



伐谋·主题

2014.06.23

卷首语

经济“新常态”，并购潮再起 ——并购重组报告系列（一）



孙金钜（分析师）

021-38674757

sunjinju008191@gtjas.com

证书编号 S0880512080014

本报告导读：

国内经济“新常态”特征凸显，而经济结构转型阶段恰是并购重组事件的高发期。

推荐辉煌科技、美盈森等并购重组组合。

摘要：

- **国内并购重组市场加速发展。**根据清科数据，2013 年国内并购市场交易金额达 932 亿美元，同比增长 83%，呈加速发展趋势。2014 年 3 月国务院发文《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，力挺并购重组市场，我们认为 2014 年国内并购重组市场将保持升温趋势，并购重组主题有望持续活跃。毕竟相比美国等发达国家 5.3% 的并购金额/GDP 数据，中国目前 1.2% 的比值仍有较大挖掘空间。
- **经济亟需转型是推动并购重组的主要内在动力。**2014 年以来，国内经济“新常态”特征凸显，经济步入稳定中速期。我们认为，并购重组是资本市场平台稳增长、调结构的重要保障手段，经济结构转型阶段恰是并购重组事件的高发期。1) 解决产能过剩问题的有效手段。按照托宾 Q 理论，通过高 Q 值公司并购低 Q 值公司实现整体 Q 值的回归，对降低行业总产能有一定效果。2) 通过并购重组培养新兴产业和新的经济增长点。一方面，新兴产业领域的企业有望通过并购重组整合产业链，提升产品竞争力，实现从产品竞争到产业竞争的转变。另一方面，鼓励传统企业通过并购向服务业转型有助于增加第三产业在国民经济中的比重，推动我国的产业结构升级。
- **并购重组市场的外部大环境更加成熟完善。**1) 并购重组审批速度加快。我们看到各种类型并购重组的审批时间都呈明显下降趋势，其中重大资产重组和吸收合并的审批时间几乎缩短了一半。2) 无风险利率下行，降低企业融资成本。目前 A 股特别是中小板/创业板较高的市盈率水平也增加了上市企业的并购意愿。3) 国内并购重组市场融资手段的不断丰富。在并购支付方式上，研究将优先股（已推出）、可转债（研究）等纳入并购重组支付工具。4) 创业板再融资放开。5) 政策助力并购重组，特别是新国九条，鼓励市场化并购重组。
- **两条主线寻找并购重组浪潮中的投资机会。**一是寻找什么特征的企业具备并购潜力——并购前（参见 2013 年 7 月 17 日深度报告《购并的价值创造和投资机会》）；二是挖掘在并购公告披露后，市值仍被低估，协同效应没有被市场充分反映的公司——并购后。并购重组组合推荐标的：辉煌科技（002296）、美盈森（002303）、益民集团（600824）、科斯伍德（300192）、互动娱乐（300043）、蓝色光标（300058）。

国泰君安证券**事件主题研究**定位自下而上的主题策划和中小市值个股挖掘。

伐谋·主题注重对自下而上主题投资机会时效性的把握，并对主题和主题之下的受益个股进行深入剖析。

《经济“新常态”，并购潮再起——并购重组报告系列（一）》为伐谋·主题报告第 3 期

相关报告

《“沉重”的投资主题：2014 厄尔尼诺》2014.06.05

《看好受益垄断行业管制放松的公司》2014.05.21

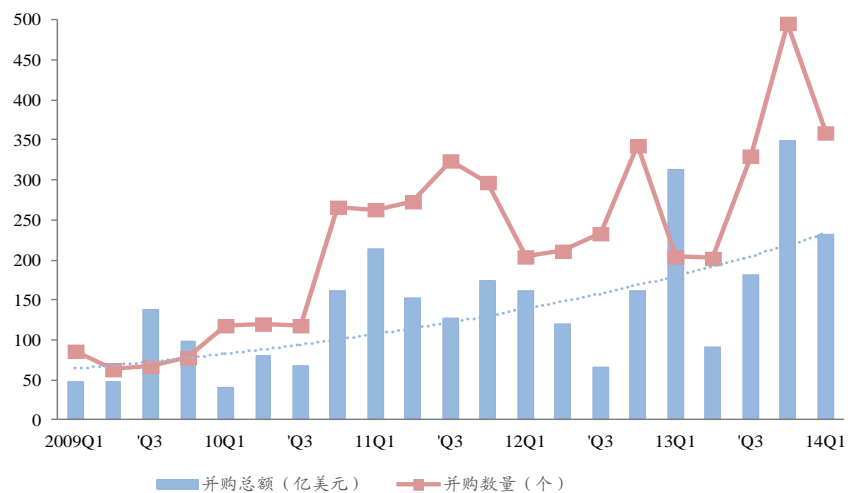
目录

1. 并购重组市场 2013 年开始加速发力	3
2. 经济亟需转型是推动并购重组的主要动力	5
2.1. 并购重组是解决产能过剩问题的有效手段	5
2.2. 通过并购重组培养新兴产业和新的经济增长点	6
3. 并购重组市场的外部大环境更加成熟完善	8
3.1. 并购重组的审批速度不断加快	8
3.2. 无风险利率下行，降低企业融资成本	9
3.3. 并购市场融资手段不断丰富	10
3.4. 创业板再融资放开鼓励企业并购重组	10
3.5. 政策助力并购重组	11
4. 寻找并购重组浪潮中的投资机会	14

1. 并购重组市场 2013 年开始加速发力

2009 年至今，中国并购市场呈现高速增长态势。根据清科数据，2009~2013 年，国内并购市场交易数量和交易金额的年均复合增长率分别为 43%和 29%。其中 2013 年国内并购市场交易金额达 932 亿美元，同比增长 83%，呈加速发展趋势。2014 年 3 月国务院发文《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，力挺并购重组市场。我们认为 2014 年国内并购重组市场将保持升温趋势。

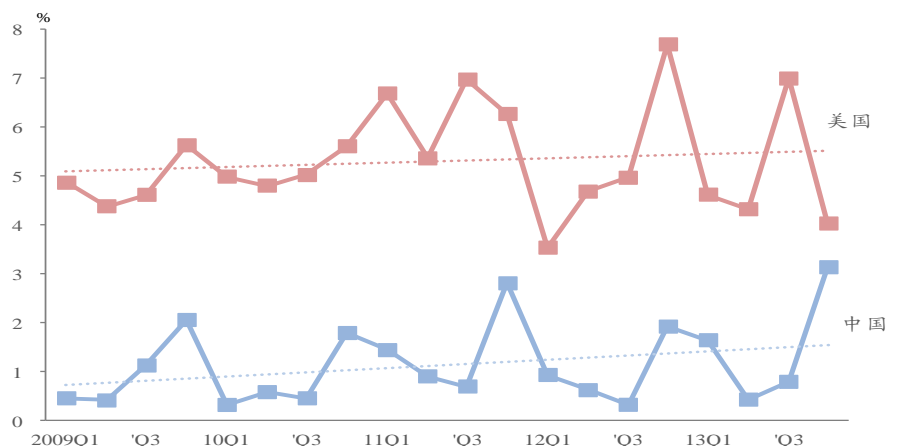
图 1：中国并购市场呈现加速发展趋势



数据来源：清科数据、国泰君安证券研究

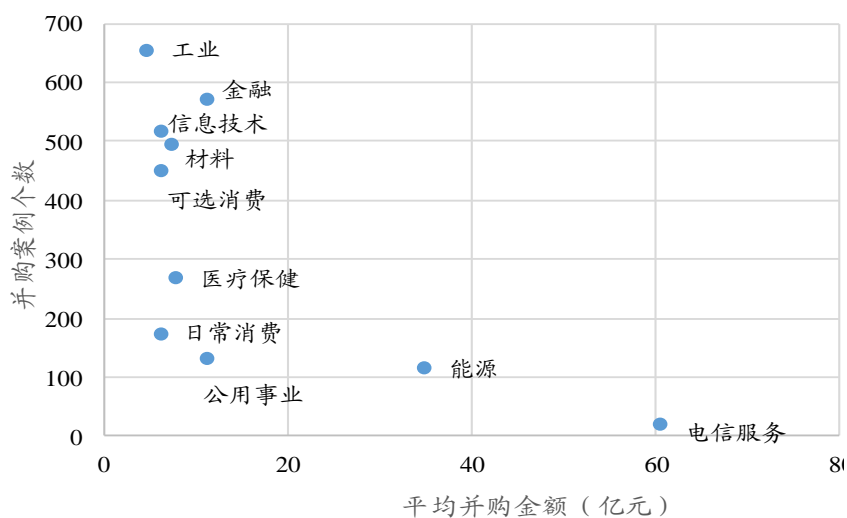
从中美两国并购总金额占 GDP 的数据对比看，中国并购重组市场有着相当大的发展空间。2009 年，美国季度并购总金额占 GDP 的比重均值约为 5.3%，而中国的数据仅为 1.2%。

图 2：中美两国季度并购总额/GDP 的对比



数据来源：Bloomberg、Wind、清科数据、国泰君安证券研究

图 3：中国并购市场存在着明显的行业特征



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

从行业来看，中国的并购市场表现出比较明显的行业特征：

- 1) 日常消费、医疗保健、公用事业等行业并购较不活跃，平均并购金额和数量都比较少。
- 2) 可选消费、材料、信息技术、金融和工业并购交易相对活跃，但是平均并购金额不大。
- 3) 电信服务、能源行业并购案件数量较少，但是平均并购金额巨大。

2. 经济亟需转型是推动并购重组的主要动力

2014 年以来，国内经济 “新常态” 特征凸显，经济步入稳定中速期。我们认为，并购重组是资本市场平台稳增长、调结构的重要保障手段，经济结构转型阶段恰是并购重组事件的高发期。可以说，一个国家资本市场的成熟与否，很大程度上不在于融资额的多少，而在于这个市场的并购活动是否持续活跃和有效。如果将社会经济分为价值创造部门（实体经济）和价值再分配部门（虚拟经济），那么并购无疑是很好的借助价值再分配市场的资源来支持实体经济的价值创造。

图 4：新常态下调控模式的建立

旧常态的模式	新常态的模式
<ul style="list-style-type: none">● 利用旧有资源禀赋（人工、资金、环境）● 出口和投资驱动经济高速增长● 政府有形之手挤出私人投资● 金融抑制，扭曲的二元利率结构● 房价在贸易顺差—外汇占款—货币投放循环中大幅上涨● 储蓄率从上升至下降抑制消费● 人力成本和人民币汇率双升后低端制造业竞争优势受到削弱，产业转移，国外投资外迁增多，出口增速中枢回落	<ul style="list-style-type: none">● 培育新竞争优势，建立新增长潜力● 消费和创新驱动经济中速增长● 让市场在资源配置中起决定作用● 刚性兑付打破，降低实体经济融资成本● 城镇房地产潜在需求的增速将随着人口红利的释放逐渐放缓● 商业模式重塑、技术创新和新需求下的消费升级，以及生产性服务业和社会服务业崛起● 出口增速将稳定在比旧常态低的水平，但出口结构升级使得国际贸易条件有所改善

数据来源：策略报告《看漫山红遍》、国泰君安证券研究

2.1. 并购重组是解决产能过剩问题的有效手段

按世界银行现在人均 GDP6000 美元相当于 70 年代 2200 美元，目前我国已经进入工业化后期，原材料、能源工业、加工装配等逐步进入成熟期，这些行业产能过剩问题较为严重。举个例子，原材料行业是常提到的产能过剩行业的主要所在，包括水泥、钢铁、玻璃等行业，从我国的发展实践看，这些行业产能过剩主要是由于部分非市场化的竞争导致（产能无序扩张），另外在阶段性的周期性回落阶段，价格战又带来一定的盈利下降。

表 1：我国处于工业化后期，原先的主导产业面临产能过剩问题（单位：70 年代美元）

阶段	人均 GNP	结构特征	主导产业
工业初期	280-560	轻纺工业	轻纺业
工业化中上期（起飞阶段）	560-1120	原材料	轻纺、基础设施、原材料
工业化中期（向成熟推进）	1120-2100	加工组装	原材料、能源工业、加工组装
工业化后期（高额群众消费时代）	2100-3360	高技术产业为中心	汽车业、高技术产业
后工业社会（追求生活质量阶段）	3360-5040	信息业为中心	服务业、信息产业

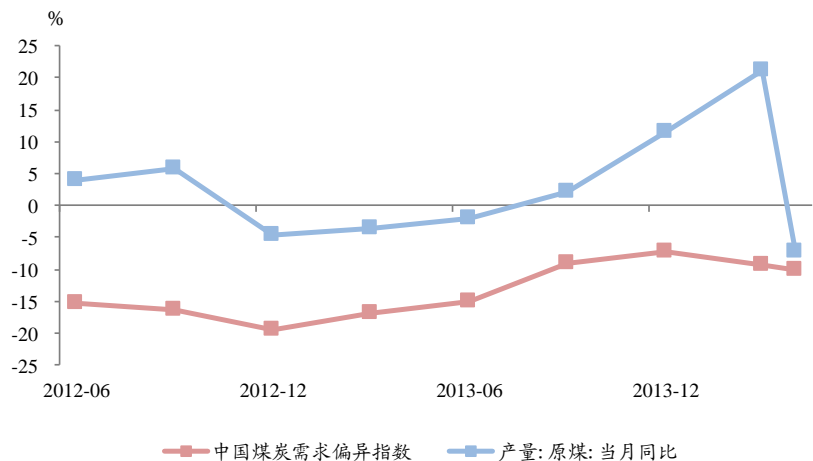
数据来源：《经济增长阶段》、国泰君安证券研究

表 2: 工业化国家和地区人均年水泥消费量 (单位: 公斤)

国家和地区	消费峰值	人均年消费量	国家和地区	消费峰值	人均年消费量
中国	2012 年	1632	韩国	1997 年	1000
德国	1982 年	800	台湾	1993 年	1330
法国	1972 年	566	美国	2005 年	432
日本	1973 年	715			

数据来源: iFinD、国泰君安证券研究

图 5: 煤炭行业面临着严重的产能过剩的情况



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

可以说产能过剩和需求放缓暂时困扰着我国资本品行业的盈利, 针对产能过剩问题, 国务院已经制定出台了有关经济结构调整和转型升级的指导意见, 而金融支持化解产能过剩矛盾的其中一点, 就是借助资本市场的并购重组。

并购重组怎样解决产能过剩问题? 从金融经济学看, 按照托宾 Q 理论的货币政策传导机制: 货币供应↑→ 股票价格↑→ Q↑→ 投资支出↑→ 总产出↑, 通过高 Q 值公司并购低 Q 值公司实现整体 Q 值的回归, 对降低行业总产能确实会有一定效果。另外, 市场集中度的提高能抑制盲目的产能扩张冲动 (过剩的低端产能将被挤出), 并通过新技术的应用进一步提升整个行业的产品竞争力, 市场将涌现更健康的企业。

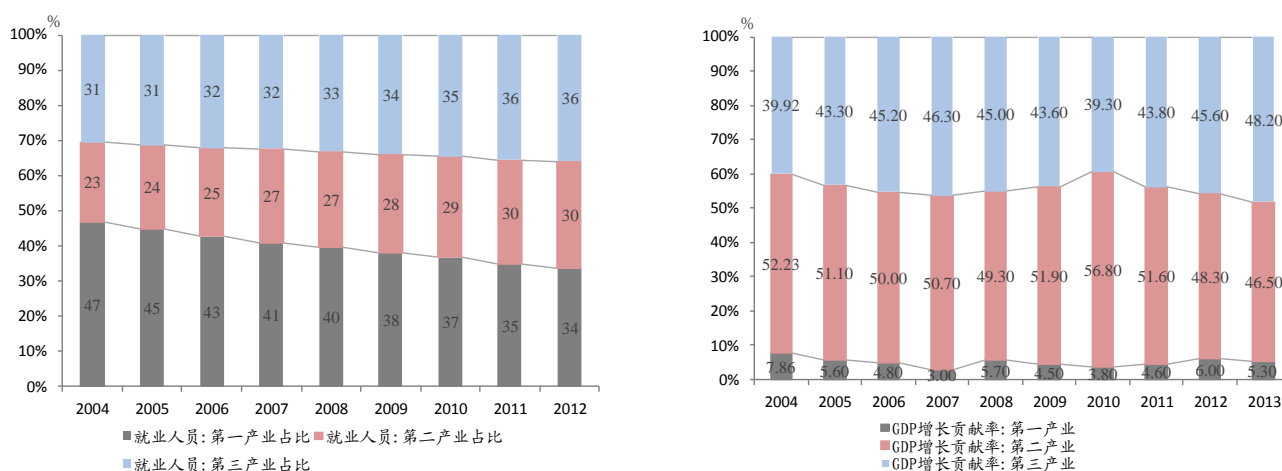
2.2. 通过并购重组培养新兴产业和新的经济增长点

新兴产业领域的企业有望通过并购重组整合产业链, 提升产品竞争力, 实现从产品竞争到产业竞争的转变。从美国五次并购浪潮看, 发生在上世纪 50 至 60 年代后期的第三次并购浪潮, 大大促进了以宇航、核能、激光和合成材料等为代表的新兴行业的高速发展, 奠定了美国在高科技产业的领先优势。而 20 世纪 90 年代以来的第五次并购浪潮,

更是伴随着以互联网技术、IT 技术和生物技术为核心的新型产业的革命出现。应该说，新兴产业和新兴技术的出现和成熟使得整个世界的产业结构面临重大的调整和升级，并为经济增长创造出新的增长极。

鼓励并购重组亦将推动我国的产业结构升级，特别是鼓励传统企业通过并购向服务业转型将有助于增加第三产业在国民经济中的比重。我国当前产业结构转型升级涉及三个方面：一是推动战略性新兴产业、先进制造业健康发展；二是加快传统产业转型升级；三是推动服务业特别是现代服务业发展壮大。国家鼓励兼并重组将会加速推进相关企业向这三方面转型。目前第三产业在国民经济中的比重不到 50%，第三产业从业人员仅为 35%左右。鼓励传统企业通过并购向服务业转型有助于增加第三产业在国民经济中的比重。

图 6：第三产业在国民经济中的比重需要进一步增加



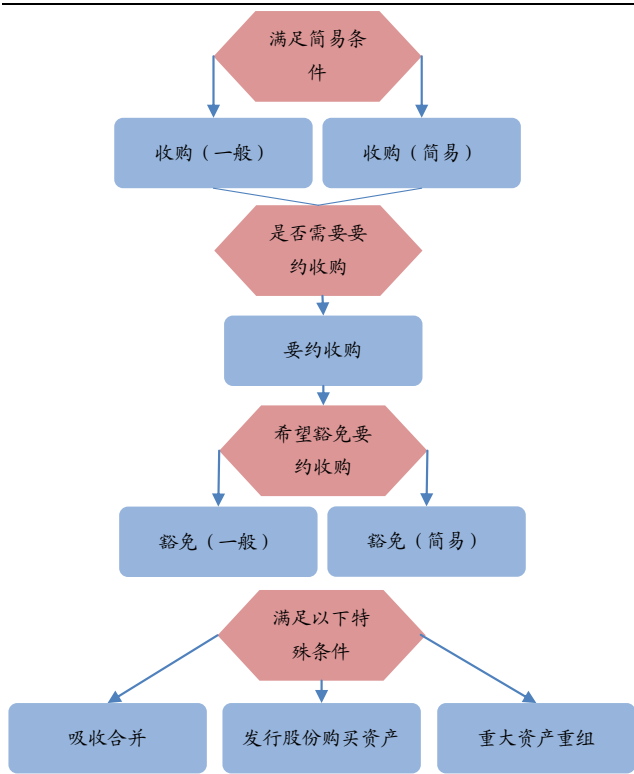
数据来源：Wind、国泰君安证券研究

3. 并购重组市场的外部大环境更加成熟完善

3.1. 并购重组的审批速度不断加快

2013 年 10 月 8 日起证监会实施并购重组审核分道制，有条件地淡化行政审核和减少审核环节，对符合条件的申请实施豁免或快速审核。缩短审批时间将有助于减少并购相关企业的时间成本和随之而来的不确定因素，从而进一步推动并购重组。

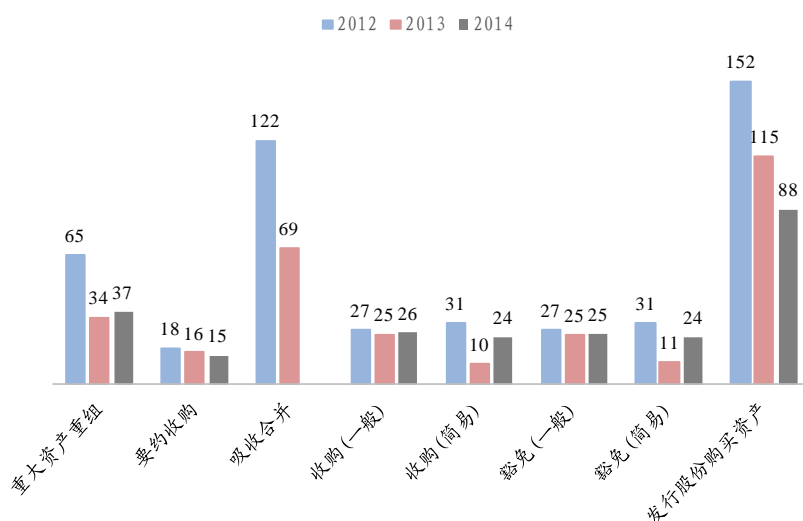
图 7：并购审批中需要申报审核的事项一览



数据来源：证监会、国泰君安证券研究。注：收购（一般）：可能需要要约申请的收购；收购（简易）：以简易程序发出要约申请。特殊情况，如这次并购是由政府或国资委组织；豁免（一般）：豁免的目的是豁免去“要约收购义务”，即不用在收购大于 30% 的股份时必须向全体股东发出要约申请。

事实上近三年来，我们看到各种类型并购重组的审批时间都呈明显的下降趋势，其中重大资产重组和吸收合并的审批时间几乎缩短了一半。但是，我们也注意到某一些类型的并购重组仍需要较长的时间：如吸收合并目前的平均审核期仍高达 69 天；并购方发行股份购买资产的审批时间长达 3 个月，这些仍有进一步改进的空间。

图 8：并购重组的审批时间呈下降趋势

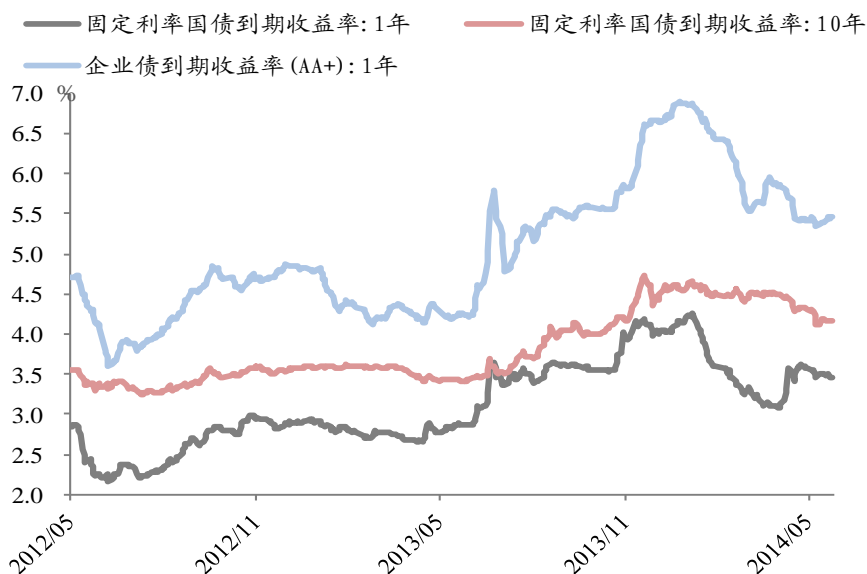


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

3.2. 无风险利率下行，降低企业融资成本

国泰君安策略团队在 4 月初提出无风险利率下降的判断，目前和企业并购融资息息相关的国债利率和企业债利率都呈明显的下降趋势。利率下降对企业并购融资的帮助有两方面：第一，直接降低了企业通过债券融资的成本，使得并购方可以借助债券融资并购。第二，间接降低了上市公司通过股权融资的成本。我们可以注意到自利率下降的拐点后，10 年期国债和 1 年期国债的利率都在下降且两者之间的利差呈扩大的趋势。利差的扩大可能意味着 10 年期国债会进一步加速下跌，在风险溢价不变的情况下，可以带动股票市场整体风险水平的下跌，进而提振上市公司估值。目前 A 股特别是中小板/创业板较高的市盈率水平也增加了上市企业的并购意愿。

图 9：国债及企业债成本呈下降趋势

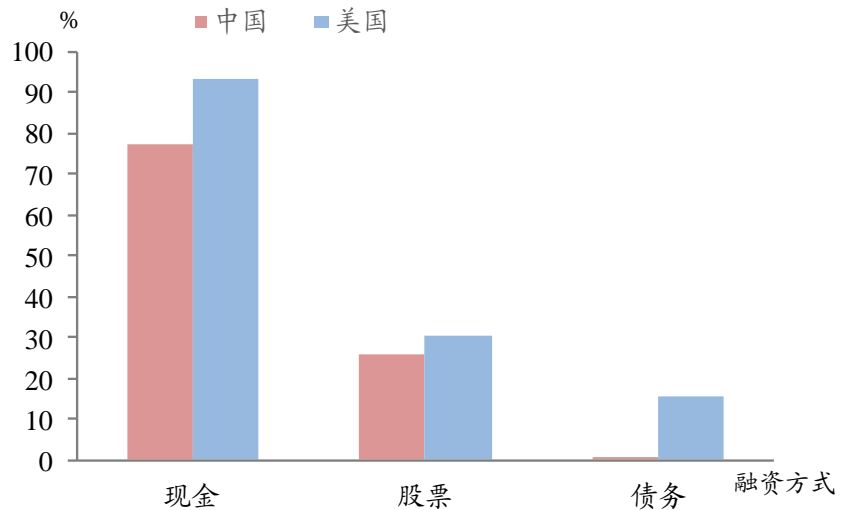


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

3.3. 并购市场融资手段不断丰富

监管部门不断出台新政丰富并购的融资渠道（并购基金、过桥融资等），鼓励上市公司并购。特别是在并购支付方式上，研究将优先股（已推出）、可转债（研究）等纳入并购重组支付工具，创新支付手段。

图 10：中、美两国并购融资方式对比



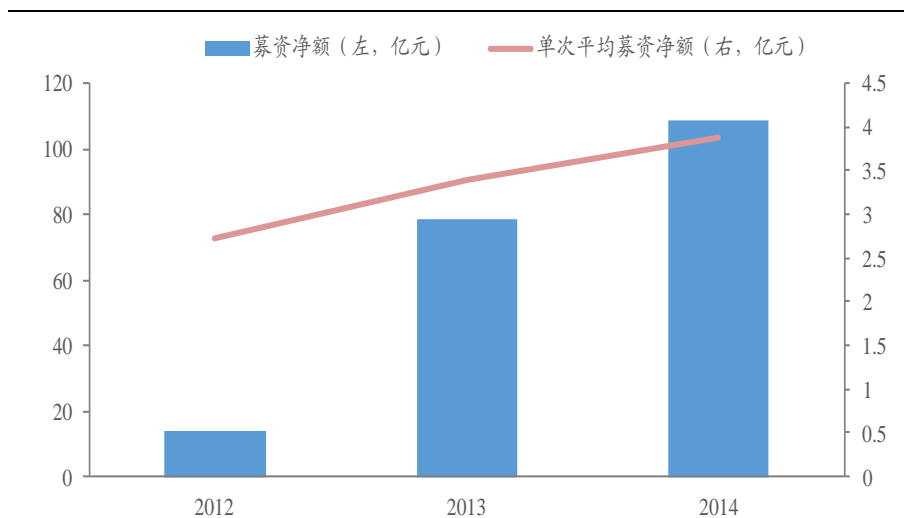
数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

2014 年以来新增的融资手段主要是优先股——管理层鼓励上市公司通过发优先股融资并购。此外，管理层也在鼓励债券融资等其他并购手段。2013 年底，证监会主席肖钢表示要进一步完善并购重组的各项政策措施，探索引入定向可转债、优先股等支付工具，鼓励并购基金发展，研究建立中小企业股转系统挂牌公司并购重组机制。目前我们看到了优先股的率先实施，可以预见并购相关债券也将会推出。与美国并购市场相比，中国市场并购融资手段单一，以股权、现金为主，几乎没有发行债券融资的案例，并购相关债券的推出将进一步丰富并购方的融资渠道。

3.4. 创业板再融资放开鼓励企业并购重组

证监会于 2014 年 5 月 16 日发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》和《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》，自公布之日施行。其中再融资条件设置相对宽松，限制较少，实质上是鼓励创业板上市公司通过非公开增发等再融资并购。另外，创业板上市公司不仅可以定向增发，还可以公开增发。公开增发须满足“资产负债率高于 45%”且“不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产”等核心条件。

图 11: 创业板再融资规模呈增长态势



数据来源: Wind、国泰君安证券研究。注: 2014 年数据截至 2014 年 6 月 20 日。

3.5. 政策助力并购重组

A 股市场并购重组之所以能风生水起,这与国家和监管层的政策支持密不可分。近年来,国务院、证监会等政府监管层陆续出台了一系列政策文件鼓励并购重组(表 3)。但目前看来,在加强产业政策引导、消除地区并购重组障碍等方面仍然有一些细则需要得以落实。

表 3: 近年来鼓励并购相关政策/文件一览

时间	部门	政策/文件	相关内容
2010 年 9 月	国务院	《关于促进企业兼并重组的意见》	通过促进企业兼并重组,深化体制机制改革,完善以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的基本经济制度。加快国有经济布局和结构的战略性调整,健全国有资本有进有退的合理流动机制,鼓励和支持民营企业参与竞争性领域国有企业改革、改制和改组,促进非公有制经济和中小企业发展。
2013 年 10 月	国务院	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	意见要求,重点推动山东、河北、辽宁、江苏、山西、江西等地区钢铁产业结构调整,充分发挥地方政府的积极性,整合分散钢铁产能,推动城市钢厂搬迁,优化产业布局,压缩钢铁产能总量 8000 万吨以上。
2014 年 3 月	国务院	《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	加快推进审批制度改革、改善金融服务、落实和完善财税政策、完善土地管理和职工安置政策、加强产业政策引导,进一步加强服务和管理、健全企业兼并重组的体制机制、切实抓好组织实施部分。
2014 年 3 月	证监会	《优先股试点管理办法》	支持上市公司通过增发优先股进行并购融资。
2014 年 5 月	国务院	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用,强化资本市场的产权定价和交易功能,拓宽并购融资渠道,丰

2014 年 5 月 证监会 《创业板再融资管理暂行办法》

富并购支付方式。尊重企业自主决策，鼓励各类资本公平参与并购，破除市场壁垒和行业分割，实现公司产权和控制权跨地区、跨所有制顺畅转让。

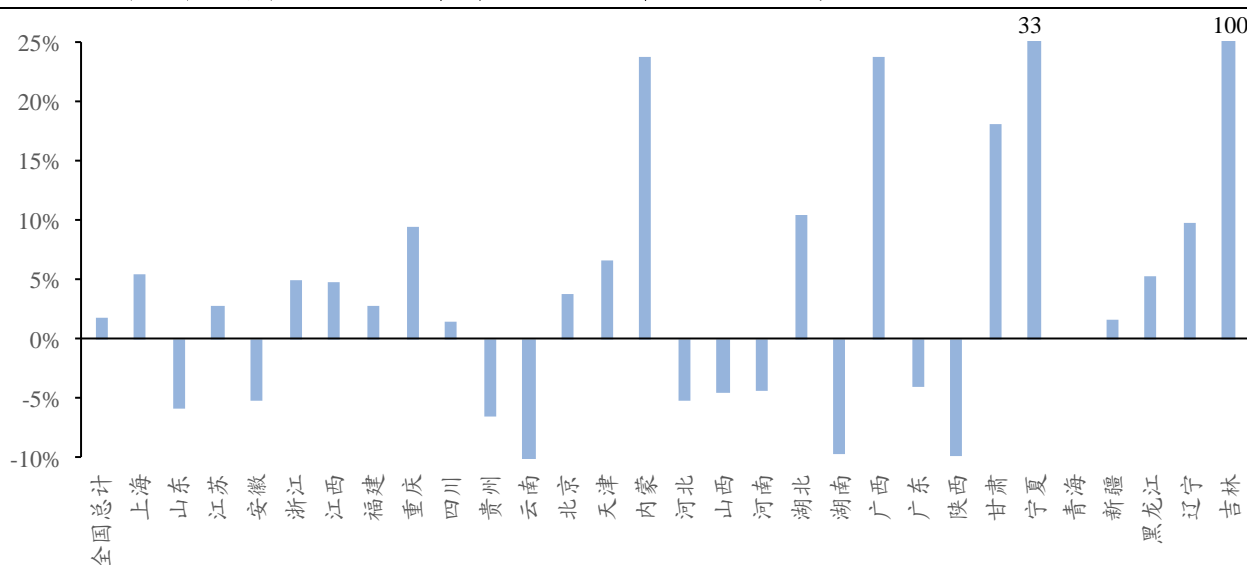
对企业并购融资限制最少，实质上鼓励创业板上市公司通过非公开增发等再融资并购。

数据来源：人民网、中国证监会网站、国泰君安证券研究

以消除地区并购重组障碍为例。出于税收、就业等方面考虑，被并购方所在地政府倾向为并购流程设置障碍，企业的跨地区并购重组面临着很大阻力。从税收角度来看，如果并购后总部迁往收购方所在地，势必会减少被收购方所在地的税收收入。从就业角度来看，并购重组会引起被收购方人员的裁剪，给政府带来了就业压力。据 Wind 统计，2011 年 1 月至 2014 年 5 月，按省市划分，中国上市公司本地收购成功率和总案例数量显著高于外地收购成功率和总案例数量。其中，全国来看，本地收购成功率较外地成功率高 2%，本地收购案件是外地收购案件的 1.09 倍。在特定省市经济规模远小于全国经济总规模的情况下，上市收购对象的本地局限性表明全国范围内跨地区收购存在着很大阻力。正是因为跨地并购阻力较大，宝钢、鞍钢在其他地区并购举步维艰，钢铁行业跨地区并购的“艰难”实际上不利于淘汰落后产能目的的实现。

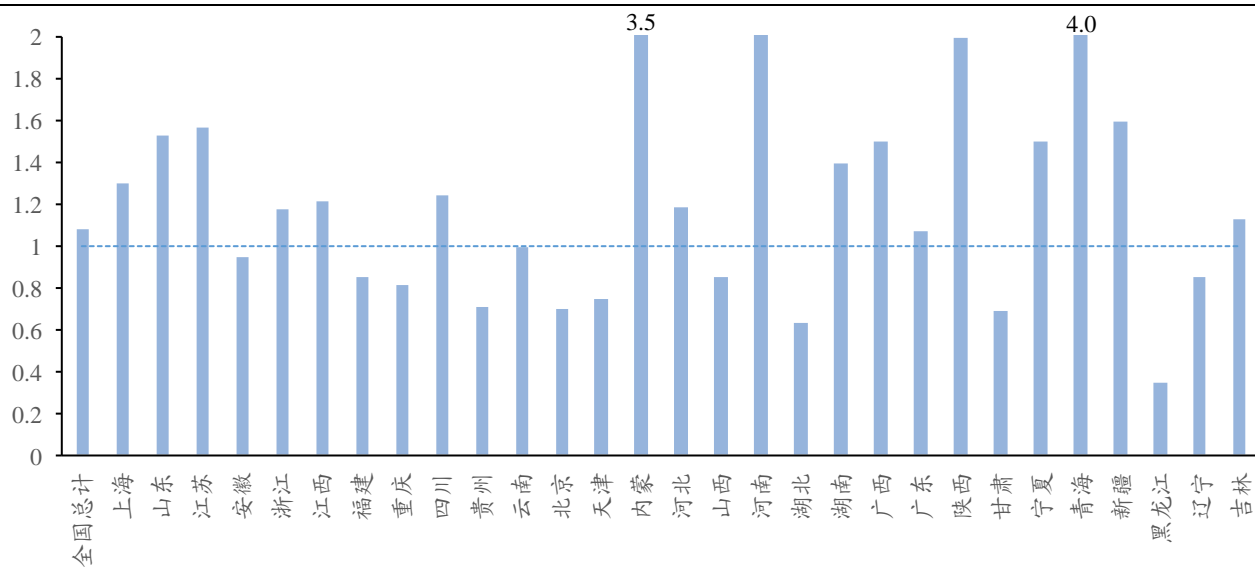
我们认为政府将出台更多配套细则鼓励跨地区并购重组。可以注意到国务院在 2014 年 5 月 13 日发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中专门指出：“破除市场壁垒和行业分割，实现公司产权和控制权跨地区、跨所有制顺畅转让”。2014 年 6 月，李克强总理强调要督查政策落实的“最后一公里”，我们预期相关部门会在未来强化落实关于破除市场壁垒的方针政策。

图 12：各省市上市公司本地收购成功率/外地收购成功率-1 对比（除海南、西藏、港澳台）



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 13: 各省市上市公司本地收购案例/外地收购案例数量对比 (除海南、西藏、港澳台)



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

4. 寻找并购重组浪潮中的投资机会

两条思路把握并购重组浪潮中的投资机会：一是寻找什么特征的企业具备并购潜力——并购前（参见 2013 年 7 月 17 日深度报告《购并的价值创造和投资机会》）；二是挖掘在并购公告披露后，市值仍被低估，协同效应没有被市场充分反映的公司——并购后。

并购重组组合推荐标的：辉煌科技、美盈森、益民集团、科斯伍德、互动娱乐、蓝色光标。

表 4：并购重组组合

股票代码	股票名称	推荐依据	调入组合日期和相应报告
002296	辉煌科技	公司公告拟投资不超过 2 亿元与丰图投资合资成立丰图辉煌产业并购基金，专门服务于公司的产业整合，投资方向为铁路和轨道交通相关领域的投资。	2014.6.23 《经济“新常态”，并购潮再起——并购重组报告系列（一）》
002303	美盈森	2013 年 10 月公司以自有资金 2.87 亿元并购金之彩，在并购路上迈出的第一步。我们认为在“大行业、小公司”以及行业集中度加深的背景下，未来公司存在通过外延方式挖掘进一步合作的机会。	2014.6.23 《经济“新常态”，并购潮再起——并购重组报告系列（一）》
600824	益民集团	2013 年 10 月公司董事会决定拟与德同（北京）投资管理有限公司共同发起设立“德益消费升级产业基金”，推动公司在品牌消费品行业的扩张和进一步巩固现有品牌优势。	2014.6.23 《经济“新常态”，并购潮再起——并购重组报告系列（一）》
300192	科斯伍德	公司在 2013 年年报中首次提出，拟使用自有资金人民币 2 亿元左右，进行相关产业的并购。	2014.5.16 《制度变革带来主题投资机会》
300043	互动娱乐	2014 年 4 月公司发布公告称与复星瑞哲签署《合作框架协议》，拟共同发起设立两个投资平台，并购、投资符合公司发展战略需要的企业以及上下游企业，以产业整合、并购重组、战略投资等方式，提高和巩固公司的行业地位，并借助复星瑞哲专业机构的力量及经验，通过并购及投资进一步延伸互动娱乐产业价值链。	2014.5.16 《制度变革带来主题投资机会》
300058	蓝色光标	创业板并购成长的典范，A 股市场给予公司的高估值是其外延扩张战略的有力保障并长期存在。	2014.5.16 《制度变革带来主题投资机会》

数据来源：国泰君安证券研究

辉煌科技（002296）

设立投资并购基金 探索新型扩张模式

	范国华（分析师）	袁煜明（分析师）	熊昕（分析师）
	021-38674925	021-38674633	021-38676715
	fanguohua@gtjas.com	yuanyuming@gtjas.com	xiongxin009291@gtjas.com
证书编号	S0880513080022	S0880511080003	S0880512110002

本报告导读：

铁路信号领域子行业较多，并购是快速扩张的有效方式；并购基金将为公司储备优质并购标的，加快外延扩张步伐；公司在手现金多达 9.2 亿元，为外延扩张奠定基础。

事件：

- 6 月 6 日，公司公告，拟投资不超过 2 亿元与丰图投资合资成立丰图辉煌产业并购基金，专门服务于公司的产业整合。此并购基金设立规模不超过 10 亿元，投资方向为铁路和轨道交通相关领域的投资。

评论：

- 维持 35 元的目标价，维持增持评级。**考虑到并购基金刚设立，尚未为公司带来利润，且 2014 年铁路固定资产计划投资额上调保障的是公司 2016 年的业绩，我们维持公司 2014/2015 年 EPS 为 0.64 元/1.06 元的盈利预测。考虑到公司 2013-2016 年净利润 CAGR 为 63%，给予其 55 倍 PE，维持 35 元的目标价，维持增持评级。
- 并购基金将为公司储备更多优质并购标的，加快外延扩张步伐。**公司设立并购基金主要为公司外延扩张培育储备项目。该并购基金的设立有利于公司降低并购项目前期风险，同时缓解持续并购带来的资金压力，并加强公司在轨道交通和铁路通信信号领域的竞争力。
- 铁路及轨道交通通信信号领域子行业较多，并购是快速扩张的有效方式。**铁路通信信号领域具备以下两个特点：1）铁路及轨道交通通信信号领域产品众多，例如道岔转辙机，计轴器、轨道电路等，且市场规模大多不到 10 亿元。2）由于信号设备及系统关系到铁路行车安全，产品及系统需要通过铁道部的认证及其他安全认证，如 SIL4 认证等。鉴于铁路信号领域具备以上两个特点，自主研发新产品并通过各种认证且在市场获得认可周期较长，并购较为成熟的产品及系统提供商是快速扩张的有效途径。
- 公司在手现金多达 9.2 亿元，为外延扩张奠定基础。**截至 2014 年 3 月 31 日，公司在手现金多达 9.2 亿元，且将发行不超过 5.5 亿元的债券，为并购扩张奠定基础。
- 铁路固定资产投资再次上调，公司长期业绩有保障。**4 月 30 日，中国铁路总公司召开电视电话会议，宣布将 2014 年铁路固定资产计划投资总额由 4 月 8 日计划的 7200 亿元上调至 8000 亿元以上。2014 年铁路基建新开工项目的快速增加将为公司 2015 年合同额的增长奠定基础，带动 2016 年业绩的快速增长。
- 风险提示：**铁路投资进度不达预期，并购基金投资进度不达预期。

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：35.00

上次预测：35.00

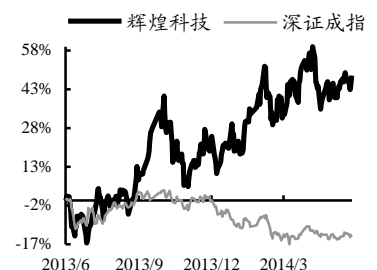
当前价格：24.82

2014.06.09

交易数据

52 周内股价区间（元）	13.80-27.56
总市值（百万元）	5,499
总股本/流通 A 股（百万股）	222/77
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	35%
日均成交量（百万股）	1.87
日均成交值（百万元）	46.29

52 周内股价走势图



相关报告

《高管 3899 万元增持并锁定 彰显对公司发展十足信心》2014.04.22

《减持落地+行业转暖 估值压制因素逐步消除》2013.10.14

《行业环境转好 全年业绩反转确定》2013.08.20

《非公开发行获批 铁路基建投资有望加速》2013.08.16

《立足郑州面向全国轨交市场 持续成长态势确立》2013.05.20

美盈森 (002303)

内生高成长持续，外延一体化添彩

美盈森深度研究报告

	穆方舟 (分析师)	吴冉劫 (研究助理)
	0755-23976527	0755-23976112
	mufangzhou@gtjas.com	wuranjie012899@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880112080025

本报告导读：

公司已进入客户密集收获期，新客户拓展加上深度一体化推广预计将使公司未来三年业绩复合增长超 50%，外延式扩张和新盈利模式继续增加公司的综合竞争力，增持。投资要点：

未来三年业绩复合增速超 50%。基于公司目前订单情况，我们预测公司未来三年增长将显著增厚，上调公司 2014/15/16 年 EPS 至 0.38/0.56/0.85 元（原 0.38/0.54/0.67 元），利润复合增速超 50%；结合消费品纸包装广阔的市场空间以及公司在客户开拓和外延扩张的步伐领先，维持增持，上调目标价至 16.28 元，对应 2014/15 年业绩约 42/30 倍市盈率。

消费品包装市场空间远比市场想象的广阔，为公司提供了充足的成长空间。消费品包装有别于传统包装，是消费品彰显其品牌形象的重要的载体，在消费升级的大趋势下，增速较快。我们测算国内消费品纸包装市场超过 1500 亿元，公司作为龙头企业目前市占率不到 1%，成长空间巨大。

老客户进入收获期，新客户拓展加速，保证公司业绩持续增长。公司 2013 年起进入密集的客户收获期，产能利用率大幅提升，高毛利率订单占比增加，同时凭借出色的精细化管理，综合盈利水平稳步上升。未来 3 年公司内生业绩增长将维持 50% 以上，表现为新增客户订单、在客户包装需求的占比提升、已有客户群带来示范效应和一体化服务带来的收入增长等。

外延式扩张和区位优势打造竞争优势，向深度一体化综合服务商迈进。由于纸包装市场空间广阔而竞争格局分散，我们预计公司未来将继续资本市场采用外延式发展模式吸收在工艺研发、创意设计、服务和客户资源方面具有竞争优势企业，实现跨越式成长；同时充分利用其重庆基地的区位优势打造新盈利模式。长期上公司通过资源整合、研发设计、物

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,034	1,306	1,810	2,538	3,588
(+/-)%	23%	26%	39%	40%	41%
经营利润 (EBIT)	118	211	335	502	777
(+/-)%	31%	78%	59%	50%	55%
净利润	107	174	272	399	605
(+/-)%	1%	62%	56%	46%	52%
每股净收益 (元)	0.15	0.24	0.38	0.56	0.85
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	11.4%	16.1%	18.5%	19.8%	21.7%
净资产收益率 (%)	5.9%	8.9%	13.0%	17.0%	19.0%
投入资本回报率 (%)	8.6%	13.1%	20.0%	23.1%	25.0%
EV/EBITDA	7.8	12.2	8.1	5.7	3.7
市盈率	74.3	45.7	29.2	20.0	13.2
股息率 (%)	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：16.28

上次预测：15.00

当前价格：11.13

2014.06.16

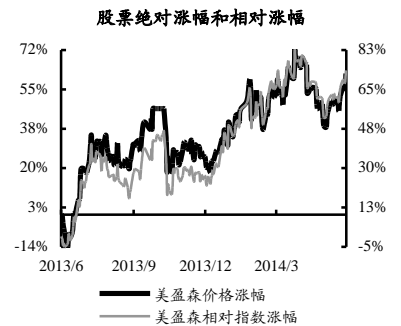
交易数据

52 周内股价区间 (元)	10.34-39.78
总市值 (百万元)	7,960
总股本/流通 A 股 (百万股)	715/360
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	50%
日均成交量 (百万股)	2.39
日均成交值 (百万元)	50.44

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,007
每股净资产	2.81
市净率	4.0
净负债率	-39.63%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.04	0.06
Q2	0.06	0.10
Q3	0.07	0.10
Q4	0.07	0.12
全年	0.24	0.38



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	5%	66%
相对指数	8%	3%	79%

相关报告

《2013 年业绩高增长，客户开拓持续加码》
2014.03.30

《业绩大幅增长，错杀提供买入良机》
2013.10.29

《并购锁定业绩增速，客户开拓取得实质进展》
2013.10.28

《受益消费电子景气提升，业绩 V 型反转》
2013.08.27

《股权激励方案对二级市场尚有一定提振作用》
2011.05.31

益民集团（600824）

产业基金获批，并购有望加快

	瞿猛（分析师）	童兰（分析师）
	021-38676442	021-38676430
	zimeng@gtjas.com	tonglan@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880514030009

本报告导读：

德意消费产业基金获批，并购有望启动，借助并购促转型发展，培育企业在商业消费领域新增长点。

事件：

- 公司 6 月 12 日发布公告，2013 年 10 月 28 日公司董事会六届十九次会议审议决定，公司拟与德同（北京）投资管理有限公司共同发起设立“德益消费升级产业基金”（暂定名）。日前，该基金已取得了由上海市工商行政管理局颁发的《营业执照》，完成了工商注册登记手续，基金名称：上海德同益民消费产业股权投资基金中心（有限合伙）。

评论：

- 公司着力打造综合性商业平台公司，成立德益消费基金有助于以产业整合与并购等方式，推动公司在品牌消费品行业的扩张和进一步巩固现有品牌优势。维持 2014-2016 年 EPS 为：0.22，0.25，0.29 元，根据行业估值及考虑向金融和 PE 投资战略转型赋予一定估值溢价，给予 2014 年 35 倍 PE，维持目标价 7.7 元及“增持”评级。
- 德意消费产业基金获批，并购有望加快。公司于 2013 年 10 月 28 日公告与德同资本成立“德益消费产业基金”，规模 7.5 亿元，公司出资 2.36 亿元，德同出资 1400 万元，公开募集 5 亿元。项目已经获批，并于 2014 年 6 月 6 日正式成立，基金成立有利于加快并购步伐。
- 并购促转型发展，培育企业在商业消费领域新增长点。德益基金将专注于投资消费连锁行业和电子商务及其他新兴渠道的消费类企业，以及收购海外知名或有特色的消费连锁品牌整合后发展国内业务。公司通过本次投资借力 PE，寻找企业发展新机遇。公司与德同资本共同设立产业基金，有利于通过利用德同资本的资源优势、产业并购经验及其各种专业金融工具放大公司的投资能力，利用基金以产业整合与并购重组等方式，推动公司在消费零售行业的扩张和进一步巩固现有的品牌优势。预计未来将为公司的发展提供助力和创造新的经济增长点。同时，借助德同资本在私募股权投资和产业并购方面拥有专业的团队优势，将有效降低风险并为未来产业并购服务。
- 催化剂：产业基金并购、东方典当增资、商业物业资产注入。
- 风险提示：1）经济持续低迷，内衣销售受到影响；2）金价大幅下跌，产生较大幅度存货减值损失；3）国企改革低于预期；4）产业基金并购进度低于预期。

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	7.70
上次预测：	7.70
当前价格：	5.75
	2014.06.12

交易数据

52 周内股价区间（元）	3.61-7.14
总市值（百万元）	5,051
总股本/流通 A 股（百万股）	878/878
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	100%
日均成交量（百万股）	10.61
日均成交值（百万元）	66.65

52 周内股价走势图



相关报告

《主业增速放缓，并购转型值得期待》	2014.04.28
《主业平稳增长，未来看转型发展》	2014.03.18
《获维秘独家代理权，打开发展空间》	2014.02.25
《国资委主任换帅，国企改革步伐有望加快》	2014.02.13
《(更新版)业务转型谋求长期发展，国企改革驱动资产整合》	2013.12.30

科斯伍德 (300192)

产品供不应求，产能释放在即

 **孙金钜 (分析师)**
 021-38674757
 sunjinju008191@gtjas.com
 证书编号 S0880512080014

本报告导读：

在油墨产品供不应求背景下，公司募投的3倍产能即将释放，业绩确定性进一步增强，上调目标价到23.8元。

投资要点：

● **给予“增持”评级，上调目标价到23.8元。**在油墨产品供不应求背景下，公司募投的3倍产能即将释放，业绩确定性进一步增强，上调目标价到23.8元。预计公司2014~2016年营收分别为6.52亿元、10.19亿元和15.37亿元，净利润分别为0.54亿元、0.85亿元和1.28亿元，每股收益分别为0.49元、0.77元和1.16元。同行业公司14年平均估值60倍左右，科斯伍德23.8元的目标价，对应14年/15年估值48倍/31倍。

● **3倍产能即将释放，产品供不应求。**公司设计产能1万吨左右，通过技术改造和原材料外协加工等实际产量能达到1.7万吨~1.8万吨，产能利用率接近180%，处于供不应求状态。目前募投年产1.6万吨环保型胶印油墨项目已达到预定可使用状态（2014年一季度公告），我们预计2014年6月开始可小批量生产，下半年投产，3年内全部释放产能，由于技术改进和生产效率的提高，我们估计募投项目实际产量将是现有产量的近3倍。在产能消化上：1）整个油墨行业受数字化影响比较大，特别是报墨，但是公司产品70%~80%应用在产品包装上，产品包装行业下游的年均增速在15%~20%（包装协会），存在结构性增长的情况。2）由于计划经济时代的原因（几乎每个县级市都有自己的油墨厂），油墨行业在国内呈现大行业小公司的竞争格局，而在国外油墨行业的集中度非常高，行业集中度提高的发展趋势有利于龙头公司发展。3）环保要求提高，小的油墨厂商（5000吨以下）被逐步淘汰。

● **外延扩张也值得期待。**公司在2013年年报中第一次提出，将使用自有资金人民币2亿元左右，进行相关产业的并购、新兴行业的探索以及新技术科研项目的投入，充分利用上市公司信息优势、融资优势，实现公司二次创业的飞跃发展。我们认为科斯伍德外延扩张也值得期待，公司也是我们年中策略并购重组主题的推荐标的之一。

● **核心风险：**产能消化问题。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	396	489	652	1,019	1,537
(+/-)%	33.8%	23.3%	33.4%	56.2%	50.9%
经营利润 (EBIT)	41	40	58	95	143
(+/-)%	6.3%	-1.7%	46.0%	63.3%	50.3%
净利润	42	38	54	85	128
(+/-)%	8.8%	-8.6%	40.7%	57.9%	50.3%
每股净收益 (元)	0.38	0.35	0.49	0.77	1.16
每股股利 (元)	0.10	0.05	0.10	0.15	0.15

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	10%	8%	9%	9%	9%
市盈率	44	48	34	22	14
股息率 (%)	0.6%	0.3%	0.6%	0.9%	0.9%

评级： 增持

上次评级： 谨慎增持

目标价格： 23.80

上次预测： 12.80

当前价格： 16.69

2014.06.12

卷首语

国泰君安证券**事件主题研究**定位自下而上的主题策划和中小市值个股挖掘。

伐谋·信息更新报告注重对个股挖掘时效性的把握，并对个股进行持续跟踪。

《科斯伍德 (300192) 产品供不应求，产能释放在即》为伐谋·信息更新报告第3期

相关报告

《中小盘信息更新报告第205期_科斯伍德 (300192)：静待募投产能释放》
2013.09.24

《中小盘信息更新报告第212期_科斯伍德 (300192)：业绩下滑成定局，看点在2014年——2013年三季报点评》
2013.10.24

互动娱乐 (300043)

联手复星构建投资平台，扫除资金障碍

	尹为醇 (分析师)	高辉 (分析师)	穆方舟 (分析师)
	021-38674936	021-38676647	0755-23976527
	yinweichun@gtjas.com	gaohui011287@gtjas.com	mufangzhou@gtjas.com
证书编号	S0880513080001	S0880511080001	S0880512040003

本报告导读:

我们认为，公司转型步伐愈发坚定，此次合作扫清了资金的障碍，并购战略将加速推进。预计 2014-15 年 EPS 为 1.02/1.50 元，维持“增持”评级。

事件:

- 与复星瑞哲设立两个投资平台：并购投资平台和早期产业投资平台。公司 2014.4.9 日发布公告称与复星瑞哲签署《合作框架协议》，拟共同发起设立两个投资平台，并购、投资符合公司发展战略需要的企业以及上下游企业，以产业整合、并购重组、战略投资等方式，提高和巩固公司的行业地位，并借助复星瑞哲专业机构的力量及经验，通过并购及投资进一步延伸互动娱乐产业价值链。

评论:

- 复星瑞哲与公司设立投资平台，彰显对公司并购战略的信心。复星的优势在于资金充足，同时具有渠道等方面的资源；公司具有对互动娱乐产业的理解，以及对网络游戏的独到的投资眼光。此次合作，彰显复星对于公司并购战略的认同和信心。
- 转型步伐愈发坚定，内生+外延发展的平台战略凸显。(1) 收购畅娱天下、天拓和谷果使得公司的平台战略已具雏形；(2) 从之前更改公司名称到此次与复星瑞哲的合作，充分显示了公司发展互动娱乐产业平台型企业战略的决心。
- 与复星瑞哲合作扫清资金障碍，并购有望加速推进。通过与复星的合作为公司今后的大规模并购活动扫清了资金上的障碍。(1) 并购投资平台的资金规模拟定为 10 亿元人民币，将聚焦于互动娱乐层面的产业并购与重组过程中的战略性投资机会，致力于服务互动娱乐的并购成长、推动互动娱乐价值创造；(2) 早期产业投资平台的资金规模拟定为 2 亿元人民币。合作双方将借助早期产业投资平台实现价值链延伸和生态圈扩张，共同参与相关新兴产业领域早期投资机会。
- 维持“增持”评级，目标价 46.8 元。公司此次与复星瑞哲成立分别为 10 个亿和 2 个亿的投资平台，规模超过同类并购基金，我们认为，公司转型步伐愈发坚定，此次合作扫清了资金的障碍，并购战略将加速推进。不考虑摊薄，维持 2014-2015 年 EPS 预测 1.02/1.50 元（摊薄后 2014-2015 年 EPS 为 0.83/1.22 元），维持目标价 46.8 元，维持“增持”评级。
- 催化剂：手游上微信平台；产业链并购。
- 风险：对腾讯平台依赖度高；核心技术人员流失等。

评级:	增持
上次评级:	增持
目标价格:	46.80
上次预测:	46.80
当前价格:	34.61
	2014.04.10

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.23-40.50
总市值 (百万元)	9,787
总股本/流通 A 股 (百万股)	283/94
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	33%
日均成交量 (百万股)	3.80
日均成交值 (百万元)	122.04

52 周内股价走势图



相关报告

《打造“互动娱乐”平台，外延并购不止步》	2014.03.30
《扬帆起航，打造星辉互娱平台》	2014.02.18
《傍腾讯做手游，驶入快车道》	2014.02.15
《渠道整顿影响车模内销增速》	2013.05.05
《品牌、渠道建设保长期增长无虞》	2013.04.01

蓝色光标 (300058)

继续战略扩张，抢夺数字营销制高点

	高辉 (分析师)	冯潇 (研究助理)	尹为醇 (分析师)
	021-38676647	021-38676643	021-38674936
	gaohui011287@gtjas.com	fengxiao012432@gtjas.com	yinweichun@gtjas.com
证书编号	S0880511080001	S0880112050003	S0880513080001

本报告导读:

我们认为随着创业板再融资的放开，公司外延并购将启动，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.58 元、2.09 元和 2.71 元。

投资要点:

- **投资建议:** 目标价 73 元，维持“增持”评级。考虑到博杰广告的完全并表以及公司内生增长，我们上调 2014-2016 年 EPS 至 1.58 元(原 1.41)、2.09 (原 1.66) 元和 2.71 元。参考行业可比公司估值，给予 2014 年 EPS1.58 元 46 倍 PE 估值，上调目标价至 73 元，维持“增持”评级。
- **与众不同的认识:** 市场认为随着公司规模的增长，并购带来的边际效应递减；而我们预计随着创业板再融资的放开，公司有望进行更大规模的外延式扩张。①营销传播公司的成长受制于人力资源的天花板，往往通过不断并购进行产业链布局，进而形成营销传播集团；②2014 年 1 季度公司资产负债率为 47.34%，已初步满足证监会征求意见稿中创业板公司再融资条件。③公司 2013 年定增已基本消化完毕，收购博杰广告整合效果较好，随着再融资放开，2014 年有望启动新一轮外延扩张步伐。
- **加大技术投入，抢夺数字营销制高点。**①技术和盈利模式将是传统营销传播公司未来突破的两个方向：一是通过技术和数据将传统的个性化服务进行产品化和半产品化；二是介入客户销售环节，分享销售利润；②数字化和国际化将是公司未来布局的重点方向，预计 2014 年公司将加强在大数据、移动互联网、电子商务和视频的布局力度。
- **催化剂:** 创业板再融资放开，在数字营销领域取得突破。
- **核心风险:** 业绩对赌陆续结束，团队人员流失风险；经济增速放缓

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,175	3,584	5,751	7,441	9,280
(+/-)%	72%	65%	60%	29%	25%
经营利润 (EBIT)	314	562	1,031	1,391	1,826
(+/-)%	111%	79%	84%	35%	31%
净利润	236	439	751	991	1,284
(+/-)%	95%	86%	71%	32%	30%
每股净收益 (元)	0.59	0.95	1.58	2.09	2.71
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	14.4%	15.7%	17.9%	18.7%	19.7%
净资产收益率 (%)	17.1%	11.7%	16.9%	18.6%	19.7%
投入资本回报率 (%)	21.6%	18.8%	24.9%	35.6%	41.9%
EV/EBITDA	60.1	39.2	23.6	16.8	12.3
市盈率	88.4	55.5	33.1	25.1	19.4
股息率 (%)	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 73.00

上次预测: 33.47

当前价格: 52.01

2014.05.07

交易数据

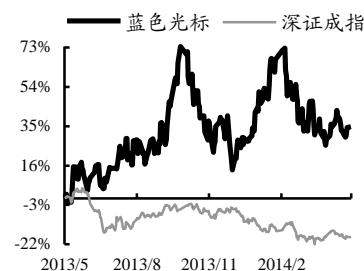
52 周内股价区间 (元)	36.89-68.79
总市值 (百万元)	24,655
总股本/流通 A 股 (百万股)	474/262
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	55%
日均成交量 (百万股)	2.33
日均成交值 (百万元)	127.22

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,098
每股净资产	8.64
市净率	6.0
净负债率	-22.38%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.12	0.26
Q2	0.18	0.42
Q3	0.27	0.45
Q4	0.38	0.45
全年	0.95	1.58

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	-20%	34%
相对指数	5%	-16%	53%

相关报告

- 《并购带来增速与估值的双提升》2013.04.24
- 《媒介资源完善 价值显著提升》2013.04.16
- 《业绩符合预期 并购进程超预期》2013.04.03
- 《试探性收购是好的开始》2013.01.31
- 《分时并购终止 并购策略延续》2012.11.28

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		