

新宏泰 (603016)

证券研究报告

2017年09月10日

拟收购天宜上佳，高铁闸片国产化稀缺标的值得期待

1、新宏泰 9 月 7 日复牌，公告收购轨交闸片制造商天宜上佳。拟以 43.2 亿元的价格向天宜上佳全体股东发行股份及支付现金购买其合计持有的天宜上佳 100% 的股权。本次交易价格中的 2.5 亿元以现金方式支付，40.7 亿元以新宏泰向交易对方发行股份的方式支付。同时，公司拟通过询价方式，向不超过十名特定投资者募集配套资金 7.85 亿元用于现金支付与高铁制动材料研发及智能生产线。公司将实现断路器关键部件、低压断路器及刀熔开关的研发、生产与销售，及动车组粉末冶金闸片及机车、城轨车辆闸片、闸瓦产品的双主业驱动，实现跨越式多元化发展。

2、本次收购前后股权结构发生重大变化，但实际控制人不变。本次交易完成后（在不考虑本次配套募集资金发行股份的情况下），赵汉新、赵敏海、沈华、余旭作为一致行动人分别持有公司 20.00%、6.93%、3.05%、0.42% 的股份（合计持股比例为 30.40%），赵汉新仍为公司的第一大股东，赵汉新、赵敏海仍为上市公司实际控制人。而交易对手方吴佩芳、久太方合、释加才让将分别持有新宏泰 17.67%、2.15% 及 0.17% 的股份。

赵汉新、赵敏海及其一致行动人沈华、余旭**承诺延长锁定至本次发行结束之日起 60 个月**，上述锁定期内无减持公司股份的计划；除本次交易外，吴佩芳及其一致行动人未来 60 个月内不存在增持公司股份的计划。

3、本次收购对价对应 2017 年业绩承诺的 PE 为 18.94X。本次收购对价为 43.2 亿元，而天宜上佳 2017-2019 年的承诺业绩分别为经审计的扣非后归母净利润不低于 22,814.70 万元、26,281.45 万元和 30,341.07 万元。

4、业绩承诺不达预期的补偿协议较为特殊：1) 标的公司业绩承诺期**累计实现的净利润之和**不低于 79,437.22 万元，则利润承诺方无需对新宏泰进行补偿；2) 利润承诺方中各方当期应**暂计补偿金额**=(截至当期期末**累计承诺净利润数**-截至当期期末**累计实际实现的净利润数**)÷79,437.22 万元×利润承诺方中各方于本次交易获得的全部对价-利润承诺方中各方**累计已暂计补偿金额**；3) 若出现需要**暂计补偿金额**的情况，吴佩芳将**优先以本次交易所获的新宏泰股份暂计补偿**，不足时以其所获现金对价**暂计补偿**，而利润承诺方中除吴佩芳之外的其他方应以本次交易所获的新宏泰股份**暂计补偿**。

5、天宜上佳是闸片国产化龙头。闸片市场每年总规模约 40-50 亿。如果按照出货量计算，2015 年度、2016 年度，天宜上佳在高铁闸片市场的占有率分别为 13.50%、19.86%。公司报告期内天宜上佳**累计销售动车组粉末冶金闸片 41.45 万片**。2015 年至 2017 年 1-4 月营业收入分别为 27,463.76 万元、47,149.85 万元、21,318.90 万元，净利润分别为 8,866.62 万元、19,696.99 万元、9,400.52 万元。尽管高铁闸片价格持续下降，但公司净利率仍维持 40% 以上的超高水平。预计未来经营业绩将持续保持平稳增长态势。

盈利预测及投资建议：不考虑收购备考的情况下，预计 2017-2019 年公司归母净利润分别为 0.69、0.73、0.77 亿元，对应 PE 为 73.9、70.1、66.5。如本次收购顺利完成，则预计 2017-2019 年公司归母净利润分别为 2.97、3.36、3.80 亿元，在不考虑募集配套资金的情况下股本变为 2.89 亿股，对应 PE 为 33.61、29.77、26.32。首次覆盖并给与买入评级。

风险提示：本次收购仍存在过会风险、国家轨交规划建设不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	394.54	377.22	388.54	400.19	412.20
增长率(%)	(0.82)	(4.39)	3.00	3.00	3.00
EBITDA(百万元)	92.57	86.78	87.52	91.59	95.88
净利润(百万元)	65.88	65.94	69.41	73.19	77.10
增长率(%)	(2.76)	0.10	5.26	5.43	5.34
EPS(元/股)	0.44	0.45	0.47	0.49	0.52
市盈率(P/E)	77.83	77.76	73.87	70.06	66.51
市净率(P/B)	11.19	6.29	5.79	5.35	4.95
市销率(P/S)	13.00	13.59	13.20	12.81	12.44
EV/EBITDA	0.00	70.48	54.72	51.34	48.06

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	电气设备/高低压设备
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	34.61 元
目标价格	43 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	148.16
流通 A 股股本(百万股)	70.46
A 股总市值(百万元)	5,127.82
流通 A 股市值(百万元)	2,438.62
每股净资产(元)	5.36
资产负债率(%)	10.34
一年内最高/最低(元)	66.13/27.21

作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004	
zourunfang@tfzq.com	
朱晔	联系人
zhuyue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	225.40	269.11	359.58	449.93	548.60
应收账款	91.00	90.41	93.07	91.47	94.02
预付账款	1.62	1.31	1.81	1.26	1.75
存货	67.89	67.55	73.19	67.44	74.03
其他	35.42	295.25	285.86	302.06	286.64
流动资产合计	421.34	723.63	813.50	912.16	1,005.05
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	71.94	113.93	103.66	93.38	83.10
在建工程	35.76	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	36.76	85.78	82.72	79.67	76.61
其他	15.34	3.94	0.00	(0.00)	0.00
非流动资产合计	159.79	203.66	186.38	173.05	159.71
资产总计	581.13	927.29	999.88	1,085.20	1,164.76
短期借款	19.60	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	69.54	75.09	74.11	83.13	80.87
其他	18.27	19.38	20.25	19.35	19.65
流动负债合计	107.41	94.48	94.37	102.48	100.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.35	0.35	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.35	0.35	0.00	0.00	0.00
负债合计	107.76	94.83	94.37	102.48	100.52
少数股东权益	15.09	16.90	20.55	24.57	28.99
股本	111.11	148.16	148.16	148.16	148.16
资本公积	21.65	275.93	275.93	275.93	275.93
留存收益	347.17	667.40	736.81	810.00	887.09
其他	(21.65)	(275.93)	(275.93)	(275.93)	(275.93)
股东权益合计	473.37	832.46	905.52	982.72	1,064.24
负债和股东权益总	581.13	927.29	999.88	1,085.20	1,164.76

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	69.02	70.21	69.41	73.19	77.10
折旧摊销	15.09	16.58	13.33	13.33	13.33
财务费用	0.12	0.26	(2.35)	(3.02)	(3.73)
投资损失	0.00	(2.90)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1.88)	(240.53)	4.08	(0.19)	3.82
其它	6.58	238.32	3.64	4.02	4.42
经营活动现金流	88.93	81.95	88.13	87.32	94.95
资本支出	16.78	71.84	0.35	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(46.18)	(377.72)	(0.35)	0.00	0.00
投资活动现金流	(29.40)	(305.88)	0.00	0.00	0.00
债权融资	19.60	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1.56	294.05	2.35	3.02	3.73
其他	(44.11)	(26.85)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(22.95)	267.20	2.35	3.02	3.73
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	36.58	43.28	90.48	90.35	98.67

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	394.54	377.22	388.54	400.19	412.20
营业成本	232.64	217.23	224.19	230.11	235.78
营业税金及附加	4.50	5.64	4.27	4.40	4.53
营业费用	16.34	17.90	18.26	18.81	18.96
管理费用	63.40	68.36	66.83	68.03	69.66
财务费用	(1.56)	(2.72)	(2.35)	(3.02)	(3.73)
资产减值损失	0.18	0.78	0.80	0.59	0.72
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.90	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	(5.79)	0.00	0.00	0.00
营业利润	79.05	72.92	76.53	81.27	86.27
营业外收入	1.80	9.20	9.00	9.00	9.00
营业外支出	0.72	0.57	0.78	0.69	0.68
利润总额	80.13	81.55	84.75	89.58	94.59
所得税	11.11	11.34	11.70	12.38	13.07
净利润	69.02	70.21	73.06	77.20	81.52
少数股东损益	3.14	4.27	3.64	4.02	4.42
归属于母公司净利润	65.88	65.94	69.41	73.19	77.10
每股收益(元)	0.44	0.45	0.47	0.49	0.52

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-0.82%	-4.39%	3.00%	3.00%	3.00%
营业利润	-3.21%	-7.75%	4.95%	6.19%	6.15%
归属于母公司净利润	-2.76%	0.10%	5.26%	5.43%	5.34%
获利能力					
毛利率	41.03%	42.41%	42.30%	42.50%	42.80%
净利率	16.70%	17.48%	17.87%	18.29%	18.70%
ROE	14.38%	8.09%	7.84%	7.64%	7.45%
ROIC	26.39%	23.96%	11.43%	12.35%	13.35%
偿债能力					
资产负债率	18.54%	10.23%	9.44%	9.44%	8.63%
净负债率	-20.38%	-16.49%	-19.25%	-26.99%	-32.65%
流动比率	3.92	7.66	8.62	8.90	10.00
速动比率	3.29	6.94	7.85	8.24	9.26
营运能力					
应收账款周转率	4.38	4.16	4.24	4.34	4.44
存货周转率	5.18	5.57	5.52	5.69	5.83
总资产周转率	0.71	0.50	0.40	0.38	0.37
每股指标(元)					
每股收益	0.44	0.45	0.47	0.49	0.52
每股经营现金流	0.60	0.55	0.59	0.59	0.64
每股净资产	3.09	5.50	5.97	6.47	6.99
估值比率					
市盈率	77.83	77.76	73.87	70.06	66.51
市净率	11.19	6.29	5.79	5.35	4.95
EV/EBITDA	0.00	70.48	54.72	51.34	48.06
EV/EBIT	0.00	87.13	64.55	60.09	55.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com