求下降，公司产品受到一定影响。2016年全年实现营业收入3.77亿元、同比下降4.39%，归属上市公司股东净利润6595万元、同比增长0.1%。公司积极寻求通过外延并购优化业务结构和产业布局，提升持续盈利能力和抗风险能力。
- **拟收购天宜上佳，打造国内高铁制动闸片龙头。**新宏泰今年8月公告，拟以发行股份及支付现金方式作价43.2亿收购天宜上佳100%股权。天宜上佳是国内领先的动车组粉末冶金闸片及机车、城轨车辆闸片闸瓦供应商，客户主要为铁总下属各铁路局及动车组整车制造企业。天宜上佳创始人团队具备多年摩擦材料研发制造经验积淀，2009年开始从事高铁闸片研制试验，2013年向长客股份提供动车组粉末冶金闸片1万片，成功打破国外垄断，实现进口替代。2016实现营业收入4.71亿元，同比增长72%，归属上市公司股东净利润1.97亿元、增长122%；公司产品盈利能力强劲，毛利率高达70%，净利率超过40%。
- **产品认证齐全+标动唯一供应商，天宜上佳在高铁闸片领域优势地位突出。**天宜上佳高铁闸片有两个核心优势：一是公司产品认证齐全、车型覆盖广泛，目前共持有五个动车组粉末冶金闸片CRCC认证证书，覆盖15个车型，涵盖时速300-350公里及200-250公里的主流车型，动车组存量需求基数庞大。(2)天宜上佳TS588A粉末冶金闸片是“复兴号”动车组闸片唯一供应商，根据CRCC认证流程，其他厂家获得复兴号认证最早要到2019年，公司在标动领域有望保持价格和市场先发优势；近年在动车组闸片市场份额不断提高，2016年已达到近20%，未来有望进一步提升。
- **高铁建设带来动车组保有量持续增长，动车组闸片需求空间广阔。**2016年，国内高铁营业里程达到2.2万公里，预计十三五期间将达到3万公里以上。高铁建设及通车带来动车组保有量持续增长，2016年我国动车组保有量2586标准列，预计到2020年将超过4500列。动车闸片属于耗材，平均每标准列需装配闸片160片，一年要更换闸片3次左右。随着国内动车组保

潘贻立 分析师 SAC 执业编号: S1130515040004
 (8621)60230252
 panyili@gjzq.com.cn

卞晨曦 联系人
 biancy@gjzq.com.cn

有量的不断增长，以及高铁提速带来的磨损增加，对闸片的需求量将保持快速增长，我们测算到 2020 年动车组闸片的市场规模将达到 46 亿元，相比 2015 年翻倍增长，2016-2020 年合计市场规模 170 亿元，年均复合增速 17%。我们认为天宜上佳作为国内首家打破国外垄断的闸片供应商，市场优势地位明显，拥有目前唯一的中国标动闸片供应商资质，未来成长空间广阔，公司 17-19 年业绩承诺为扣非后净利润 2.28 亿、2.63 亿、3.03 亿元。

盈利预测

- 考虑收购天宜上佳后的备考业绩，我们预计 2017~2019 年营业收入分别为 9.8/12.0/14.1 亿元，同比增长 160%/22%/17%；归母净利润分别为 3.22/4.08/4.91 亿元，分别同比增长 388%/27%/20%；EPS 分别为 1.12/1.42/1.71 元，对应 PE 分别为 38/30/25 倍。

投资建议

- 我们认为公司此次收购天宜上佳，有望成为国内掌握高铁核心技术的动车组闸片龙头和稀缺标的；十三五高铁建设带来动车组保有量增加，动车组闸片作为耗材需求空间广阔；天宜上佳闸片产品已覆盖多个动车组车型，并且是目前标动复兴号的唯一供应商，市场地位与先发优势明显，未来市场份额有望提升、业绩具备较高成长性。我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 55 元。

风险提示

- 收购事项的审批风险，动车组招标采购落地缓慢，动车组粉末冶金闸片行业竞争加剧的风险。

内容目录

1、新宏泰是断路器行业及关键部件配套领先企业.....	5
1.1、公司是断路器行业及关键部件配套领先企业.....	5
1.2、下游电力设备投资放缓，近年业绩有所下滑.....	6
2、拟收购天宜上佳，打造高铁制动闸片新龙头.....	8
2.1、天宜上佳是国产动车组闸片领先企业，产品实现进口替代.....	8
2.2、产品认证齐全+标动唯一供应商，天宜上佳竞争优势明显.....	11
2.3、国内高铁行业快速发展，动车组闸片消耗需求量大增.....	13
2.4、拟收购天宜上佳，进军高铁轨交制动闸片业务.....	16
3、盈利预测.....	18
3.1、盈利预测.....	18
3.2、投资建议.....	18
4、风险提示.....	18

图表目录

图表 1：新宏泰主要产品.....	5
图表 2：新宏泰上下游产业.....	6
图表 3：电网基本建设投资完成额增速放缓.....	6
图表 4：国电电力上网电量增速放缓（亿千瓦时）.....	6
图表 5：新宏泰近年营业收入.....	7
图表 6：新宏泰近年归母净利润.....	7
图表 7：新宏泰分产品收入情况（百万元）.....	7
图表 8：2016 年新宏泰各产品占比.....	7
图表 9：新宏泰 2016 年产品毛利率.....	7
图表 10：新宏泰整体盈利能力情况.....	7
图表 11：天宜上佳主要产品.....	8
图表 12：天宜上佳行业上下游.....	8
图表 13：天宜上佳动车组粉末冶金闸片制造技术优势.....	9
图表 14：天宜上佳动车组闸片垄断打破后采购价格大幅降低.....	9
图表 15：天宜上佳近年营业收入及归母净利润.....	10
图表 16：天宜上佳 2017 年 1-4 月产品结构.....	10
图表 17：供应“复兴号”的 TS588A 闸片销量迅速增长.....	10
图表 18：天宜上佳盈利能力强劲.....	11
图表 19：铁路产品认证的基本过程.....	11
图表 20：天宜上佳动车组制动闸片认证产品及适用车型.....	12
图表 21：中国标准动车组“复兴号”.....	13
图表 22：天宜上佳主要竞争对手.....	13
图表 23：我国高铁客运量（万人）.....	14

图表 24: 我国高铁客运量占铁路客运量占比(%)	14
图表 25: 我国高铁营业里程.....	14
图表 26: 高铁每年新增里程.....	14
图表 27: 2019 年将迎来高铁通车高峰.....	15
图表 28: 我国动车组保有量逐年增长.....	15
图表 29: 我国动车组闸片市场规模预测表.....	16
图表 30: 我国动车组闸片市场规模预测图.....	16
图表 31: 发行股份募集配套资金的具体用途(万元)	16
图表 32: 2016 年新宏泰与天宜上佳资产对比表(万元)	17
图表 33: 2016 年新宏泰与天宜上佳资产对比图(万元)	17
图表 34: 交易完成后业务结构变化情况.....	17
图表 35: 新宏泰股权结构变化情况.....	17
图表 36: 天宜上佳净利润与业绩承诺情况.....	18
图表 37: 公司分产品收入拆分(百万元)	19

1、新宏泰是断路器行业及关键部件配套领先企业

1.1、公司是断路器行业及关键部件配套领先企业

- 新宏泰主要从事断路器关键部件、低压断路器及刀熔开关的研发、生产与销售。公司成立于 2008 年，2016 年 6 月首次上市，募集资金总额 3.15 亿元。公司是目前我国断路器行业中关键部件配套制造能力领先的企业之一，主要产品包括断路器配套用 BMC/SMC 模塑绝缘制品、电机及电操、低压断路器、刀熔开关等。

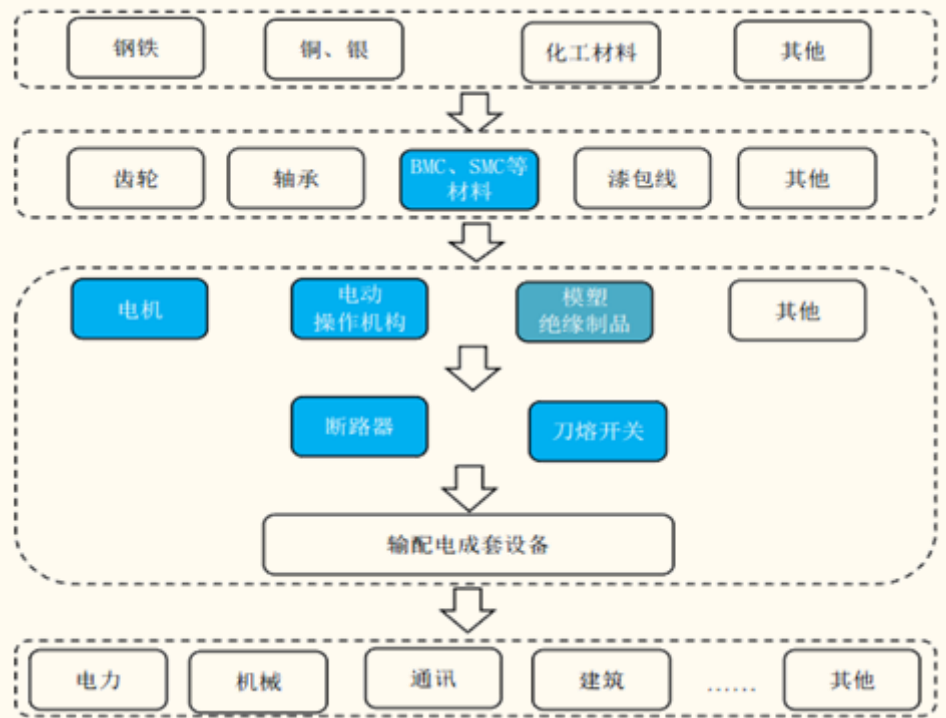
图表 1：新宏泰主要产品



来源：公司公告，国金证券研究所

- **断路器：**是关合、承载和开断电流的开关装置，广泛应用于电力工业配电系统、商业办公楼、居民小区及个人住宅等领域；公司目前生产的低压断路器主要为万能式断路器和塑壳式断路器。**模塑绝缘制品：**主要应用于低压断路器；**电机：**主要应用于各种类型的塑壳式断路器、框架式断路器、高压断路器等；**刀熔开关：**主要为隔离开关熔断器组和熔断器式隔离开关，广泛运用于电力工业配电系统、通讯系统、商业办公楼、居民小区及个人住宅等领域。
- **公司客户包括富士、西门子等电器制造商。**公司属于配电开关控制设备制造业，上游主要为钢铁、金属、化工材料等行业；下游主要为输配电成套设备以及电力、机械、通讯等行业。一方面，公司向元器件制造企业销售低压断路器的关键零部件，包括模塑绝缘制品、电机电操，客户包括富士、西门子、施耐德、三菱、ABB 等国外知名电器制造商，产品定位高端市场。另一方面，公司直接生产销售低压断路器给成套设备厂商，其中一部分通过 ODM 的方式销售，另一部分以自主品牌销售，客户包括上海人民电器厂、罗格朗低压电器等，定位于中高端市场。

图表 2：新宏泰上下游产业

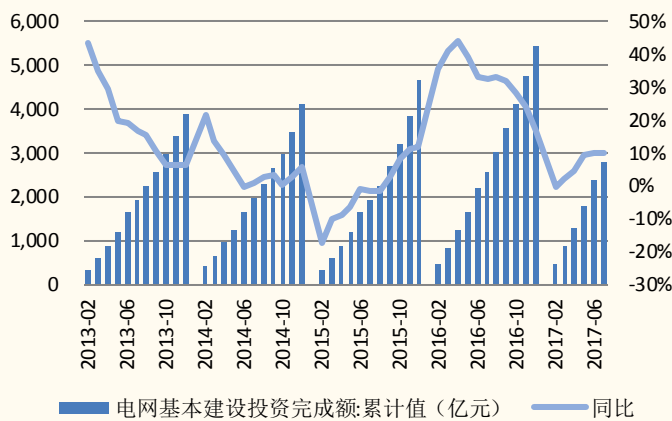


来源：公司招股书，国金证券研究所

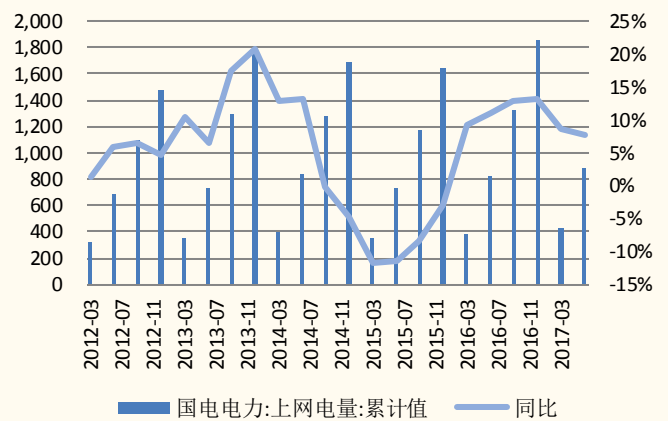
1.2、下游电力设备投资放缓，近年业绩有所下滑

- **下游电力设备投资增速下降。**公司所处市场需求受电力装机容量和电网投资增长、工业领域需求和城镇化带动的需求等诸多因素影响，2016 年下半年以来电网基本建设投资增速放缓，进入 2017 年以来投资增速由两位数降至个位数。用电需求也呈现下降趋势，根据国电电力数据显示，2017 年 Q1、H1 上网电量增速分别为 8.5%和 7.7%，较去年同期分别下降 0.6pct 和 3.4pct。

图表 3：电网基本建设投资完成额增速放缓



图表 4：国电电力上网电量增速放缓（亿千瓦时）

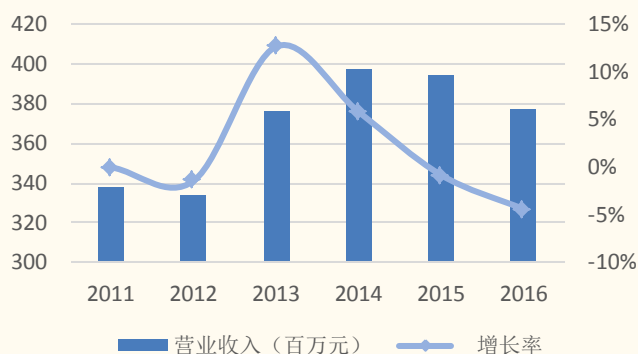


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

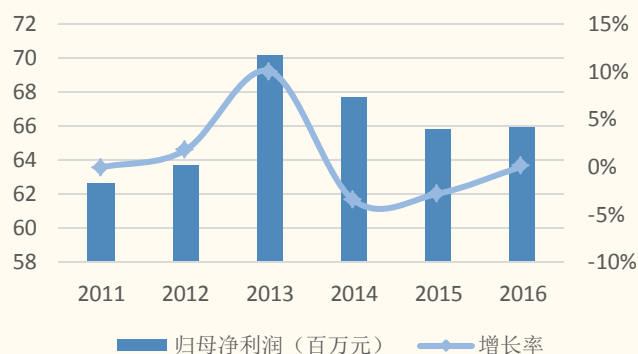
- **受下游投资增速放缓影响，公司 2016 年业绩下滑。**由于社会用电增速放缓，电力设备投资需求下降，2016 年全年实现营业收入 3.77 亿元，较上年同期下降 4.39%，归属上市公司股东净利润 6595 万元，较上年同期增长 0.1%。

图表 5: 新宏泰近年营业收入



来源: wind, 国金证券研究所

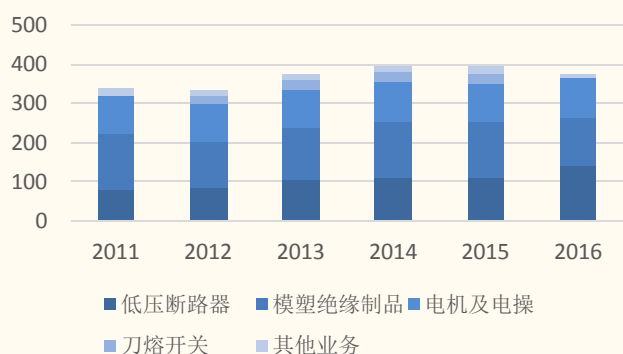
图表 6: 新宏泰近年归母净利润



来源: wind, 国金证券研究所

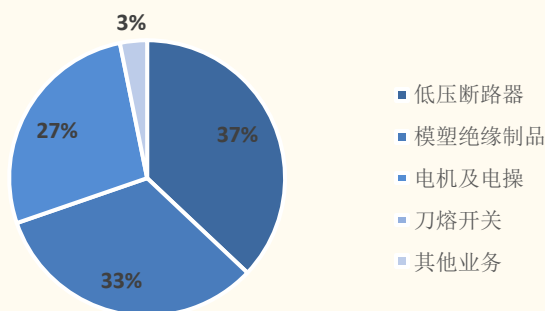
■ 低压断路器、模塑绝缘制品、电机及电操约占三分之一。2016 年低压断路器营业收入提高, 实现营收 1.4 亿元, 同比增长 26.6%; 模塑绝缘制品营业收入有所下降, 实现营收 1.23 亿元, 同比下降 13.2%; 电机及电操基本保持不变, 实现营收 1.02 亿元, 同比增长 2.4%。

图表 7: 新宏泰分产品收入情况 (百万元)



来源: wind, 国金证券研究所

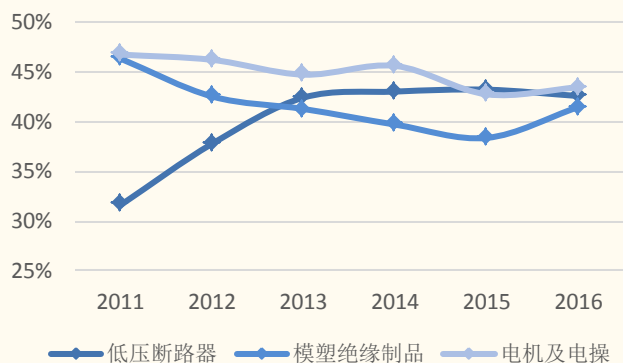
图表 8: 2016 年新宏泰各产品占比



来源: wind, 国金证券研究所

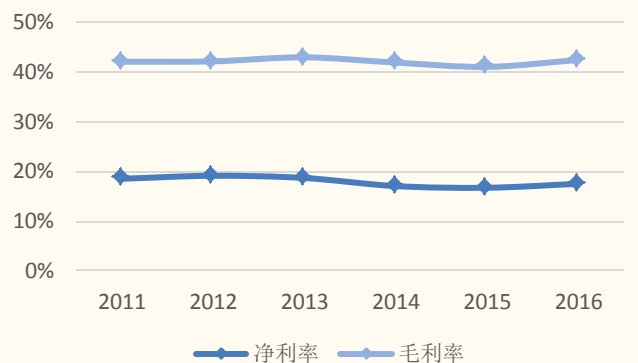
■ 产品毛利率保持稳定, 盈利能力较强。公司近五年毛利率保持在 40% 以上, 净利率保持在 15% 以上。分产品来看, 低压断路器的毛利率自 2011 年以来有了较大提高, 模塑绝缘制品、电机及电操毛利率小幅下降。

图表 9: 新宏泰 2016 年产品毛利率



来源: wind, 国金证券研究所

图表 10: 新宏泰整体盈利能力情况



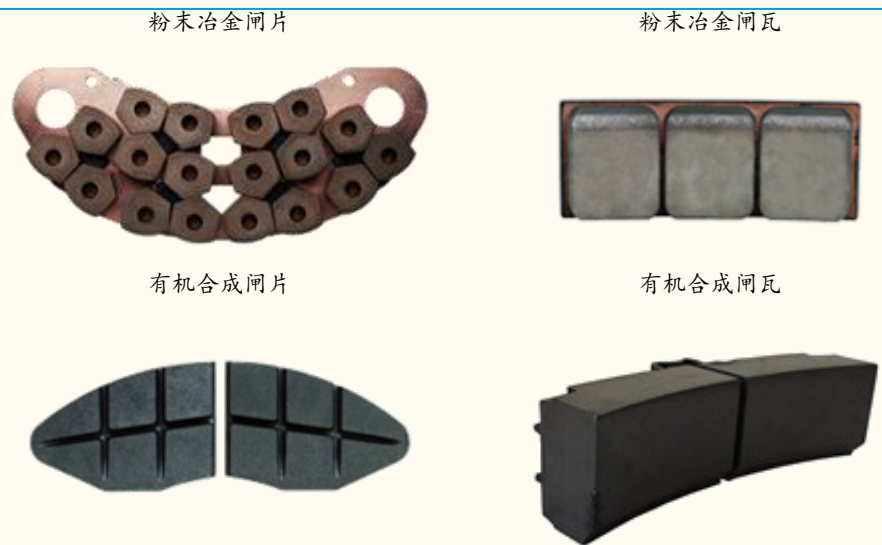
来源: wind, 国金证券研究所

2、拟收购天宜上佳，打造高铁制动闸片新龙头

2.1、天宜上佳是国产动车组闸片领先企业，产品实现进口替代

- 天宜上佳是国内领先的动车组粉末冶金闸片及机车、城轨车辆闸片闸瓦供应商。公司成立于 2009 年 11 月，专业从事高速列车、动车组、机车车辆、城市轨道交通车辆制动系统配套的闸片闸瓦系列产品研发生产。公司目前拥有粉末冶金闸片闸瓦及合成闸片闸瓦等系列产品生产线，产品实现进口替代。
- 动车组闸片属于高铁运行安全的关键零部件。我国动车组列车的紧急制动主要依靠车辆制动系统中的制动盘和闸片的摩擦实现。其中，动车组闸片属于列车制动系统中的基础制动装置，通过与列车车轮踏面接触，达到减速或停车的目的。

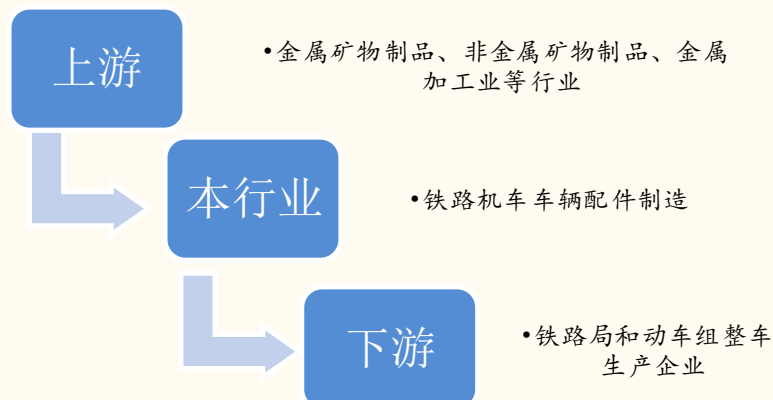
图表 11：天宜上佳主要产品



来源：公司官网，国金证券研究所

- 下游客户覆盖各铁路局及整车生产企业。天宜上佳属于铁路机车车辆配件制造业，上游行业主要为金属矿物制品业、非金属矿物制品业、金属加工业等，下游客户主要为铁路局和动车组整车生产企业。天宜上佳已向铁总下属的北京、上海、哈尔滨等 17 个铁路局提供动车组粉末冶金闸片。

图表 12：天宜上佳行业上下游



来源：公司公告，国金证券研究所

- **创始人团队行业积淀深厚，在材料配方、工艺路线、生产装备具备技术优势。**天宜上佳创始人吴佩芳在粉末冶金材料有超过 30 年行业积淀，1981 至 1990 年间在北京摩擦材料厂从事技术生产及管理工作，2009 年创办天宜上佳从事高铁闸片研发工作。2009 年起，天宜上佳技术团队经过反复研发试验，在动车组粉末冶金闸片的材料配方、工艺路线、生产装备等方面陆续取得突破，成功生产出性能符合要求的高铁制动粉末冶金闸片，并于 2013 年顺利获得 CRCC 产品认证，成为国产品牌首家打破国外垄断的闸片供应商。

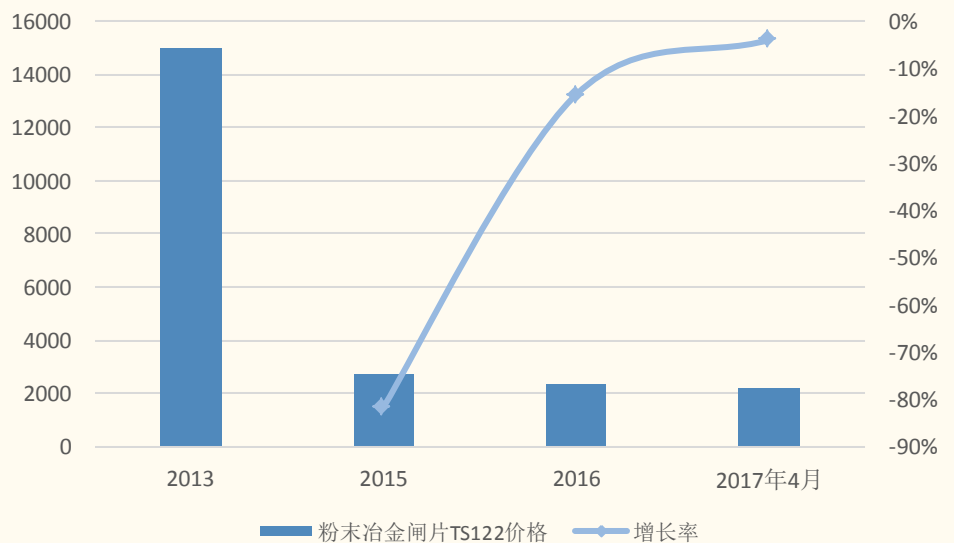
图表 13：天宜上佳动车组粉末冶金闸片制造技术优势

技术流程	常规技术	天宜上佳技术	天宜上佳技术优势
混料	一般采用V型、枣核型混料机或三维立体型混料机	新型混料设备，采用定制的变频双向反向螺旋式混料机，通过螺旋轴与混料机按相反方向转动提高混合料均匀性	1、减少混料时间； 2、提高混合料均匀性。
压制	手动压制或半自动压制	自动双向压制	1、提高压坯密度和毛坯均匀性； 2、提高生产效率。
烧结	钟罩炉、井式炉	热压连续烧结炉	1、提高生产效率； 2、提高产品一致性。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **成功打破国外垄断，带来动车组闸片采购成本大幅降低。**2012 年以前，我国动车组闸片市场基本被国外公司产品垄断，因此产品价格较高，每片价格在 1.5 万元左右。2013 年以天宜上佳为代表的国产厂商打破国外垄断，进入高铁列车制动闸片市场，随后动车组闸片价格在近三年呈下降趋势，国内高铁制动闸片厂商的市场份额不断扩大。2016 年天宜上佳的动车组闸片价格在 2300-2500 元/片左右，相比此前国外产品价格降幅超过 80%。

图表 14：天宜上佳动车组闸片垄断打破后采购价格大幅降低

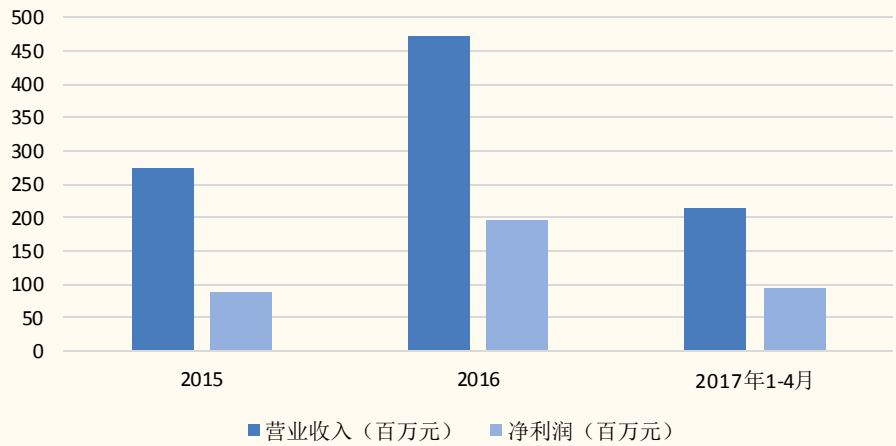


来源：公司公告，国金证券研究所

- **产品得到市场认同，经营业绩大幅增长。**自 2013 年公司成功研发动车组粉末冶金制动闸片、并打破国外垄断以来，产品销量和收入规模迅速增长，

2016 年公司实现营业收入 4.71 亿元，同比增长 72%，归属上市公司股东净利润 1.97 亿元，同比增长 122%。

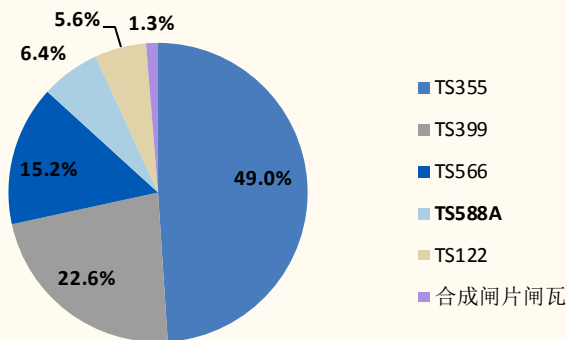
图表 15：天宜上佳近年营业收入及归母净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

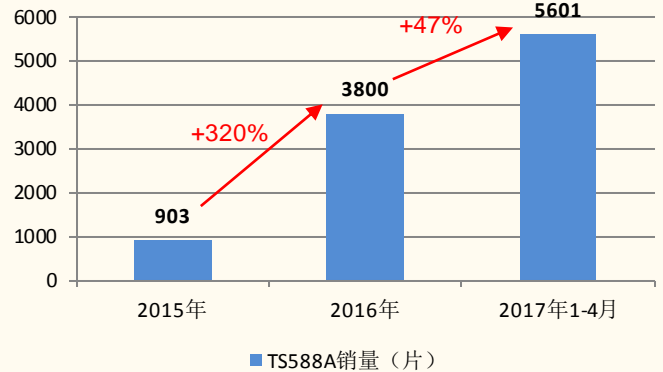
- 在公司各型闸片产品中，值得关注的是 TS588A 粉末冶金闸片，为独家供应中国标准动车组 CR400AF/BF 车型。2016 年销量 3800 片，2017 年 1-4 月销量已达 5601 片，超过去年全年销量，具备明显先发优势，有望成为公司业绩快速增长点。

图表 16：天宜上佳 2017 年 1-4 月产品结构



来源：公司公告，国金证券研究所

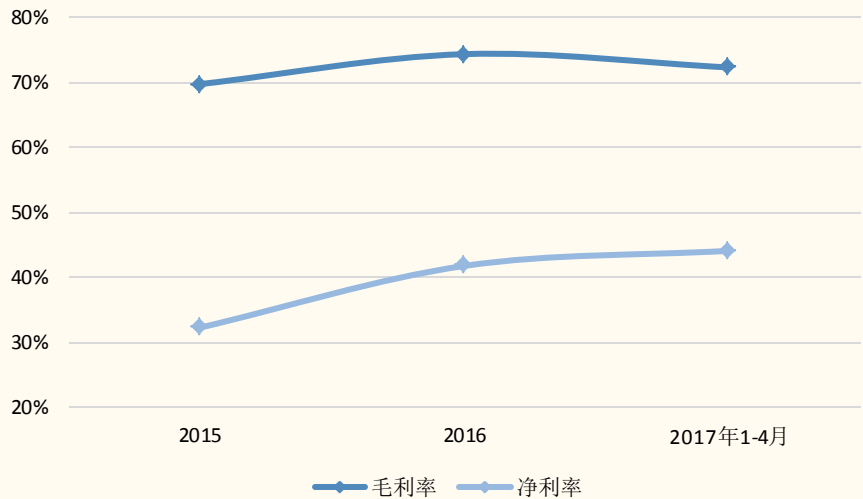
图表 17：供应“复兴号”的 TS588A 闸片销量迅速增长



来源：公司公告，国金证券研究所

- 毛利率净利率保持高位，盈利能力强劲。由于原材料和外购件成本下降，同时产销量大幅提高使得单位产品的固定成本下降，天宜上佳 2016 毛利率进一步提高，达到 74.34%，净利率达到 41.8%，盈利能力强劲。

图表 18：天宜上佳盈利能力强劲

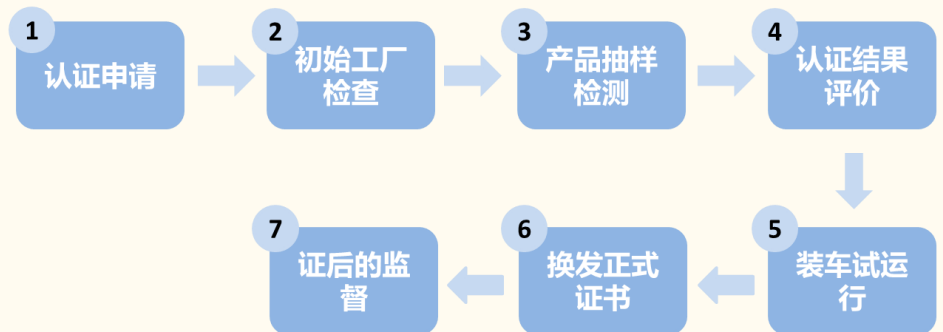


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2、产品认证齐全+标动唯一供应商，天宜上佳竞争优势明显

- **竞争优势之一：动车组闸片获得 CRCC 认证，覆盖 15 个动车组车型。**动车组闸片装车使用需要经过中铁检验认证中心（CRCC）的认证，认证模式为：初始工厂检查+产品抽样检测+获证后监督。企业首次认证时，要经过至少一个产品全寿命周期和一年的动车组装车试用，整个认证过程需要约 2 年时间。2013 年 9 月，天宜上佳首次获得 CRCC 动车组粉末冶金闸片认证证书，目前共持有五个动车组粉末冶金闸片 CRCC 认证证书，覆盖 15 个车型，涵盖时速 300-350 公里及 200-250 公里的主流动车组型号，产品需求来源广泛。

图表 19：铁路产品认证的基本过程



来源：CRCC，国金证券研究所

图表 20：天宜上佳动车组制动闸片认证产品及适用车型

产品名称	适用范围	适用车型	特点	技术阶段
TS399粉末冶金闸片	时速300-350km/h	CRH380B	1、高寒气候条件下，有效缓解异常磨损； 2、制动摩擦系数稳定； 3、与制动盘匹配性能良好； 4、磨损小，使用寿命长。	大批量生产
TS399B粉末冶金闸片	时速300-350km/h	CRH3C/CRH380A/CRH380AL/CRH380B/CRH380BL/CRH2C二阶段/CRH380BG/CRH380CL	1、高寒气候条件下，有效缓解异常磨损； 2、制动摩擦系数稳定； 3、与制动盘匹配性能良好； 4、磨损小，使用寿命长	小批量生产
TS355粉末冶金闸片	时速300-350km/h	CRH3C、CRH380A、CRH380AL、CRH380B、CRH380BL、CRH2C二阶段、CRH380BG、CRH380CL、CRH380D	1、制动摩擦系数稳定； 2、与制动盘匹配性能良好； 3、磨损小，使用寿命长。	大批量生产
TS122粉末冶金闸片	时速200-250km/h	CRH1系列	1、制动摩擦系数稳定； 2、与制动盘匹配性能良好； 3、磨损小，使用寿命长	大批量生产
TS588粉末冶金闸片	时速200-250km/h	CRH1A-250、CRH2A统型车、CRH2G	1、制动摩擦系数稳定； 2、与制动盘匹配性能良好； 3、磨损小，使用寿命长	小批量生产
TS588A粉末冶金闸片	时速300-350km/h	CR400AF、CR400BF	1、制动摩擦系数稳定； 2、与制动盘匹配性能良好； 3、磨损小，使用寿命长。	大批量生产
TS566粉末冶金闸片	时速200-250km/h	CRH5A、CRH5G	1、制动摩擦系数稳定； 2、与制动盘匹配性能良好； 3、磨损小，使用寿命长。	大批量生产

来源：公司公告，国金证券研究所

- 竞争优势之二：“复兴号”标准动车组粉末冶金闸片唯一供应商。**2017年6月26日，中国铁路总公司牵头组织研制的时速350公里中国标准动车组“复兴号”正式投入运营，天宜上佳成为目前“复兴号”动车组的粉末冶金闸片唯一供应商。公司研发生产的TS588A粉末冶金闸片适用于CR400AF、CR400BF两款动车组，2017年1-4月累计销售5601片，按照单车用量计算，可装配35列时速350公里“复兴号”动车组。根据CRCC认证流程，其他厂家获得复兴号认证最早要到2019年，公司在标动领域有望保持价格和市场优势地位。

图表 21：中国标准动车组“复兴号”



来源：新华网，国金证券研究所

- 竞争对手主要为德国克诺尔、日本川崎和美国西屋等国际动车组闸片制造商。高铁列车制动闸片对技术和稳定性均有着非常高的要求，即使在国际上，也只有德国、法国、美国和日本等少数几个国家能够生产，其中比较有代表性的厂商有德国的克诺尔、日本的川崎和美国的西屋。除天宜上佳外，国内动车组闸片制造企业目前获得 CRCC 认证的有 7 家公司，包括外资与本土企业，如克诺尔（苏州）、北京西屋、青岛亚通达等。2016 年天宜上佳动车组闸片领域产品市占率达到 19.86%，处于领先地位。

图表 22：天宜上佳主要竞争对手

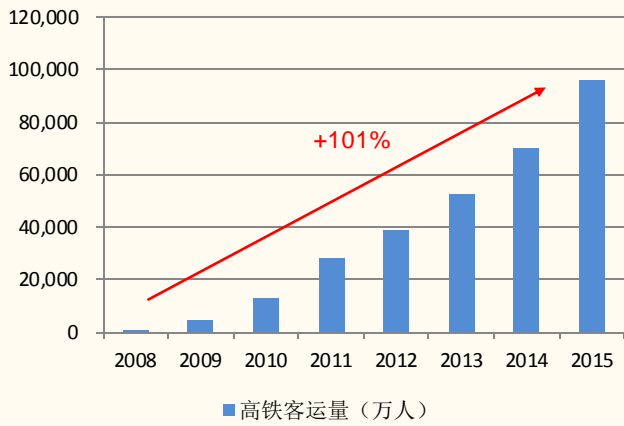
	厂商	备注
国际代表企业	克诺尔	德国企业，市场份额最高
	川崎	日本企业
	西屋	美国企业
国内已获得获得 CRCC 证书的企业	克诺尔车辆设备（苏州）有限公司	克诺尔全资子公司，2015 年 12 月获得 CRCC 证书
	北京西屋华夏技术有限公司	西屋集团独资控股的外商投资企业，2014 年 12 月获得 CRCC 证书，2016 年 6 起中铁检验认证中心暂停该证书
	常州中车铁马科技实业有限公司	隶属于中国中车股份有限公司，2017 年 4 月获得 CRCC 证书
	北京浦然轨道交通科技有限公司	2015 年 1 月获得 CRCC 证书
	北京瑞斯福高新科技股份有限公司	2017 年 4 月获得 CRCC 证书
	青岛亚通达铁路设备有限公司	2015 年 12 月获得 CRCC 证书
	中车戚墅堰机车车辆工艺研究所有限公司	隶属于中国中车股份有限公司，2016 年 1 月获得 CRCC 证书

来源：公司公告，国金证券研究所

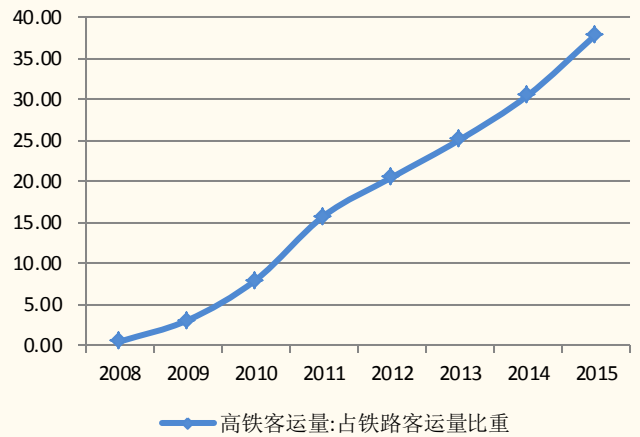
2.3、国内高铁行业快速发展，动车组闸片消耗需求量大增

- 高铁客运量快速增加，成为铁路客运出行重要方式。2008 年，我国高铁客运量仅为 734 万人，随后高铁线路大规模建成通车，高铁客运量迅速增加，至 2015 年达到 9.6 亿人，同比增长 37%，2008-2015 年均复合增速高达 101%。同时，高铁客运占铁路客运量比例比逐年上升，2011 年全年高铁客运量占铁路总客运量的比重为 15.8%，2015 年则上升为 37.9%，2016 年春运期间占比达到 43.9%。

图表 23: 我国高铁客运量 (万人)



图表 24: 我国高铁客运量占铁路客运量占比 (%)

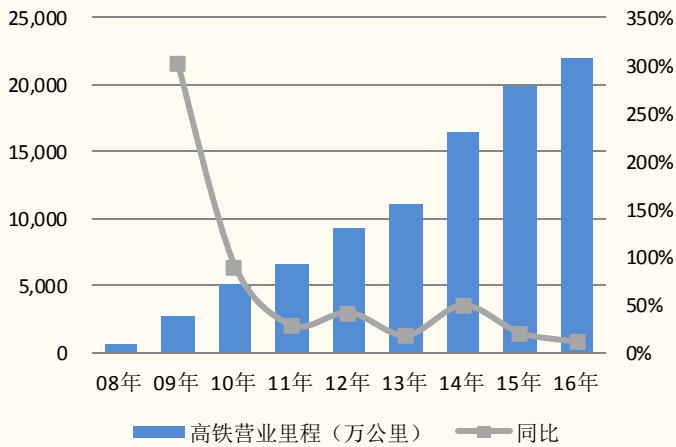


来源: 国家统计局, 国金证券研究所

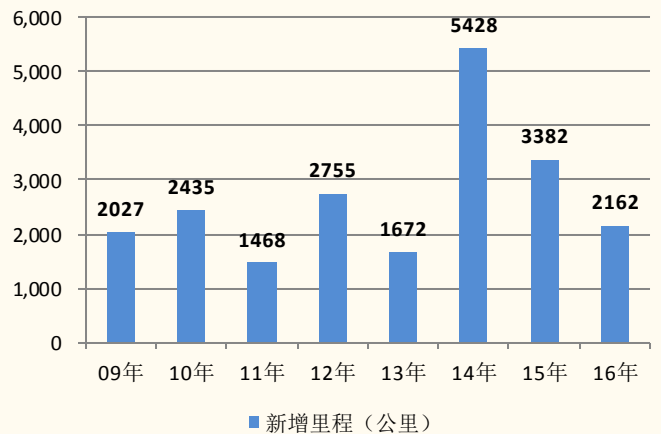
来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- 国内高铁里程不断增长, 十三五有望超过 3 万公里。截至 2016 年底, 我国高铁营业里程达到 2.2 万公里, 同比增长 11%, 新增里程 2162 公里。根据铁路“十三五”规划, 至 2020 年全国铁路营业里程将达到 15 万公里, 其中高速铁路 3 万公里, 铁路固定资产投资规模将达 3.5 至 3.8 万亿元; 在远期规划至 2030 年左右, 我国高铁里程将达到 4.5 万公里, 相比现有里程再增加一倍。

图表 25: 我国高铁营业里程



图表 26: 高铁每年新增里程

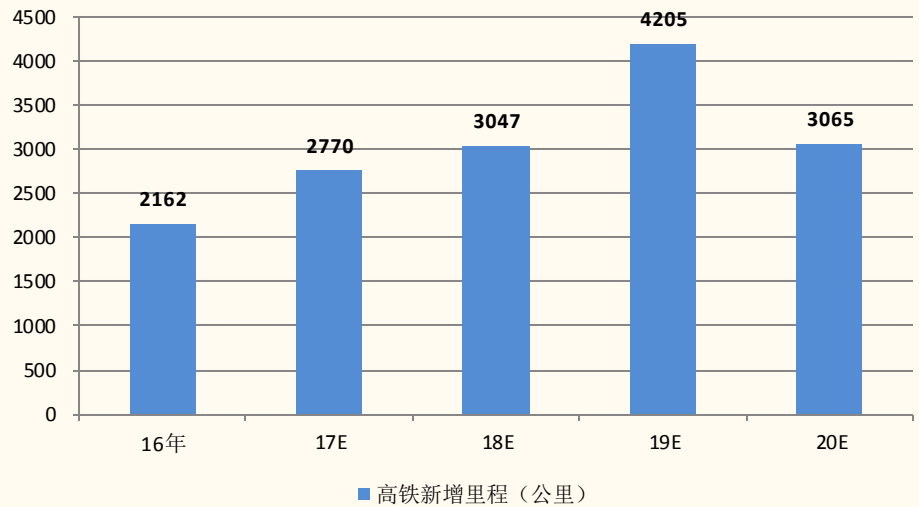


来源: 国家铁路局, 国金证券研究所

来源: 国家铁路局, 国金证券研究所

- 十三五高铁新增里程有望超过 1.3 万公里, 2019 年将迎来通车高峰。根据当前在建的高铁项目以及 2016 年初新批复的高铁规划项目, 我们预计十三五期间高铁新增里程有望超过 13000 公里, 在时间节奏上, 预计 2019 年将是通车的高峰, 当年新增里程有望超过 4000 公里。

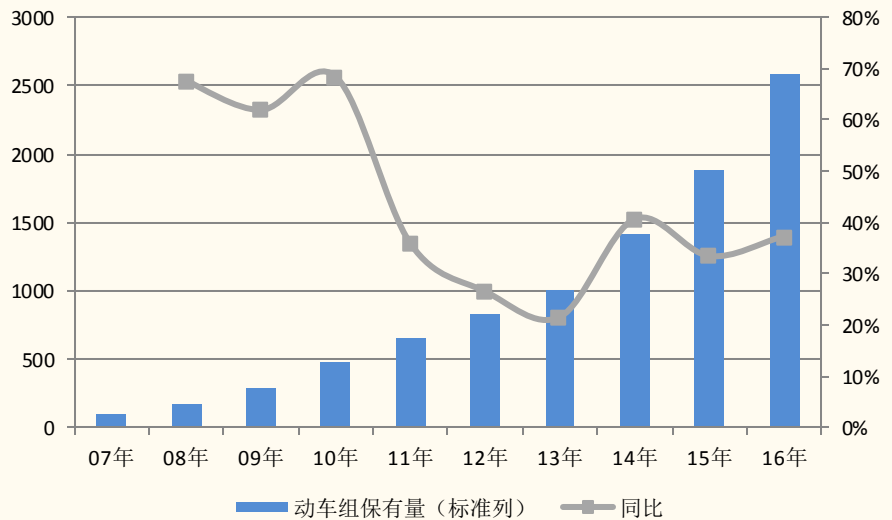
图表 27: 2019 年将迎来高铁通车高峰



来源: 国家铁路局, 国金证券研究所

- **动车组保有量快速增长, 07-16 年均复合增速 43%。**2007 年开始, 随着全国铁路第六次大提速的进行, 以及全国范围内高铁项目开工建设, 我国动车组保有量开始快速增长。2007 年我国动车组保有量仅为 105 标准列, 至 2016 年达到 2586 标准列, 年均复合增速达到 43%。根据未来几年通车节奏, 我们预计 2017-2020 年动车组采购总需求 1500 标准列以上。

图表 28: 我国动车组保有量逐年增长



来源: 国家铁路局, 国金证券研究所

- **动车组保有量持续增长, 闸片耗材需求前景广阔。**动车闸片属于耗材, 平均每标准列需装配闸片 160 片, 一年约要更换闸片 3 次左右。随着国内动车组保有量的不断增长, 以及高铁提速带来的磨损增加, 对闸片的需求量也将随之增加。动车组闸片属于高铁运行安全的关键零部件, 铁路运行及管理部门更加关注产品质量安全和供货安全, 2013 年国外垄断被打破以来, 动车组闸片的价格已经大幅下降, 预计未来价格将趋于稳定。
- **预计 2020 年我国动车组闸片市场规模达到 46 亿元, 较 2015 年翻一倍。**2016 年我国动车组拥有量为 2586 组, 同比增长 37.3%。我们预计 (1) 随着十三五高铁项目的建成通车, 动车组保有量将持续增长, 2017-2020

年增长率分别为 12%、21%、14%、13%；(2) 在高铁提速及动车组维保需求增加的情况下，闸片更换次数将逐步提高。根据以上假设，我们测算到 2020 年，动车组闸片的市场规模将达到 46 亿元，相比 2015 年翻倍增长；2016-2020 年合计市场规模 170 亿元，年均复合增速 17%。

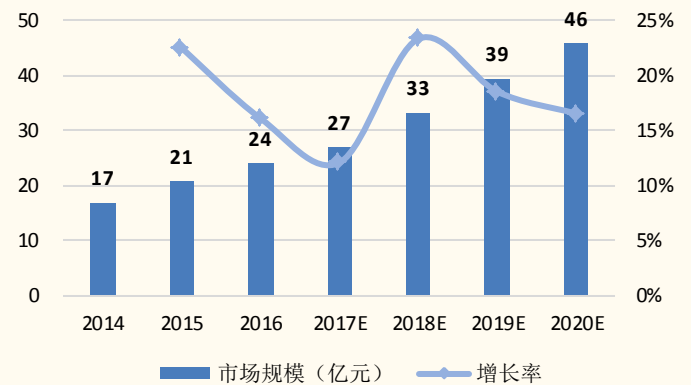
- 天宜上佳 2016 年动车组闸片市占率近 20%，市场地位领先，而且是目前中国标动复兴号的唯一供应商，随着标动采购的大规模展开，公司市占率有望进一步提高。

图表 29：我国动车组闸片市场规模预测表

年份	动车组保有量(组)	每组制动车片数	单价(元)	每年更换次数	市场规模(亿元)
2014	1411	160	3000	2.5	17
2015	1883	160	2753	2.5	21
2016	2586	160	2327	2.5	24
2017E	2900	160	2236	2.6	27
2018E	3500	160	2200	2.7	33
2019E	4000	160	2200	2.8	39
2020E	4500	160	2200	2.9	46

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：我国动车组闸片市场规模预测图



来源：公司公告，国金证券研究所

2.4、拟收购天宜上佳，进军高铁轨交制动闸片业务

- 新宏泰拟以 43.2 亿元购买天宜上佳 100% 股权。2017 年 8 月新宏泰公告拟以发行股份及支付现金作价 43.2 亿元购买天宜上佳 100% 股权。其中 2.5 亿元以现金方式支付，40.7 亿元以新宏泰向天宜上佳发行股份的方式支付，发行价格为 29 元/股，发行股份数量约为 1.4 亿股。

图表 31：发行股份募集配套资金的具体用途(万元)

序号	项目	项目总投资金额	募集资金投资金额
1	支付本次交易的现金对价	25,000.00	25,000.00
2	支付本次交易的中介机构费用	3,500.00	3,500.00
3	高速列车基础制动材料研发及智能制造示范生产线项目	70,000.00	50,000.00
	合计	98,500.00	78,500.00

来源：公司公告，国金证券研究所

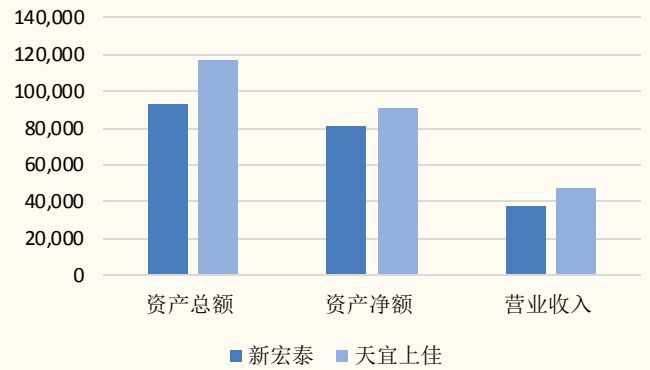
- 天宜上佳收入与资产规模较新宏泰更大。天宜上佳 2016 年营业收入 4.72 亿元，新宏泰营业收入 3.77 亿元，天宜上佳收入规模为新宏泰的 1.25 倍。

图表 32：2016 年新宏泰与天宜上佳资产对比表（万元）

项目	新宏泰	天宜上佳	交易金额	财务指标占比
资产总额	92,729	116,684	432,000	466%
资产净额	81,556	90,572	432,000	530%
营业收入	37,722	47,150	-	125%

来源：公司公告，国金证券研究所

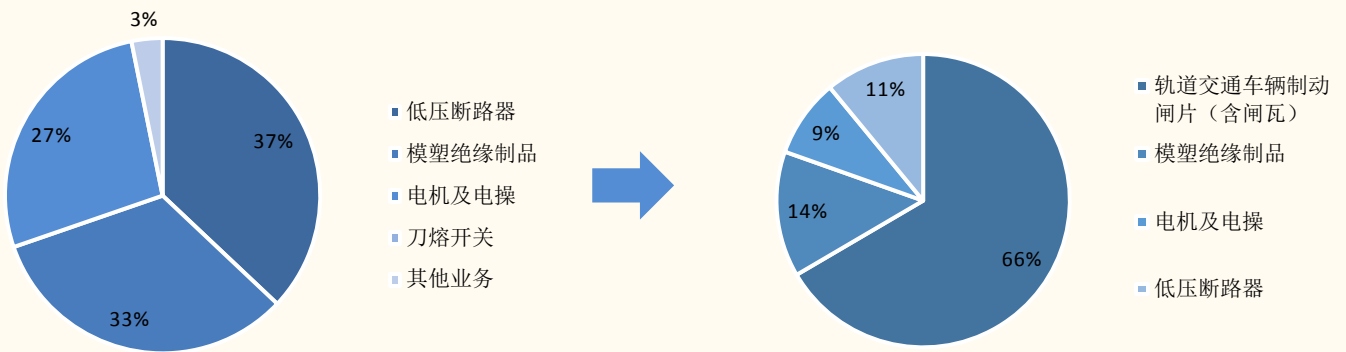
图表 33：2016 年新宏泰与天宜上佳资产对比图（万元）



来源：公司收购草案，国金证券研究所

- **收购后轨交制动闸片业务将成主要收入来源。**如收购顺利完成，新宏泰主营业务将在断路器关键部件、低压断路器及刀熔开关产品的基础上新增动车组粉末冶金闸片及机车、城轨车辆闸片、闸瓦业务。公司以前低压断路器、模塑绝缘制品、电机及电操各占三分之一的业务格局，将变为以占总营业收入 60%的粉末冶金闸片为主的业务格局。

图表 34：交易完成后业务结构变化情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- **交易完成后公司实际控制人地位不变。**本次发行股份及支付现金购买资产完成后，新宏泰总股本增加至 2.88 亿股，赵汉新及赵敏海持股比例合计为 26.93%，保持控股股东地位不变，仍然为上市公司实际控制人。天宜上佳原股东吴佩芳将持有新宏泰 17.67%股权。

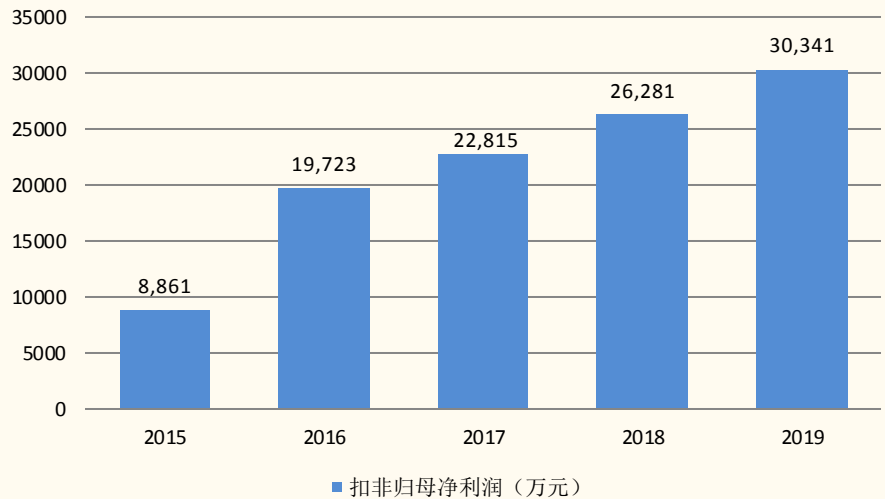
图表 35：新宏泰股权结构变化情况

类别	股东姓名或名称	本次交易前		发行股份及支付现金购买资产后	
		持股数量	持股比例 (%)	持股数量	持股比例 (%)
发行前原股东	赵汉新	5,770	38.94	5,770	20
	赵敏海	2,000	13.5	2,000	6
	其他股东	7,046	48	7,046	24
新增股东	吴佩芳	-	-	5,098	17.67
	其他股东	-	-	8936	30.98

来源：公司公告，国金证券研究所

- **业绩承诺与超额奖励为并购整合提供保障。**天宜上佳业绩承诺为经审计的扣非归母净利润之和不低 7.94 亿元，其中 2017 年、2018 年及 2019 年分别不低于 2.28 亿、2.63 亿和 3.03 亿元。若利润承诺未实现，则业绩承诺方以本次交易所获股份对新宏泰进行补偿。若天宜上佳在当期期末实现的净利润超过当期承诺的净利润 105%的，则超出承诺净利润 100%部分的 50%的金额作为奖励由新宏泰以现金形式一次性支付给天宜上佳届时在职的管理层和核心员工。

图表 36：天宜上佳净利润与业绩承诺情况



来源：公司公告，国金证券研究所

3、盈利预测

3.1、盈利预测

- 考虑收购天宜上佳后的备考业绩，我们预计 2017~2019 年营业收入分别为 9.8/12.0/14.1 亿元，同比增长 160%/22%/17%；归母净利润分别为 3.22/4.08/4.91 亿元，分别同比增长 388%/27%/20%；EPS 分别为 1.12/1.42/1.71 元，对应 PE 分别为 38/30/25 倍。

3.2、投资建议

- 我们认为公司此次收购天宜上佳有望成为国内掌握高铁核心技术的动车组闸片龙头，十三五期间高铁建设带来动车组保有量增加，动车组闸片作为耗材需求空间广阔；天宜上佳闸片产品已覆盖多个动车组车型，并且是当前中国标动复兴号闸片的唯一供应商，产品需求来源广泛、未来市场份额有望提升、业绩具备较高成长性。我们给予公司“买入”评级，6-12 个月目标价 55 元。

4、风险提示

- 收购事项的审批风险，动车组招标采购落地缓慢，动车组粉末冶金闸片行业竞争加剧的风险。

图表 37：公司分产品收入拆分（百万元）

项 目	2016	2017E	2018E	2019E
轨道交通车辆制动闸片（天宜上佳）				
销售收入（百万元）	0.00	560.00	760.00	950.00
增长率（YOY）			35.71%	25.00%
毛利率	0.00%	72.00%	71.00%	70.00%
低压断路器				
销售收入（百万元）	139.71	160.00	170.00	180.00
增长率（YOY）	26.57%	14.52%	6.25%	5.88%
毛利率	42.58%	40.00%	40.00%	40.00%
模塑绝缘制品				
销售收入（百万元）	123.27	120.00	125.00	130.00
增长率（YOY）	-13.16%	-2.65%	4.17%	4.00%
毛利率	41.47%	37.00%	37.00%	37.00%
电机及电操				
销售收入（百万元）	102.27	105.00	108.00	110.00
增长率（YOY）	2.40%	2.67%	2.86%	1.85%
毛利率	43.46%	41.00%	41.00%	41.00%
刀熔开关				
销售收入（百万元）	0.00	22.00	23.00	24.00
增长率（YOY）	-100.00%	#DIV/0!	4.55%	4.35%
毛利率	0.00%	36.00%	36.00%	36.00%
其他业务				
销售收入（百万元）	11.97	13.00	14.00	15.00
增长率（YOY）	-34.84%	8.60%	7.69%	7.14%
毛利率	41.22%	42.00%	42.00%	42.00%
销售总收入（百万元）	377.22	980.00	1200.00	1409.00
销售总成本（百万元）	217.23	411.97	487.71	563.86
毛利（百万元）	159.99	568.03	712.29	845.14
平均毛利率	42.41%	57.96%	59.36%	59.98%

来源：公司公告，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	398	395	377	980	1,200	1,409	货币资金	188	225	269	318	575	872
增长率		-0.8%	-4.4%	159.8%	22.4%	17.4%	应收账款	116	126	135	372	452	583
主营业务成本	-231	-233	-217	-412	-488	-564	存货	84	68	68	126	150	173
%销售收入	58.1%	59.0%	57.6%	42.0%	40.6%	40.0%	其他流动资产	1	2	252	4	5	6
毛利	167	162	160	568	712	845	流动资产	390	421	724	820	1,181	1,634
%销售收入	41.9%	41.0%	42.4%	58.0%	59.4%	60.0%	%总资产	72.6%	72.5%	78.0%	15.2%	20.2%	25.6%
营业税金及附加	-4	-4	-6	-15	-18	-21	长期投资	0	0	0	4,321	4,320	4,320
%销售收入	1.0%	1.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	106	108	114	173	252	324
营业费用	-19	-16	-18	-46	-56	-66	%总资产	19.7%	18.5%	12.3%	3.2%	4.3%	5.1%
%销售收入	4.7%	4.1%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	无形资产	37	37	86	93	101	108
管理费用	-61	-63	-68	-147	-180	-211	非流动资产	147	160	204	4,589	4,675	4,754
%销售收入	15.4%	16.1%	18.1%	15.0%	15.0%	15.0%	%总资产	27.4%	27.5%	22.0%	84.8%	79.8%	74.4%
息税前利润 (EBIT)	82	78	68	360	458	546	资产总计	537	581	927	5,410	5,857	6,389
%销售收入	20.7%	19.7%	18.0%	36.8%	38.2%	38.8%	短期借款	40	20	0	0	0	0
财务费用	-1	2	3	6	9	15	应付款项	77	70	75	141	169	196
%销售收入	0.1%	-0.4%	-0.7%	-0.6%	-0.8%	-1.1%	其他流动负债	14	18	19	40	48	56
资产减值损失	0	0	-1	-3	0	-1	流动负债	131	107	94	181	217	252
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	3	5	6	7	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	3.6%	1.3%	1.2%	1.2%	负债	131	108	95	181	217	253
营业利润	82	79	73	369	473	567	普通股股东权益	392	458	816	5,207	5,615	6,106
营业利润率	20.5%	20.0%	19.3%	37.6%	39.4%	40.3%	少数股东权益	13	15	17	21	25	29
营业外收支	1	1	9	10	12	15	负债股东权益合计	537	581	927	5,410	5,857	6,389
税前利润	83	80	82	379	485	582	比率分析						
利润率	20.8%	20.3%	21.6%	38.7%	40.4%	41.3%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-12	-11	-11	-53	-73	-87	每股指标						
所得税率	14.3%	13.9%	13.9%	14.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.610	0.593	0.445	1.117	1.417	1.705
净利润	71	69	70	326	412	495	每股净资产	3.532	4.125	5.505	18.049	19.464	21.166
少数股东损益	3	3	4	4	4	4	每股经营现金净流	0.675	0.800	0.553	1.310	1.241	1.366
归属于母公司的净利润	68	66	66	322	408	491	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	17.0%	16.7%	17.5%	32.8%	34.0%	34.9%	回报率						
							净资产收益率	17.27%	14.38%	8.09%	6.18%	7.27%	8.04%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.61%	11.34%	7.11%	5.95%	6.97%	7.69%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	15.85%	13.57%	7.04%	5.93%	6.90%	7.57%
净利润	71	69	70	326	412	495	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	5.81%	-0.82%	-4.39%	159.79%	22.45%	17.42%
非现金支出	15	15	17	27	33	42	EBIT增长率	-1.68%	-5.80%	-12.33%	429.14%	27.10%	19.34%
非经营收益	1	0	-4	-12	-18	-22	净利润增长率	-3.46%	-2.76%	0.10%	387.93%	26.81%	20.36%
营运资金变动	-12	4	-2	37	-69	-121	总资产增长率	12.79%	8.18%	59.57%	483.37%	8.27%	9.08%
经营活动现金净流	75	89	82	378	358	394	资产管理能力						
资本开支	-42	-29	-58	-83	-107	-105	应收账款周转天数	79.7	82.8	87.5	95.0	90.0	100.0
投资	0	0	-248	-4,321	0	0	存货周转天数	128.6	119.5	113.8	112.0	112.0	112.0
其他	0	0	0	5	6	7	应付账款周转天数	121.4	109.0	116.6	115.0	116.0	117.0
投资活动现金净流	-42	-29	-306	-4,399	-101	-98	固定资产周转天数	74.1	66.6	110.2	52.8	49.1	44.9
股权募资	0	0	301	4,070	0	0	偿债能力						
债权募资	0	-20	-20	0	0	1	净负债/股东权益	-36.43%	-43.48%	-32.33%	-6.08%	-10.19%	-14.20%
其他	-3	-2	-14	0	0	0	EBIT利息保障倍数	160.0	-49.8	-25.0	-59.3	-49.6	-36.6
筹资活动现金净流	-3	-22	268	4,070	0	1	资产负债率	24.46%	18.54%	10.23%	3.35%	3.70%	3.96%
现金净流量	30	38	44	49	257	297							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	1	1	1
增持	1	1	1	1	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

本报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD