

## 增发收购，增厚业绩

**增持维持评级**

目标价格：9.8元

### 事件要点：

- 恒顺电气5月27日公告称，拟以非公开发行股份及支付现金的方式购买河北沧海重工股份有限公司100%股权，并募集配套资金。
- 公司拟以7.03元/股的价格向沧海重工原股东非公开发行股份6548万股，收购沧海重工原股东持有的100%的股权，并以不低于6.33元/股的价格定增不超过2448万股，用于加强本次重组整合和补充流动资金。
- 本次交易标的为沧海重工100%的股权，预估值为人民币4.65亿元。

### 事件点评：

- **收购价格划算，增发增厚业绩。**本次交易完成后，公司的业务规模和利润水平将显著提升。按照2012年的利润状况，公司收购前EPS 0.20，收购后按照新增股本计算，公司2012年EPS 0.27元，每股EPS增厚35%。按照增发预案保底方案，公司2013年新增资产的净利润保底4700万，以此支付的对价相当于2013年动态PE 12X，有利于摊低公司当前估值。
- **增发不影响实际控股结构，有利于公司发挥协同效应。**本次增发预计实际增加股本9000万股，增发后第一大股东持股数量不变，持股比例从33.71%下降至25%，但仍然为公司的实际控制人；原沧海重工第一大股东赵德清成为公司的第二大股东。通过本次交易，恒顺电气可以整合其与沧海重工在采购、研发、生产制造和销售渠道等方面的优势资源，有利于丰富公司产品结构、优化公司产业链、拓宽公司业务领域。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2013-2015年收入分别8.18亿、18.9亿、26.3亿，同比增长231%、132%、39%，净利润分别1.37亿、2.70亿、3.45亿；EPS分别0.49元、0.96元、1.23元。维持公司“增持”评级，6个月目标价9.8元，对应2013年PE 20X。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	222	247	818	1,899	2,639
YoY	22%	11%	231%	132%	39%
净利润	50	55	137	270	345
YoY	21%	11%	148%	96%	28%
EPS	0.18	0.20	0.49	0.96	1.23
PE	41.2	37.2	15.0	7.6	6.0

### 中小市值上市公司研究组

#### 首席分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email：[wangfenghua@hysec.com](mailto:wangfenghua@hysec.com)

#### 研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email：[shiyusen@hysec.com](mailto:shiyusen@hysec.com)

### 市场表现



数据来源：Wind

### 行情数据

当前股价	7.35
总股本(千股)	280,000
总市值(百万)	2,058
流通市值(百万)	1,158
12月最高价(前复权)	7.99
12月最低价(前复权)	4.64

数据来源：Wind

### 相关研究

恒顺电气：

年报点评：期待公司煤炭业务转型

20130228

## 事件

恒顺电气 2013 年 5 月 27 日公告称，公司拟以非公开发行股份及支付现金的方式购买河北沧海重工股份有限公司 100% 股权，并募集配套资金。

本次重大资产重组以 7.03 元/股的价格向沧海重工原股东非公开发行股份 6548 万股，收购沧海重工原股东持有的 100% 的股权，并以不低于 6.33 元/股的价格向特定投资者非公开发行不超过 2448 万股，用于加强本次重组整合和补充流动资金。

本次交易标的为沧海重工 100% 的股权，预估值为人民币 4.65 亿元。

原沧海重工实际控制人赵德清先生承诺沧海重工 2013-2015 年度实现的扣除非经常性损益前后孰低的净利润分别 4700 万、5700 万和 6700 万。如截至当期沧海重工实际实现的利润指标未达到赵德清的承诺值，则赵德清作为补偿义务人，应为截至当期沧海重工未达到业绩承诺目标而对本公司履行现金补偿义务。

为进一步促进标的公司业务的持续稳定发展，本次交易方案中也包括了对交易对方之一赵德清的奖励对价安排。恒顺电气与赵德清约定：以沧海重工 2013-2015 年分别对应的扣除非经常性损益前后孰低的净利润 5000 万，6000 万和 7100 万为基数，如果沧海重工三年累计实际实现的扣除非经常性损益前后孰低的净利润超过三年合计的奖励对价基数即 18100 万，超出部分的 45% 作为奖励对价由恒顺电气在三年承诺期结束后一定期限内向赵德清支付，但奖励对价合计不超过 3000 万。

## 沧海重工情况简介

沧海重工主要从事金属管件及管系的研发、设计、生产及销售，是国内高压、大口径高端管件类产品专业供应商。

公司主要产品按照品种划分，可分为管件及管系、法兰和压力容器三大类。管件产品主要包括弯头、弯管、三通、异径管、管帽等；法兰连接于管端，用于管道之间连接；压力容器包括汇气管、锅炉组合件等。公司产品的品种齐全，且自身具有较强的研发设计能力，可以根据输油输气、化工、电力等项目的设计要求，提供整体化供应方案。

沧海重工经过十余年在工业金属管件行业中的经营发展，在输油输气、化工、电力等行业中拥有众多的客户和较高的知名度，在输油输气、化工、电力行业的销售情况较好，合计销售占比超过 80%，其中在输油输气行业的销售占比在 30% 左右，在化工行业的销售占比在 30% 左右，在电力行业的销售占比在 20% 左右。

沧海重工与下游客户形成了长期良好的合作关系，成为多家大型客户的长期合作供应商，是中国石油天然气集团公司的一级供应网络成员单位和物资供应商、中国石化合格供应商，多年来同三大石油集团（中石油、中石化、中海油）、五大发电集团（华能、大唐、华电、国电、中电投）以及各集团下属大型管道公司、石化企业、电力企业等优质客户保持了长期紧密的合作关系。

沧海重工生产的产品广泛应用于西气东输、陕京线、川气东送、西部输油管道、中石

油抚顺炼油乙烯、中石化天津炼油乙烯、中海油惠州炼油乙烯、深圳 LNG、上海 LNG、中国神华煤制油、大唐集团煤制气、中电投霍林河电厂、中国水电崇信电厂、泰山核电、岭澳核电等国家大型基础建设项目，并通过自主研发在西气东输、神华煤制油等项目上以创新性产品实现大规模进口替代。

2009-2012 年沧海重工营业收入分别 5.5 亿、5.9 亿、4.9 亿，净利润分别 5200 万、6400 万和 4700 万。

**表 1：2009-2012 年沧海重工利润状况**

单位：百万	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
营业收入	516.8	557.7	598.6	496.0
营业成本	371.4	389.3	419.8	
营业税金及附加	1.0	1.5	2.0	
销售费用	33.5	34.3	40.3	
管理费用	42.3	43.4	46.2	
财务费用	17.1	20.0	15.7	
资产减值损失	5.6	-1.8	1.3	
营业利润	45.8	71.0	73.3	
利润总额	44.8	70.5	75.7	54.9
减：所得税	12.3	18.0	11.5	7.5
净利润	32.5	52.5	64.2	47.4

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

## 事件点评

### 增发不影响实际控股结构

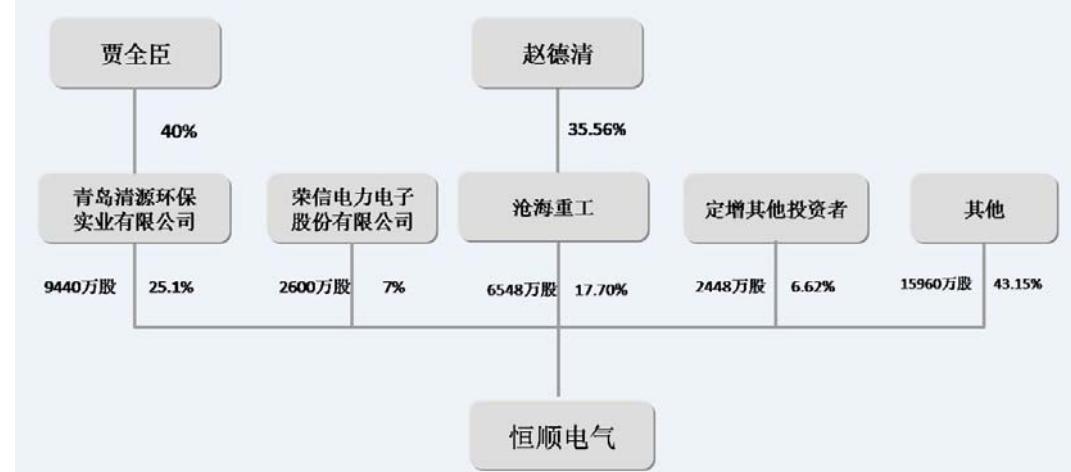
本次增发前恒顺电气第一大股东为青岛清源环保实业有限公司，持股比例 33.71%，实际控制人为贾全臣。本次增发预计实际增加股本 9000 万股，总股本从 2.8 亿股增加至 3.7 亿股。增发后第一大股东持股数量不变，持股比例从 33.71% 下降至 25%，但仍然为公司的实际控制人；原沧海重工第一大股东赵德清成为公司的第二大股东；本次增发不影响实际控股结构。

**图 1：增发前股权结构**



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2：增发后股权结构

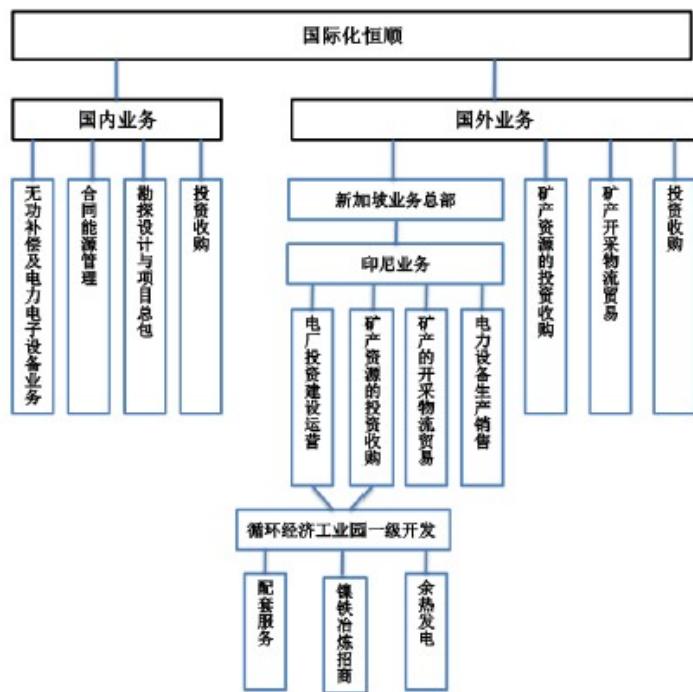


资料来源：公司公告，宏源证券研究所

## 资产收购有利于公司发挥协同效应

恒顺电气主营业务为高压无功补偿装置、滤波装置及核心部件的研发、设计、生产与销售，主要的下游行业或客户为电力行业以及化工、钢铁、冶金、煤炭等大型用电企业；沧海重工主营业务为金属管件的研发、设计、生产及销售，主要的下游行业包括输油输气行业、化工行业、电力行业等。

图 3：恒顺电气国际化布局



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

本次收购前，恒顺电气已制定了清晰的业务发展战略，在印尼逐步开展 PLN 招标电站、IPP 独立电站的建设运营以及循环经济工业园自备电厂的建设运营，并进行了部分煤矿资源的收购，同时积极开展产业规划中镍矿等其他资源的收购工作。

恒顺电气和沧海重工的下游客户在电力、化工及输油输气等行业具有一定的重叠性，本次交易完成后，双方可以在电力、化工及输油输气行业共用销售渠道，进一步完善和拓展销售网络，且沧海重工可以为恒顺电气“集资源与能源投资、工程设计与总包、电力设备制造、项目运营于一体的电力综合服务商”的发展战略提供重要的上游支撑。

通过本次交易，恒顺电气可以整合其与沧海重工在采购、研发、生产制造和销售渠道等方面的优势资源，有利于丰富公司产品结构、优化公司产业链、拓宽公司业务领域，增加利润来源，提升公司持续盈利能力抗风险能力。

本次交易完成后沧海重工将成为上市公司的全资子公司。根据上市公司目前的规划，未来沧海重工仍将保持其经营实体存续并在其原管理团队管理下运营。但为发挥协同效应，从公司经营和资源配置等角度出发，上市公司和沧海重工仍需在财务管理、客户管理、资源管理、制度管理、业务拓展等方面进行一定程度的融合。

本次交易完成后，上市公司主营业务在原有电力设备制造业务基础上，新增金属管件制造业务，进一步拓展了公司在装备制造业的经营能力，提升公司的综合盈利能力。

## 增发显著增厚当前业绩

恒顺电气 2011、2012 年营业收入分别为 2.22 亿、2.47 亿，净利润分别为 4989 万、5500 万；沧海重工 2011、2012 年的营业收入（未经审计）分别为 5.98 亿、4.96 亿，净利润（未经审计）分别为 6417 万、4740 万。

本次交易完成后，公司的业务规模和利润水平将显著提升。按照 2012 年的利润状况，公司收购前 EPS 0.20，收购后按照新增股本计算，公司 2012 年 EPS 0.27 元，每股 EPS 增厚 35%。

按照增发预案保底方案，公司 2013 年新增资产的净利润保底 4700 万，以此支付的对价相当于 2013 年动态 PE 12X，有利于摊低公司当前的估值。

## 盈利预测与估值

考虑到此次增发刚刚获得董事会通过，后续还需股东大会和证监会通过，暂不调整盈利预测。但此次增发将增加公司盈利增长的确定性，预计公司 2013-2015 年收入分别 8.18 亿、18.9 亿、26.3 亿，同比增长 231%、132%、39%，净利润分别 1.37 亿、2.70 亿、3.45 亿；EPS 分别 0.49 元、0.96 元、1.23 元。维持公司“增持”评级，6 个月目标价 9.8 元，对应 2013 年 PE 20X。

**表 2：公司 2013-2015 年财务报表预测**

利润表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	222.4	247.3	818.4	1,898.8	2,639.3
减:营业成本	131.3	136.3	452.2	1,103.6	1,560.7
营业税费	1.8	1.8	9.0	24.7	39.6
销售费用	10.9	12.7	57.3	113.9	132.0
管理费用	20.3	28.4	122.8	303.8	448.7
财务费用	3.2	6.1	11.6	17.3	23.8
资产减值损失	3.0	0.6	-	-	-
营业利润	51.9	61.4	165.6	335.4	434.5
加:营业外净收支	5.7	1.4	2.0	2.0	2.0
利润总额	57.6	62.8	167.6	337.4	436.5
减:所得税	7.7	7.4	30.2	67.5	91.7
净利润	49.9	55.3	137.4	269.9	344.9
资产负债表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	411.8	409.7	305.5	284.8	395.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	102.5	89.4	309.4	717.9	997.9
应收票据	24.0	24.3	74.0	166.5	253.1
预付帐款	10.7	6.6	11.1	22.2	37.8
存货	24.6	32.4	105.3	257.0	363.5
其他流动资产	0.0	134.0	139.8	150.6	158.0
固定资产	173.9	246.0	242.4	239.4	236.9
在建工程	5.6	3.5	4.3	4.9	5.4
无形资产	6.4	6.2	6.5	6.7	7.0
其他非流动资产	100.2	97.4	103.9	115.5	123.8
资产总额	859.5	1,049.5	1,302.1	1,965.4	2,579.0
短期债务	130.0	150.0	148.4	294.9	423.9
应付帐款	39.1	39.5	149.3	364.3	515.3
应付票据	12.9	21.8	49.6	120.9	171.0
其他流动负债	8.9	6.5	15.4	35.3	62.6
长期借款	32.0	133.3	133.3	133.3	133.3
其他非流动负债	7.8	18.0	23.8	34.6	42.0
负债总额	231.1	369.6	525.9	1,000.3	1,372.4
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	70.0	140.0	280.0	280.0	280.0
留存收益	558.4	540.0	496.2	685.2	926.6
股东权益	628.4	679.9	776.2	965.2	1,206.6
现金流量表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动产生现金流量	20.8	44.6	-31.4	-48.3	131.8
投资活动产生现金流量	-138.2	-142.6	-18.5	-20.5	-22.5
融资活动产生现金流量	459.5	90.7	-54.4	48.2	1.8

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**表3：公司 2013-2015 年财务指标预测**

财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	21.7%	11.2%	231.0%	132.0%	39.0%
营业利润增长率	14.9%	18.3%	169.8%	102.5%	29.6%
净利润增长率	21.1%	10.9%	148.3%	96.4%	27.8%
EBITDA 增长率	15.6%	49.6%	97.2%	89.4%	28.6%
EBIT 增长率	11.3%	22.3%	162.7%	99.1%	29.9%
NOPLAT 增长率	10.3%	26.6%	142.1%	94.2%	28.3%
投资资本增长率	8.6%	121.2%	38.8%	65.1%	28.2%
净资产增长率	260.3%	8.2%	14.2%	24.3%	25.0%
<b>利润率</b>					
毛利率	41.0%	44.9%	44.7%	41.9%	40.9%
营业利润率	23.3%	24.8%	20.2%	17.7%	16.5%
净利润率	22.4%	22.4%	16.8%	14.2%	13.1%
EBITDA/营业收入	30.2%	40.6%	24.2%	19.8%	18.3%
<b>EBIT/营业收入</b>	<b>24.8%</b>	<b>27.3%</b>	<b>21.6%</b>	<b>18.6%</b>	<b>17.4%</b>
<b>运营效率</b>					
固定资产周转天数	257	306	107	46	32
流动营业资本周转天数	134	284	189	152	170
流动资产周转天数	616	924	361	241	259
应收帐款周转天数	132	132	83	92	110
存货周转天数	41	41	30	34	42
总资产周转天数	969	1,390	517	310	310
投资资本周转天数	394	593	295	196	200
<b>投资回报率</b>					
ROE	7.9%	8.1%	17.7%	28.0%	28.6%
ROA	5.8%	5.3%	10.6%	13.7%	13.4%
ROIC	20.3%	23.6%	25.9%	36.2%	28.1%
<b>费用率</b>					
销售费用率	4.9%	5.1%	7.0%	6.0%	5.0%
管理费用率	9.1%	11.5%	15.0%	16.0%	17.0%
财务费用率	1.5%	2.4%	1.4%	0.9%	0.9%
<b>三费/营业收入</b>	<b>15.5%</b>	<b>19.0%</b>	<b>23.4%</b>	<b>22.9%</b>	<b>22.9%</b>
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.9%	35.2%	40.4%	50.9%	53.2%
<b>业绩和估值指标</b>					
<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	
EPS(元)	0.18	0.20	0.49	0.96	1.23
BVPS(元)	2.24	2.43	2.77	3.45	4.31
PE(X)	41.2	37.2	15.0	7.6	6.0
PB(X)	3.3	3.0	2.7	2.1	1.7
P/FCF	22.0	-15.7	-25.1	-22.6	18.6
P/S	9.3	8.3	2.5	1.1	0.8
<b>EV/EBITDA</b>	<b>2.1</b>	<b>9.1</b>	<b>10.4</b>	<b>6.3</b>	<b>5.2</b>

**分析师简介:**

**王凤华:** 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 金宇集团、浙江震元、中弘股份、中福实业、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队				
<b>华北区域</b>	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
<b>华东区域</b>	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
<b>华南区域</b>	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
<b>QFII</b>	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
<b>股票投资评级</b>	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
<b>行业投资评级</b>	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。