



更优方案值得期待

中信证券研究部

2014年11月13日

曾豪

电话：021-20262107

邮件：zenghao@citics.com

执业证书编号：S1010511020001

联系人：刘建义

电话：021-20262138

邮件：liujianyi@citics.com

投资评级

买入（维持）

当前价：19.43 元

目标价：30.00 元

事项：

11月12日晚间，公司公告董事会决定终止向中企新兴南京创业投资基金中心（有限合伙）等六名交易方发行股份及支付现金购买其持有的常州天马集团有限公司（原建材二五三厂）68.48%股权。对此我们点评如下：

点评：

终止原有增发方案或是更优方案出台前奏

我们认为，公司终止原有增发方案并非放弃收购天马集团之战略目标。与此相反，在公司未来战略布局中，天马集团是重要一环，其收购天马集团意愿强烈。由于增发再次启动至完成仍需一定时日，加之证监会审核仍存一定风险，为确保控股天马集团尽快完成，公司决定终止原有增发方案，我们预计更优方案或将出台。

替代方案中，预计使用现金快速获得控股权概率最大

基于对于公司并未放弃收购天马集团之判断，我们模拟出三种收购替代方案，并对其分析如下：

方案一：使用现金先行收购天马集团部分股权至 50%以上从而获得控股权，后续再收购全部剩余股权。一方面，公司目前负债率不到 30%，适度提升负债率有利于平衡资本结构；另一方面，使用现金收购快速获得控股权避免错过战略扩张时机之风险。

方案二：使用现金收购天马集团全部剩余股权。一方面，我们判断全额收购或将使公司负债率超过 50%，而公司由于各项业务快速发展，本身资金需求较为旺盛，届时公司资金将更为紧张；另一方面，全额收购涉及天马集团内部各股东对于支付对价博弈问题，时间成本更高。

方案三：使用现金逐步收购各股东股权（先收购剩余少数股权-控股权-全部剩余股权）。不同时间点不同先后顺序收购天马集团更易导致收购进程低于预期。

基于对于公司收购天马集团意愿强烈及紧迫性之判断，我们认为方案一可能性最大。假设公司参照方案一执行，一方面，可尽快获得天马集团控股权从而加快其战略布局；另一方面，放弃增发股份可避免 EPS 被摊薄之风险，适度提升负债率推动资本结构更趋平衡。

至于方案一中现金收购股权对象，考虑到天马集团股权结构，公司有多种方式达到收购目的，我们预计先行收购或将以常州本地股东所持股权为主。

表 1：天马集团股东结构

股东名称	股东出资额（万元）	持股比例
中企新兴南京创业投资基金中心	3,565.26	35.76%
江苏长海复合材料股份有限公司	3,142.34	31.52%
常州常以创业投资中心（有限合伙）	518.53	5.20%
苏州华亿创业投资中心（有限合伙）	259.27	2.60%
常州联泰股权投资中心（普通合伙）	1,048.77	10.52%
常州海天创业投资中心（有限合伙）	907.46	9.10%
合计	9,969.48	100%

资料来源：公司公告

风险因素：

新产品推广进度较慢、原材料价格大幅上涨等。

盈利预测、估值及投资建议

基于对公司各项产品销售情况的判断，我们维持公司 2014/2015/2016 年 EPS 分别为 0.85/1.23/1.70 元之预测；鉴于公司业绩高成长性，并参考行业平均估值水平，给予公司 2015 年 25 倍 PE，目标价 30 元，维持“买入”评级。

表 2：公司盈利预测与估值表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	602	920	1194	1832	2171
增长率 YoY%	35.7	52.8	29.8	53.4	18.5
净利润（百万元）	89	105	163	236	327
增长率 YoY%	52.3	18.2	55.4	44.3	38.7
每股收益 EPS（摊薄）（元）	0.46	0.55	0.85	1.23	1.70
毛利率%	28.7	24.8	26.9	24.8	27.0
净资产收益率 ROE%	10.2	10.8	14.8	18.4	21.3
PE	42	36	23	16	11
PB	2.7	2.4	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	33	25	17	13	10

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 11 月 12 日收盘价

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。