

评级：审慎推荐（维持）

电力设备

公司跟踪报告

证券研究报告

分析师 何本虎 S1080510120013

电话：0755-25832648

邮件：hebenhu@fcsc.cn

新大新材(300080)**——二次注入值得期待，维持“审慎推荐”**

事件：12月10日，公司公布增发预案，拟向易成新材的包括中国平煤神马能源化工、平顶山煤业大庄矿劳动服务公司、天津长安创新光伏等13家战略投资者、孙毅等9名自然人增发股份，收购易成新材的100%的股份。其中，增发价格为6.41元/股，增发股本为13880万股。

要点：**1、资产评估溢价偏低有理由**

本次非公开发行股份的价格为6.41元/股，拟购买易成新材100%股权账面价值为86997.66万元，评估值88973.38万元，增值1975.72万元，增值率2.27%。相对不久前进行增发的国电南瑞的197.80%的增值率而言，属于显著偏低的水平。

我们认为，资产评估溢价偏低的理由主要在于资产质量的差异。相对于国电南瑞注入资产的盈利水平和行业状态而言，差异是显著的。

2、同行业整合的资产注入面临同样的行业压力

本次增发所收购的资产与公司现存业务基本一致，属于行业内部整合。同样，行业内部的压力并没有因为整合而化解。

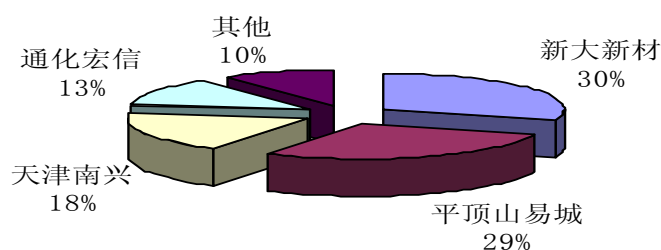
作为同样的行业龙头企业，本次注入的易成新材在市场地位上与本公司类似。2010年的数据显示，两公司的市场份额均为30%左右。同样，新资产与存量资产面临同样的行业压力。

按照公告数据，拟购买资产2012年度预计实现净利润为2722万元，2013年度预计实现净利润为6009万元。以评估价值88973.38万元折算，对应的2012年和2013年PE分别为32.6倍和14.8倍，显著超越国电南瑞资产的2011年13倍。

虽然公司按照净资产折算的溢价幅度只有2%左右，但对应的PE并不低，注入资产的当前盈利能力偏低是主要原因。



图表1 公司市场占有率变化对比图



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

3、实际控制人发生变化引发价值预期改变

本次增发股本为13880万股，增发完成后的总股本为50280万股。中国平煤神马集团是易成新材的实际控制人，持股比例为70.36%，对应的本次增发股本为9766万股，对应的增发后的持股比例为19.42%。本次资产重组完成后，上市公司第一大股东变更为中国平煤神马集团，实际控制人变更为河南省国资委。

客观地说，本次资产重组并没有改变公司所处的行业压力。同时，大股东的变更和大股东的雄厚实力又提高了价值转折的预期。

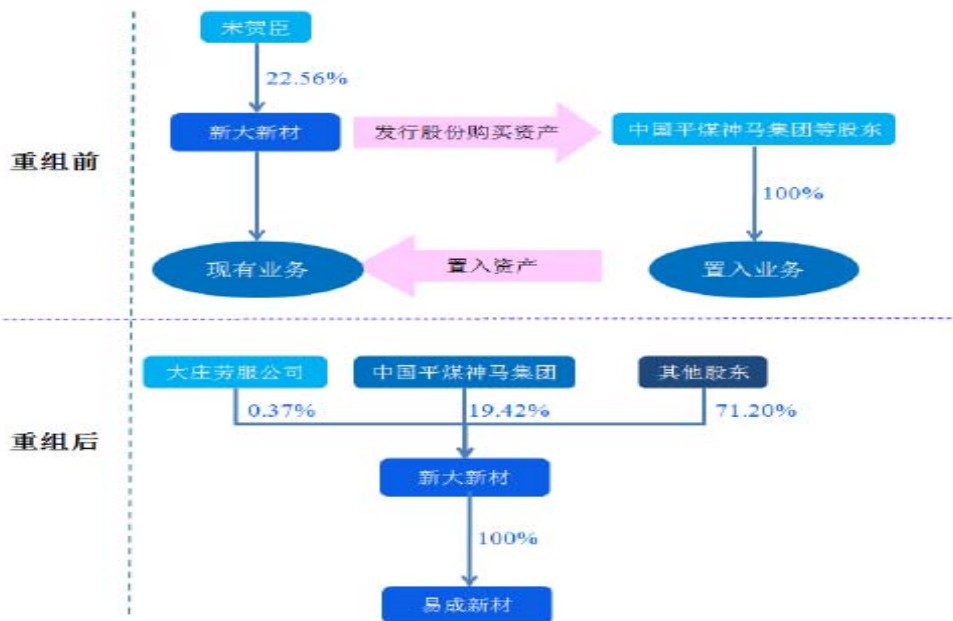
一方面，大股东的雄厚财政实力。根据《利润补偿协议》，中国平煤神马集团承诺易成新材2012年的净利润不低于人民币2500万元，2013年净利润不低于人民币6000万元，2014年净利润不低于人民币10000万元。若重组完成后，易成新材在2012、2013、2014年各年净利润值低于约定的承诺值，中国平煤神马集团将自相应年度审计报告出具日起7个工作日内以现金方式向易成新材补。

另一方面，维护股价的信心充足。同时，中国平煤神马能源化工司承诺，自重组事项完成之日起十个月内，若新大新材股价达不到10元/股，则通过二级市场增持新大新材股份不低于重组事项完成前新大新材股份总数的3%（对应1500万股）；若十五个月内，新大新材股价达不到10元/股，则通过二级市场累计增持新大新材股份不低于重组事项完成前新大新材股份总数的5%（2500万股左右）。

同时，具备提供公司转折的条件。本次重组事项成功完成后，中国平煤神马能源化工将重组后的上市公司作为新能源、新材料领域的发展平台，未来该方面的项目均以合适方式注入重组后的上市公司，并承诺自本次重组事项成功完成之日起3年内将其拥有的高端银浆等项目的优良资产陆续注入重组后的上市公司。按照盈利能力测算，高端银浆等项目的优良资产才是公司本次重组的核心利益价值所在。



图表 2 公司市场占有率变化对比图



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

4、盈利预测及投资建议

我们预计存量资产对应的2012年、2013年和2014年净利润分别为2367万元、1726万元和1980万元，备考易成新材2012年、2013年和2014年的净利润分别为2500万元、6000万元和10000万元。

综合测算，重组后的公司2012年、2013年和2014年净利润为4867万元、7726万元和11980万元，与公司预测的重组完成后上市公司2012年和2013年净利润分别为-3,262.26万元、9011.87万元有一定差异，但误差不大，对应的2012年、2013年和2014年EPS分别为0.10元、0.15元和0.24元。

目前的6.53元对应的PE分别为65.3倍、43.5倍和27.2倍，如果简单从PE角度看，目前股价明显偏高。由于公司有10元的股价承诺，因此，预计后市将围绕10元价格波动，短期仍有交易性机会，我们维持“审慎推荐”投资评级。

6、风险提示：

- (1)、毛利率波动的风险；
- (2)、行业增长的不确定性。



图表 3 公司主营收入和毛利率预测一览表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、刃料				
收入(万元)	136805	72000	90000	108000
数量(吨)	65145	40000	50000	60000
单价(万元/吨)	2.10	1.80	1.80	1.80
毛利(万元)	20247	12960	15300	18360
毛利率	14.8%	18.0%	17.0%	17.0%
二、砂浆				
收入(万元)	13600	15000	18000	21000
数量(吨)	20000	25000	30000	35000
单价(万元/吨)	0.68	0.60	0.60	0.60
毛利(万元)	5644	2250	2700	3150
毛利率	41.5%	15.0%	15.0%	15.0%
三、半导体刃料				
收入(万元)	7000	14000	21000	28000
数量(吨)	2000	4000	6000	8000
单价(万元/吨)	3.50	3.50	3.50	3.50
毛利(万元)	1750	3500	5250	7000
毛利率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
四、其他				
收入(万元)	6107	7939	10320	13416
增长率	143.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利(万元)	916	1191	1548	2012
毛利率	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
五、合计				
收入(万元)	163511	108939	139320	170416
增长率	35.2%	-33.4%	27.9%	22.3%
毛利(万元)	28557	19901	24798	30522
毛利率	17.5%	18.3%	17.8%	17.9%

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图表 4 盈利预测表

万	2011 年	2012E	2013E	2014E
一、营业利润				
营业收入	163508	108939	139320	170416
减：营业成本	133389	89038	114522	139894
减：营业税金及附加	370	247	315	386
减：营业费用	5688	4169	5864	6456
减：管理费用	9699	12124	15155	18943



减：财务费用	764	917	1100	1320
减：资产减值损失	942	1225	1592	2070
加：投资收益	0	0	0	
营业利润	12656	1220	772	1348
二、利润总额				
加：营业外收支	2083	1666	1333	1066
利润总额	14739	2887	2105	2414
三、净利润				
减：所得税	2242	520	379	435
净利润	12497	2367	1726	1980
四、归属母公司净利				
减：少数股东损益				
归属母公司净利润	12497	2367	1726	1980
总股本（万）				36400
EPS(元)	0.34	0.07	0.05	0.05

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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，也可能为这些公司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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135