

江苏宏宝 (002071)

双赢置换，单边上涨，半程刚过

资产置换，增发及募集配套资金投资价值报告 推荐（首次）

目标价：18.00

2013年8月20日

分析师 黄海方

执业资格证书号码：S0600511010016

0512-62938653

huanghf@gs.jq.com.cn

盈利预测与估值

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	414.5	546.72	620.24	697.52
同比（%）	-13.2%	25.03%	13.45%	12.46%
净利润（百万元）	-54.9	180.42	207.21	226.69
同比（%）	NA	26.98%	14.85%	9.40%
毛利率（%）	16.8%	49.2%	49.4%	49.4%
每股收益（元）	-0.30	0.31	0.36	0.39

重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金公告

2013年8月7日，江苏宏宝与各交易对方签署了《重大资产置换及发行股份购买资产协议》。

本次重组有待公司股东大会审议并经证监会审批通过。

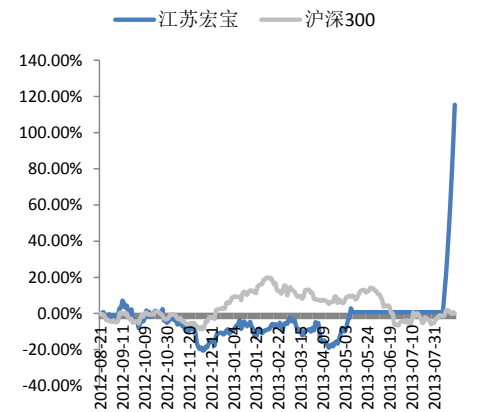
投资要点

■ **具体方案：**（一）**重大资产置换：**江苏宏宝以拥有的全部资产和负债作为置出资产与长城集团拥有的长城影视100%股份的等值部分进行置换。本次交易的置出资产作价为39,569.26万元，置入资产作价为229,051.76万元。（二）**发行股份购买资产：**置入资产作价超出置出资产作价的差额部分，由江苏宏宝向长城影视全体股东合计发行股份341,409,878股购买，价格为5.55元/股。（三）**发行股份募集配套资金：**江苏宏宝拟采用询价方式向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行股票募集配套资金总额不超过5亿元，募集配套资金的发行价格不低于9元/股，本次交易募集配套资金所发行股份数量不超过55,555,555股。

■ **本次交易效应 1+1>2。**本次交易完成前后，宏宝集团都持有上市公司股份76,292,196股，股东性质由控股股东转变为参股股东。但随着公司本次交易完成，原上市公司由机械股转变为传媒股，享受更高的估值和市值上升空间。红宝集团在手股份市值大幅增加。长城影视通过本次借壳上市，简化了上市流程，加快了踏入资本市场的步伐。相比其他IPO的公司，漫长的排队，焦虑的等待开闸，耗尽了精力来说，长城影视此举较为快捷有效。募集的配套资金可以用于扩充重组完成后上市公司电视剧制作及发行产能，投拍制作新的电视剧。借壳上市的功能与实质内容不比IPO少，但程序简单，速度快。

■ **本次交易完成后，长城影视的估值：**若配套募集股本为5555万股，则交易完成后，上市公司总股本为5.8亿股，总资产为10.73亿元（交易前长城影视总资产为5.73亿元，**募集配套资金5亿元后为10.73亿元**），行业属性为**传媒**。目前江苏宏宝收盘价为12.91元，按5.8亿股总股本计算，目前的市值为74.89亿元。尽管PE静态估值已经不低，但鉴于长城影视良好的成长率，优势的电视剧储备，强大的盈利能力，我们认为总市值还有一定增长空间。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	12.91
一年最低价/最高价	4.52 / 12.91
市净率	3.10
流通A股市值(百万元)	2325.9

基础数据

每股净资产（元）	1.65
资产负债率（%）	59.3
总股本（百万股）	184.02
流通A股（百万股）	180.16

1. 重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金公告

2013年8月7日，江苏宏宝与各交易对方签署了《重大资产置换及发行股份购买资产协议》，约定：协议经各方签字加盖公章、自然人签字之日起成立，经江苏宏宝董事会、股东大会批准，并经中国证监会核准后生效。

本次交易的整体方案分为重大资产重组和募集配套资金，具体包括：（1）重大资产置换；（2）发行股份购买资产；（3）发行股份募集配套资金。

具体方案如下：

（一）重大资产置换

江苏宏宝以拥有的全部资产和负债作为置出资产与长城集团等61位交易对方拥有的长城影视100%股份的等值部分进行置换。依据江苏中天出具的苏中资评报字（2013）第1047号评估报告书，本次交易的置出资产参照资产基础法的评估值作价为39,569.26万元，根据中企华出具的中企华评报字（2013）第3280号评估报告书，本次交易的置入资产——长城影视100%股份按收益法的评估值作价为229,051.76万元。

（二）发行股份购买资产

置入资产作价超出置出资产作价的差额部分，由江苏宏宝依据长城影视全体股东各自持有的长城影视股份比例向其发行股份购买，资产折股数不足一股的余额，计入江苏宏宝资本公积。江苏宏宝发行股份的价格不低于定价基准日前20个交易日均价，即5.55元/股。据此计算，江苏宏宝向长城影视全体股东合计发行股份341,409,878股。

（三）发行股份募集配套资金

江苏宏宝拟采用询价方式向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过5亿元，用于扩充重组完成后上市公司电视剧制作及发行产能，投拍制作新的电视剧。潜在控股股东长城集团已经出具承诺：本次交易募集的配套资金不会以任何形式、通过任何途径用于补充流动资金。募集配套资金的发行价格不低于9元/股，本次募集配套资金的股份发行定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十为4.99元/股，本次募集配套资金股份发行底价较之溢价80.36%。根据募集配套资金上限和发行底价计算，本次交易募集配套资金所发行股份数量不超过55,555,555股。

2. 资产置换的目的和双方的背景

2.1. 资产置换的目的

通过本次交易，将上市公司原有盈利能力较弱、未来发展前景不明的五金业务及形成企业财务负担的光伏业务置出，同时置入盈利能力较强，发展前景广阔的电视剧制作发行业务，实现上市公司主营业务的转型，从根本上改善公司的经营状况，增强公司的持续盈利能力和发展潜力，提高公司的资产质量和盈利能力，以实现上市公司股东的利益最大

化。

通过本次交易，实现长城影视同 A 股资本市场的对接，同时募集配套资金扩充其电视剧产能，可进一步推动长城影视的业务发展、提升其在行业中的综合竞争力和行业地位。借助资本市场平台，长城影视将拓宽融资渠道，提升品牌影响力，为后续发展提供推动力，同时也实现上市公司股东利益最大化。

2.2. 资产置产的背景

2.2.1. 上市公司盈利能力不强，未来发展前景不明

江苏宏宝成立于1999年，主营业务分为工具五金和锻件五金两大类，公司产品远销美国、欧洲。公司也获得高新技术产业称号。但是，受原材料、能源等生产要素价格及劳动力成本上涨、人民币相对于美元持续升值、国内经济增速放缓、市场需求疲软等不利因素的影响，公司盈利逐年下滑。

自2006年，在深圳证券交易所挂牌上市以来，公司一直谋求公司业务的扩张和转型。并于2010年和2011年，公司先后设立江苏宏宝光电科技有限公司和江苏宏宝光伏系统有限公司，分别占53%和60%的股权，从事太阳能硅片、组件生产和太阳能光伏发电系统的运营，公司业务向新能源行业转型。

但近年来，光伏行业发展进入低谷，且持续处于低迷状态，公司投资的太阳能硅片、组件项目，未投产即已产生巨额亏损。2012年，江苏宏宝光电科技有限公司发生筹建费用及计提的资产减值损失金额合计为11,207.10万元，直接导致上市公司亏损5,487.25万元。

短期内，光伏光电行业受欧债危机、补贴下调、经济增长放缓、美国双反政策及欧盟反倾销等因素影响，市场情况依旧不容乐观，公司太阳能硅片、组件项目能否正常生产经营存在重大不确定性。同时，全球经济复苏仍不确定，上市公司传统五金业务未来增长前景不明，上市公司主营业务的持续增长及盈利能力无法得到有效保证。

2.2.2. 长城影视具有较强的盈利能力，未来发展空间广阔

本次拟置入资产为长城影视100%股份，长城影视主营业务为电视剧的投资、制作、发行及广告等衍生业务，所处行业为文化传媒业，符合国家政策导向，具有较好的盈利能力和发展空间。长城影视2011年营业收入和归属于母公司所有者净利润分别为37,065.58万元和12,644.53万元，2012年营业收入和归属于母公司所有者净利润分别达到43,728.81万元和14,208.47万元。

随着我国国民经济的持续增长、人民物质生活水平的不断提高，以及文化体制改革的深入推进和国家连续出台多项政策大力支持文化产业发展等有利条件，我国文化产业不断增长，电视剧作为丰富精神文化需求的重要产品，行业市场规模持续快速增长。长城影视作为具有丰富经验和知名品牌的大型电视剧制作机构，未来发展空间广阔，但作为未上市的轻资产型公司，长城影视的融资渠道有限，在需求持续增长的同时

面临产能不足。

2.3. 尚需履行的决策过程

- 1、本次交易需经本公司股东大会审议通过，且获得公司股东大会对长城集团及其一致行动人赵锐均、杨逸沙、陈志平及冯建新因本次交易免于发出收购要约的批准；
- 2、本次交易构成重大资产重组及借壳上市，需经中国证监会并购重组审核委员会审核通过，并获得中国证监会的核准；
- 3、本次交易需获得中国证监会关于同意豁免长城集团及其一致行动人要约收购义务的批复。

3. 资产置换后，大股东易主长城影视

3.1. 交易完成后，控股股东为长城集团，宏宝集团转为参股股东

在本次重大资产重组中，江苏宏宝五金股份有限公司拟以拥有的全部资产和负债作为置出资产与长城影视文化企业集团有限公司等 61 家公司、合伙企业、自然人拥有的长城影视 100% 股份的等值部分进行置换，置入资产作价超过置出资产作价的差额部分，由公司依据长城影视全体股东各自持有的长城影视股份比例向其发行股份购买；在前述重大资产置换及发行股份购买资产实施后，拟采用询价方式向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过 5 亿元。

本次重组有待公司股东大会审议并经证监会审批通过。

根据《重大资产置换及发行股份购买资产协议》，上市公司控股股东宏宝集团将最终承接置出资产；本次交易完成后，长城集团将成为本公司的控股股东。

本次交易前，上市公司总股本为 18,402 万股。根据交易方案，本次发行股份购买资产拟发行 341,409,878 股股份，募集配套资金拟发行股份数不超过 55,555,555 股。交易完成后，长城集团将持有本公司 180,731,553 股股份，成为本公司的控股股东，赵锐勇、赵非凡父子将成为本公司的实际控制人。

图表 1 江苏宏宝资产置换后、发行股份后，交易双方持股比例的变化。

股东名称	本次交易前		本次重组完成后		本次交易完成后	
	股份数量	股份比例	股份数量	股份比例	股份数量	股份比例
宏宝集团	76,292,196.00	41.46%	76,292,196.00	14.52%	76,292,196.00	13.13%
长城集团			180,731,553.00	34.40%	180,731,553.00	31.11%
特定机构投资者					55,555,555.00	9.56%

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

本次资产置换后，宏宝集团由原来的控股股东变为参股股东，本次交易完成后，持股数量不变为 7629 万股，持股比例由 41.46% 下降到

13.13%；大股东转换为长城集团，本次交易完成后，持股 18073 万股，持股比例为 31.11%。

3.2. 长城影视基本情况

长城影视前身系原东阳蓝海影视制作有限公司，由赵非凡独资出资组建，成立时注册资本 100.00 万元。2010 年 11 月 25 日，公司名称变更为长城影视有限公司。长城有限以 2011 年 2 月 28 日为基准日，整体变更为股份有限公司，注册资本 8,400.00 万元，股份总数 8,400.00 万股。经历次股权变更，长城影视目前注册资本为人民币 15,481.80 万元，股份总数 15,481.80 万股。

长城影视属广播电影电视行业，经营范围：制作、复制、发行：专题、专栏、综艺、动画片、广播剧、电视剧；一般经营项目：影视服装道具租赁；影视器材租赁；影视文化信息

咨询；企业形象策划；会展会务服务；摄影服务；制作、代理、发布：户内外各类广告及影视广告（上述经营范围不含国家法律法规规定禁止、限制和许可经营的项目）。主要产品：电视剧、纪录片等。

3.3. 注入资产情况-长城影视盈利预测

2010 年以来，长城影视一直专注于电视剧的投资、制作、发行及广告等衍生业务，主营业务所形成的主要产品是用于电视台、在线视频网站等渠道播放的电视剧作品。主要盈利模式在于策划并投资、拍摄、制作完成电视剧，形成可售的电视剧作品，与电视台、在线视频网站等播放平台签订发行合同，将电视剧播映权、信息网络传播权等相关版权对外转让并获取发行收入。除电视剧外，长城影视还少量从事电视纪录片的投资、制作、发行及广告等衍生业务。

自成立以来，长城影视始终坚持“以主流价值为导向、以市场价值为根基”、“打造最具影响力精品大剧”的经营理念和业务定位，潜心打造和提升各业务环节的竞争力，并坚持全流程市场导向和全流程控制整合的独家运作经营模式，引入业内数名优秀编剧、导演和演员成为股东并建立长期合作关系，投拍并获得发行许可的电视剧规模从 2009 年的 1 部 40 集，迅速扩张到 2012 年的 6 部 283 集，并有望在 2013 年达到 10 部 470 集。

2011 年和 2012 年长城影视的毛利率水平平均超过 50%，净资产收益率分别达到 48.69%和 33.25%，处于业内领先。

在公司公告的《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》（草案）中，对长城影视的未来的业绩作了部分预测，预测的尺度较为保守，我们在这里全部引用。长城影视未来三年的复合增长率在 15%以上，增长情况良好。

图表 2 长城影视营业收入预测 (万元)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	37,065.58	43,728.81	54,672.03	62,024.18	69,752.02	77,397.36	84,728.54	92,333.98
YOY		17.98%	25.03%	13.45%	12.46%	10.96%	9.47%	8.98%
营业利润	16,195.52	16,329.71	23,402.83	26,391.71	29,754.66	33,064.95	36,304.69	39,599.11
YOY		0.83%	43.31%	12.77%	12.74%	11.13%	9.80%	9.07%
归属母公司净利润	12,644.52	14,208.47	18,041.77	20,721.22	22,669.41	24,767.16	27,113.13	29,546.87
YOY		12.37%	26.98%	14.85%	9.40%	9.25%	9.47%	8.98%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

长城影视收入主要来源于电视剧作品的发行, 另外含少量广告、电视纪录片业务收入, 自成立以来, 公司主营业务未发生重大变化。最近两年及一期, 长城影视营业收入情况如下:

图表 3 长城影视各项业务占比 (万元, %)

项目	2013 年 1-4 月		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
电视剧	8,035.20	99.87	43,336.12	99.10	36,784.76	99.24
纪录片	9.81	0.12	188.11	0.43	130.62	0.35
广告及其他	0.75	0.01	204.58	0.47	150.20	0.41
合计	8,045.76	100.00	43,728.81	100.00	37,065.58	100.00

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

截至 2013 年 4 月 30 日, 长城影视 2011 年和 2012 年独家投资摄制、取得发行许可证的电视剧均已全部或部分完成首轮发行。2011 年和 2012 年取得发行许可证的电视剧单集销售收入和全剧销售收入如下表所示:

同时, 近年来, 长城影视预计总收入较为准确, 已经完成首轮销售的电视剧实际实现收入和预计总收入之比均在 100% 左右, 差异较小。

图表 4 长城影视 2011-2012 单项电视剧收入情况 (万元)

电视剧名称	发行年度	集数	单集销售收入	累计收入	实际/预期
盖世英雄方世玉	2011	36	83.73	3014.45	102.54%
旗袍旗袍	2011	43	152.72	6567.17	98.87%
武则天秘史	2011	50	192.4	9620.15	99.99%
新乌龙山剿匪记	2011	46	197.9	9103.43	99.70%
独立纵队	2011	44	146.87	6462.06	102.75%
从将军到士兵	2011	50	33.91	1695.53	
太平公主秘史	2012	45	257.89	11605.1	99.11%
隋唐英雄 1,2	2012	102	170.45	17386.16	99.35%
五星红旗迎风飘扬 2	2012	45	121.43	5464.14	100.00%
血色黎明	2012	45	61.59	2771.71	
五台山抗日传奇女兵排	2012	46	104.85	4823.26	

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 本次交易的效应：1+1>2

4.1. 江苏宏宝集团公司市值大增

本次交易完成前后，宏宝集团都持有上市公司股份 76,292,196 股，股东性质由控股股东转变为参股股东。但随着公司本次交易完成，原上市公司由机械股转变为传媒股，享受更高的估值和市值上升空间。红宝集团在手股份市值大幅增加。

江苏红宝传统业务受到经济周期下滑的拖累难以实现增长；此外原本依赖出口的五金工具也“两头受气”，江苏宏宝的五金工具直供国外一线品牌“史丹利”，产品质量和价格均较高，金融危机后外围需求下滑，内部需求未达到高端档次；新业务光伏电池制造和高铁锻件制造投资，订单和收益率大大低于预期。上市公司为此投资产生了各项借款共计 3.9 亿元，其中股权质押借款 8750 万元。产生各项财务费用约 2500 万元，该笔费用甚至超过了江苏宏宝息税前收入。

通过本次交易，集团公司可利用增长的股份市值，为江苏红宝原有资产进行扶持，同时对江苏红宝多年来忠实的投资者给予丰厚的回报。

4.2. 长城影视借壳上市，加快踏入资本市场

长城影视通过本次借壳上市，简化了上市流程，加快了踏入资本市场的步伐。相比其他 IPO 的公司，漫长的排队，焦虑的等待开闸，耗尽了精力来说，长城影视此举较为快捷有效。募集的配套资金可以用于扩充重组完成后上市公司电视剧制作及发行产能，投拍制作新的电视剧。借壳上市的功能与实质内容不比 IPO 少，但程序简单，速度快。

4.3. 交易完成后，长城影视的估值区间

若配套募集股本为 55,555,555 股，则交易完成后，上市公司总股本为 5.8 亿股，总资产为 10.73 亿元（交易前公司公告长城影视总资产为 5.73 亿元，募集配套资金 5 亿元后为 10.73 亿元），行业属性为传媒。目前江苏宏宝收盘价为 12.91 元，按 5.8 亿股总股本计算，目前的市值为 74.89 亿元。尽管 PE 静态估值已经不低，但鉴于长城影视良好的成长率，优势的电视剧储备，强大的盈利能力，我们认为总市值还有一定增长空间。

图表 5 长城影视与类比上市公司规模、市值及静态 PE 估值比较 (2012 年, 亿元), (市值时间节点 2013 年 8 月 20 日)

	主营	资产规模	收入	净利润	市值 (目前)	P/E (静态)
000917.SZ	电广传媒 有线电视网络	133.58	40.64	5.87	137.66	23.46
002238.SZ	天威视讯 有线电视网络	19.69	9.00	1.28	41.84	32.77
300027.SZ	华谊兄弟 影视动漫	41.38	13.86	2.44	237.50	97.17
300133.SZ	华策影视 电视剧、动漫	17.67	7.21	2.15	167.91	78.08
300251.SZ	光线传媒 电影、广播电视节目	21.57	10.34	3.10	192.01	61.89
300291.SZ	华录百纳 电视剧、电影	10.90	3.93	1.17	52.18	44.60
300336.SZ	新文化 电视剧、电影	10.31	3.86	0.91	37.39	41.29

600088.SH	中视传媒	营销服务	18.59	12.29	0.45	47.23	104.46
600831.SH	广电网络	有线电视网络	40.00	17.24	1.40	45.53	32.48
601929.SH	吉视传媒	有线电视网络	55.38	17.64	3.83	114.94	29.97
300104.SZ	乐视网	互联网电视	29.01	11.67	1.94	243.50	125.39
002071	长城影视	电视剧制作发行	10.73	4.37	1.42	74.89	52.74

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6 长城影视与类比上市公司的运营能力、成长能力、盈利能力比较 (亿元, 亿股)

			三年净利润复			收盘价	股本
			应收账款	合增长率	毛利率		
000917.SZ	电广传媒	有线电视网络	3.71	171.19	40.88	13.55	10.16
002238.SZ	天威视讯	有线电视网络	0.23	17.76	39.69	13.06	3.20
300027.SZ	华谊兄弟	影视动漫	10.01	42.45	50.62	39.27	6.05
300133.SZ	华策影视	电视剧、动漫 电影、广播电视节 目	3.34	57.05	53.92	29.00	5.79
300251.SZ	光线传媒	目	6.20	70.39	43.62	37.92	5.06
300291.SZ	华录百纳	电视剧、电影	2.30	74.68	44.38	39.53	1.32
300336.SZ	新文化	电视剧、电影	2.55	108.17	41.73	38.95	0.96
600088.SH	中视传媒	营销服务	2.21	-26.63	11.25	14.25	3.31
600831.SH	广电网络	有线电视网络	0.37	21.52	42.94	8.08	5.63
601929.SH	吉视传媒	有线电视网络	0.80	41.48	49.96	7.83	14.68
300104.SZ	乐视网	互联网电视	3.71	63.45	41.38	30.66	7.94
002071	长城影视	电视剧制作发行	3.74	18.00	53.56	12.91	5.80

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

5. 风险提示

公司应收账款账面净额较大, 2011 年末和 2012 年末账面净值分别为 20,649.48 万元和 33,725.82 万元, 占同期期末流动资产的比例分别为 47.67% 和 60.70%。预期此种状况将继续存在, 一方面将增加公司的资金周转压力, 可能提升资金成本和财务风险 另一方面如果出现不能及时收回或无法收回的情况, 将对公司业绩和生产经营产生不利影响。

本次交易构成重大资产重组及借壳上市, 需经中国证监会并购重组审核委员会审核通过, 并获得中国证监会的核准。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： (0512) 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>