



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备：通用机械

杨绍辉*

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001
(8621)20328569
shaohui.yang@bocichina.com

闵琳佳

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080002
(8621)20328512
linjia.min@bocichina.com

*曾帅为本报告重要贡献者

恒锋工具：并购上优工具， 累计业绩承诺将达 6,700 万元，未来高成长可期待

【并购公告及标的公司概况】

1. 恒锋工具(300488.CH/人民币 79.31, 未有评级)发布公告：拟通过向特定对象非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买叶志君、陈连军、鹰潭盛瑞、夏雪琴等 21 名交易对方持有的上优刀具 100% 股权。并将于 2016 年 10 月 24 日（星期一）开市起复牌。
2. 标的公司上优刀具的评估值为 19,400 万元、经交易各方充分协商整体价值确定为 19,380 万元，其中以发行股份方式向交易对方合计支付 14,000 万元、占交易总对价的 72.24%，由上市公司向交易对方非公开发行股份并于发行结束日一次性支付完成，以现金方式向交易对方合计支付 5,380 万元，占交易总对价的 27.76%。
3. 各方同意，如果本次交易在 2016 年实施完毕，利润补偿期内交易对方对于标的公司的业绩承诺为 2016 年 1,450 万元、2017 年为 1,850 万元、2018 年为 2,300 万元。若本次交易未能在 2016 年实施完毕，则 2019 年承诺净利润数为 2,625 万元。鉴于目前并购重组的审核进度，在 2017 年完成并购的概率更大，对应的净利润承诺为 2017 年 1,850 万元、2018 年 2,300 万元和 2019 年 2,625 万元，累计 6,775 万元。
4. 10 月 14 日公司业绩预报：前三季度归属于上市公司股东的净利润 4,756.56~5,757.94 万元、同比增长-5%~15%，其中第三季度净利润为 1,657.19~2,025.45 万元、同比增长-10%~10%，总体业绩持平。

【点评分析】

1. 公司核心成长逻辑为内生与外延并举。内生业务依靠以汽车产业链为主的齿轮加工领域，未来有望在燃气轮机和航空发动机领域取得进展；外延业务将整合工具领域资源，参考瑞典山特维克(SAND.ST/100.40 欧元, 未有评级)的产业并购发展。从目前公司并购浙江上优工具的案例来看，未来刀具领域的整合将加速。
2. 公司与上优工具的协同关系之一体现在技术互补、产品线延伸。公司是拉刀和花键量具的细分行业龙头，其中作为定制刀具的拉刀业务已经跻身世界前六（在国内已超越秦川机床子公司汉江工具和哈尔滨第一工具厂）。上优刀具的主营业务为高精度复杂齿轮刀具的设计、研发、生产与销售，其多项产品双切滚刀、干切滚刀、斜齿插齿刀、径向剃刀、多头蜗轮蜗杆滚刀等在行业中处于领先地位。形象的理解二者关系为各自擅长“内齿轮”（即花键）和“外齿轮”的加工，从技术上看相互存在互补，从产品线的角度来看是相互延伸的关系。

3. **公司与上优工具的协同关系之二体现在市场互补。**公司的客户主要在汽车、航空、汽轮机等几大行业，主要客户为上汽齿（已更名为上汽变速箱）、纳铁福、上海大众、上海通用、本田、双环、许昌远东传动、天津天海、中国重汽、潍柴动力、株洲齿轮、浙江中马、南方动力、西安航空、西安飞机、沈阳黎明、上海汽轮机厂、哈尔滨汽轮机、东方汽轮机、杭州汽轮机等优质公司，其中上海大众是目前最大的终端用户。上优工具的产品主要应用于汽车、风电、矿山机械、重型机械、机床、船舶、机车车辆等行业，已经进入了三一重型能源装备有限公司、浙江双环传动机械股份有限公司等大型装备制造企业的供应商体系。二者从客户和优势领域方面均有互补关系，且都有一定的优质客户群，可见产品质量优异、品牌价值高。
4. **公司的主营业务收入和净利润均稳定增长。**根据半年报数据：收入 9,452 万元、同比增长 8.76%，归属上市公司股东的净利润 3,548 万元、同比增长 12.07%。业绩增速放缓，主要是因为汽车消费需求放缓、行业进入平稳增长期。但企业在技术创新、内部管理等方面表现出色，竞争力强，仍能保持持续的增长。公司也是核心基础件供应商，具有极高的稀缺性，是“中国制造 2025-工业强基”板块和“两机专项”相关联的核心企业，未来将承担航空发动机和燃气轮机的国产化等重要任务。

图表 1. 2016 年半年报主营业务分产品销售情况(单位：百万元)

分产品	营业收入	占比(%)	同比增长(%)	毛利率(%)	毛利率同比变动 (百分点)
精密复杂刃量具	67.22	71.12	3.37	63.21	(3.27)
精密高效刀具	15.02	15.89	7.37	31.15	3.62
精磨改制和加工服务	11.76	12.44	70.79	60.40	-
合计	94.52	100	8.76	57.88	(4.01)

资料来源：公司公告、中银证券

5. 标的公司上优刀具的交易价值为 19,380 万元，其中以发行股份方式向交易对方合计支付 14,000 万元，以现金方式支付 5,380 万元。如果本次交易在 2016 年实施完毕，2016 年~2018 年业绩承诺为 1,450 万元、1,850 万元和 2,300 万元；若未能在 2016 年实施完毕，则 2019 年承诺净利润数为 2,625 万元。对应 2016 年和 2017 年承诺业绩分别为 13.37 倍和 10.48 倍市盈率。

图表 2. 2016 年半年报主营业务分产品销售情况(单位：万元)

年份	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
上优工具数据						
收入	2,944.15	6,663.10	5,452.00	7,400.00	9,200.00	10,500.00
收入同比增长(%)	-	126.32	(18.18)	35.73	24.32	14.13
扣非后净利润/承诺净利润	510.58	978.79	1,450.00	1,850.00	2,300.00	2,625.00
利润同比增长(%)	-	91.70	48.14	27.59	24.32	14.13
净利率(%)	17.34	14.69	26.60	25.00	25.00	25.00
上市公司数据						
收入	17,323.16	18,385.78	-	-	-	-
收入同比增长(%)	16.31	6.13	-	-	-	-
扣非后净利润	6,514.17	6,246.80	-	-	-	-
利润同比增长(%)	20.79	(4.1)	-	-	-	-
净利率(%)	39.27	37	-	-	-	-

资料来源：公司公告、中银证券

注：收入按照 25% 的净利率和承诺净利润反推；业绩承诺为 3 年期，若在 2017 年完成并购则按照 2017 年~2019 年业绩承诺执行。

图表 3. 各交易对方的交易对价、支付方式及金额的具体情况

序号	交易对方名称	交易对方在标的公司的持股比例	对价支付方式及金额			
			转让对价(元)	现金对价金额(元)	股份对价金额(元)	股份对价数量(股)
1	叶志君	23.52%	45,581,760	12,653,760	32,928,000	523,581
2	陈连军	16.48%	31,938,240	8,866,240	23,072,000	366,863
3	鹰潭盛瑞	13.00%	25,194,000	6,994,000	18,200,000	289,394
4	夏雪琴	10.00%	19,380,000	5,380,000	14,000,000	222,611
5	叶梦娅	10.00%	19,380,000	5,380,000	14,000,000	222,611
6	夏香云	4.00%	7,752,000	2,152,000	5,600,000	89,045
7	叶君芬	4.00%	7,752,000	2,152,000	5,600,000	89,045
8	陈领斐	3.00%	5,814,000	1,614,000	4,200,000	66,783
9	朱云莲	2.00%	3,876,000	1,076,000	2,800,000	44,522
10	叶君华	2.00%	3,876,000	1,076,000	2,800,000	44,522
11	王建波	2.00%	3,876,000	1,076,000	2,800,000	44,522
12	游奕跃	1.00%	1,938,000	538,000	1,400,000	22,261
13	张旭	1.00%	1,938,000	538,000	1,400,000	22,261
14	赵群英	1.00%	1,938,000	538,000	1,400,000	22,261
15	郑如明	1.00%	1,938,000	538,000	1,400,000	22,261
16	颜云莲	1.00%	1,938,000	538,000	1,400,000	22,261
17	徐菊连	1.00%	1,938,000	538,000	1,400,000	22,261
18	王斌	1.00%	1,938,000	538,000	1,400,000	22,261
19	林雪芬	1.00%	1,938,000	538,000	1,400,000	22,261
20	金兵德	1.00%	1,938,000	538,000	1,400,000	22,261
21	林伯友	1.00%	1,938,000	538,000	1,400,000	22,261
	合计	100.00%	193,800,000	53,800,000	140,000,000	2,226,109

资料来源：公司公告、中银证券

6. **公司未来增长点：**工具（刀具）消费比例提升，尤其高端刀具的进口替代需求更加旺盛；与上优工具协同发展、拓宽客户领域，尤其是进入其他车企的供应链；紧跟国家“两机专项”需求布局，在燃气轮机和航空发动机领域取得领先优势地位；外延并购其他刀具制造商，分享国内 300 亿规模的刀具市场。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371