

高淳陶瓷(600562)

重组后的想象空间

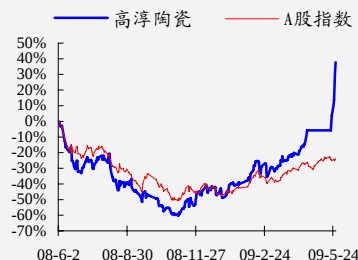
原材料/其他建材

投资要点:

- 5月20日高淳陶瓷发布资产置换及注入的重组公告。中国电子科技集团下属南京14所将作为新的控股方介入高淳陶瓷。
- 此次置换和注入的业务，属于南京14所的部分民品业务，也就是国睿集团下属的三个公司，再加上研究所直属的两个事业部。本次重大资产重组完成后，高淳陶瓷将拥有十四所微波电路部、信息系统部两个直属事业部相关经营性资产和恩瑞特100%的股权、国信通信100%的股权、兆伏电子100%的股权。
- 南京14所还有部分民品业务存在再次注入的可能。
- 按照南京14所2008年净利润3.8亿人民币考虑，14所内部下属各业务分部之间具有较为显著的上下游协同关系，对各业务分部的盈利具有较强的调控能力。我们对09年上市公司部分实现超过1亿的净利润有信心。
- 按照2009年1.1亿元的净利润、新增股本7000万/总股本15408.93万股计算，2009年每股盈利达到了0.71元/股。如果按照公司注入资产的电子信息业分类，按照同类公司25倍09年PE计算，合理估值在17.75元左右。但随着最近市场情绪高涨，重组类股票较受资金追捧，存在心理溢价带来的交易性机会。

2009年6月1日

走势图



市场数据

2009-6-1

收盘价:	13.08 元
52 周最高价:	11.89 元
52 周最低价:	3.34 元
平均持仓成本:	

基本数据

2008Q4

总股本(万股):	8,409
流通A股(万股):	8,409
每股收益(元):	(0.28)
每股净资产(元):	3.78
每股经营现金流(元):	(0.45)
市净率:	3.46

分析师: 马肃平

TEL: (8621)6336 7000-266

FAX: (8621)6337 3209

Email: masp@nesc.cn

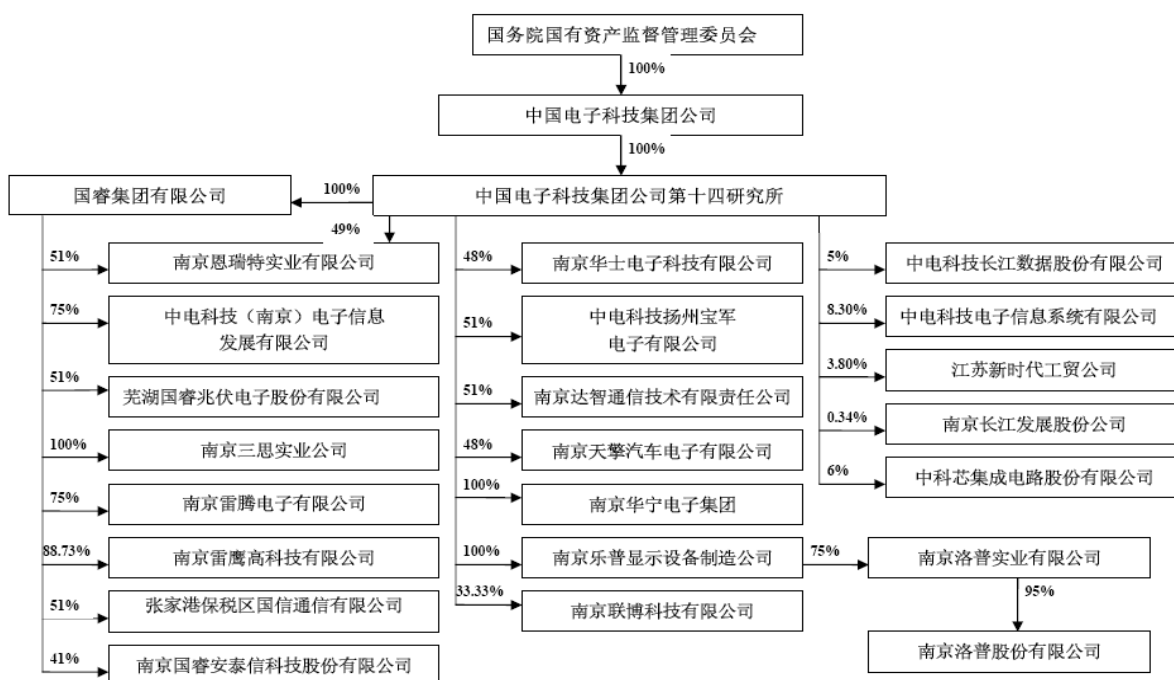
地址: 上海市延安东路45号20F

(邮编 200002)

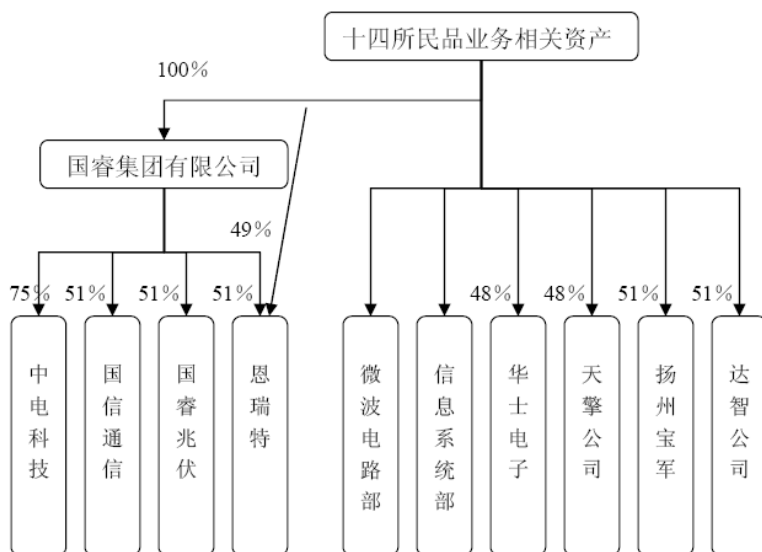
5月20日高淳陶瓷发布资产置换及注入的重组公告。中国电子科技集团下属南京14所将作为新的控股方介入高淳陶瓷。

南京14所是中国电子科技集团下属的一个主力研究所，业务繁多，大体可以分为军品和民品两大块业务。截至2008年12月31日，十四所总资产71.45亿元，净资产30.03亿元，2008年实现营业收入43.42亿元，实现净利润3.79亿元，资产负债率57.98%，利润增长率14%，净资产收益率12.62%，主营收入增长率13.03%。南京14所的民品业务，以后都将逐渐装入国睿集团有限公司内。

图表1 南京14所业务架构

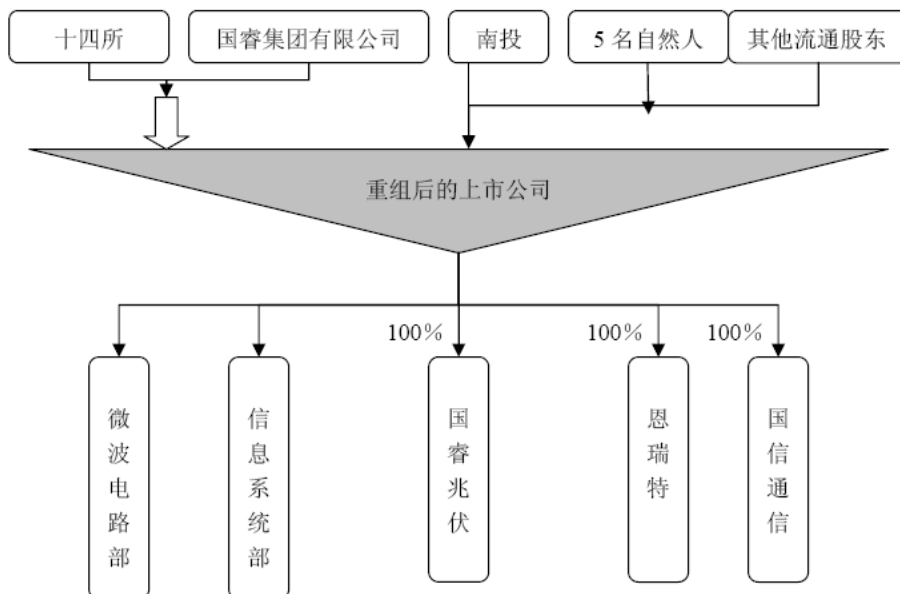


图表2 十四所民品业务相关资产



此次置换和注入的业务，属于南京 14 所的部分民品业务，也就是国睿集团下属的三个公司，再加上研究所直属的两个事业部。本次重大资产重组完成后，高淳陶瓷将拥有十四所微波电路部、信息系统部两个直属事业部相关经营性资产和恩瑞特 100%的股权、国信通信 100%的股权、兆伏电子 100%的股权。

图表 3 重组后的上市公司业务架构



1. 标的资产的盈利能力

公告中对以上 5 项资产中的三项资产提供了历史财务数据，但并不全面。因此我们只能根据公告中所说的“2009 年，预计标的资产净利润不低于 10000 万元。”按照南京 14 所 2008 年净利润 3.8 亿人民币考虑，14 所内部下属各业务分部之间具有较为显著的上下游协同关系，对各业务分部的盈利具有较强的调控能力。我们对 2009 年上市公司部分实现超过 1 亿的净利润有信心。

1) 南京恩瑞特实业有限公司

主要经营范围：通信传输设备（地面卫星接收设施除外）、机电一体化设备、工业自动化设备、电子产品、电子元器件、计算机软硬件、仪器仪表的研究、开发、生产、销售及维护服务；工业自动控制、仿真系统的开发、系统集成、工程施工；电子系统、网络工程的施工；以上项目的技术咨询、技术服务、技术转让；普通机械加工；房地产开发与经营。

图表 4 南京恩瑞特历史盈利能力

项 目	2009 年 3 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
资产合计	19,725.0	21,068.2	21,159.0
负债合计	8,052.8	7,699.3	8,328.9
归属于母公司的所有者 权益合计	11,672.1	13,369.0	12,830.0
	2009 年第 1 季度	2008 年度	2007 年度
营业收入	1,881.2	18,719.1	16,191.8
利润总额	-424.8	2,289.0	990.4
归属于母公司所有者的 净利润	-446.8	1,788.9	307.0

2) 芜湖国睿兆伏电子股份有限公司

国睿兆伏的主要经营范围是脉冲功率电子系统工程、微波电子系统工程、控制系统工程、特种电源及送变组件、冷却系统及设备、图像及数据传输技术、功率电子及微波元件等电子系统工程与设备的研究开发、设计制造、销售，以及相关技术的服务和咨询。

图表 5 芜湖国睿兆伏历史盈利数据

项 目	2009 年 3 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
资产合计	6,654.9	5,908.2	1,400.0
负债合计	2,390.5	2,088.2	
归属于母公司的所有 者权益合计	4,264.4	3,820.1	1,400.0
	2009 年第 1 季度	2008 年度	2007 年度
营业收入	1,220.3	4,623.1	
利润总额	596.1	3193.0	
归属于母公司所有者 的净利润	444.3	2,420.1	

3) 张家港保税区国信通信有限公司

主要从事无线通信的 TD-SCDMA、WCDMA 智能天线和美化天线、射频模块等产品的开发、制造、销售以及相关技术的服务和咨询。

图表 6 国信通信历史盈利数据

项目	2009 年 3 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
资产合计	6,756.7	4,425.2	3,904.1
负债合计	5,284.0	3,408.1	2,958.0
归属于母公司的所有者权益合计	1,472.7	1,017.1	946.0
	2009 年第 1 季度	2008 年度	2007 年度
营业收入	2,138.7	3,646.9	830.8
利润总额	554.4	102.9	-202.4
归属于母公司所有者的净利润	455.6	71.1	-209.3

4) 十四所微波电路部

微波电路部是国内最早开展微波电路和微电路技术研究的单位之一,集研发设计、工艺设计、批量生产调试为一体的综合性微电路技术研究部。该部主要从事射频微波电路、子系统和系统设计、各种射频微波电路的生产、调试。

5) 十四所信息系统部

信息系统部是十四所直属研究部,是国内最早专业从事微波铁氧体器件的研究、设计、开发、制造与服务单位之一,拥有全套的微波铁氧体材料和微波铁氧体器件、驱动器和波控研制和生产所需的仪器, 仪表和设备。

2. 重组后的估值

1) 资产注入的对价

根据高淳陶瓷 2009 年第一季度报告财务数据显示,拟置出资产总计为 72,473.82 万元,负债总计为 34798.30 万元,归属于母公司的净资产为 31,008.25 万元。

假设注入资产以预估值 7 亿元，置出资产以帐面值 3.1 亿元测算，上市公司重组前后的股权结构如下所示。总股本增加约为 5600 万股。

但是由于注入资产实际价值还要通过国资委相关部门审定，我们预计最终审定结果可能超过 7 亿，因此实际增加股本可能在 6000 万~8000 万股之间。

图表 7 重组前后的股本变化对比

单位：万股

股东名称	重组前		重组后	
	股份数量	持股比例%	股份数量	持股比例%
高淳国资（控股）有限	2634.85	31.33	336.69	2.40
中电十四所及其一致行动人	-	-	6633.06	47.34
原其它股东	5774.08	68.67	5774.08	41.21
新增其它股东			1267.24	9.05
合计	8408.93	100.00	14011.30	100

本次发行股份的价格不低于本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票的交易均价，即 6.96 元/股。

按照 2009 年 1.1 亿元的净利润、新增股本 7000 万/总股本 15408.93 万股计算，2009 年每股盈利达到了 0.71 元/股。如果按照公司注入资产的电子信息业分类，按照同类公司 25 倍 2009 年 PE 计算，合理估值在 17.75 元左右。但随着最近市场情绪高涨，重组类股票较受资金追捧，存在心理溢价带来的交易性机会。

近日公司股价连续封涨停。我们认为，如果能在 15 元左右打开涨停，还具有介入价值。

2) 资产注入后的盈利能力和成长能力

根据公告介绍，3G 智能天线、微波铁氧体器件、功率电子器件、交通电子系统是此次标的资产的主要产品，属于微波和信息技术产业范畴。总体而言，发展前景广阔，标的资产具备较强的技术和市场优势，在宏观产业政策的大力推动下，标的资产具备较强的未来持续发展能力。以下内容主要摘自重组公告。

3G 智能天线产品是国信通信的主要业务。2009 年，运营商开始建设 3G 网络，对于 3G 智能天线等基站的需求也快速增长。公司在原来产能的基础上，新建了 TD-SCDMA 和 WCDMA 天线生产线各四条，形成年产 20 万付天线的产能。

上世纪 90 年代以前，微波铁氧体器件一直以军用为主。九十年代后，随着民用移动通信技术以及雷达技术的快速发展，微波铁氧体器件逐渐向民用产品领域扩张，其市场需求不断增加，市场容量不断膨胀。十四所早在上世纪五十年代起就从事微波铁氧体器件的研发和生产工作，是中国最具实力的微波铁氧体器件研制单位。

功率电子器件随着国家在安检反恐、医疗设备、无损探伤、工业 CT、辐照（食

品保鲜、医用灭菌、现代农业)、污水处理、烟气净化等关系到国计民生等领域投入的进一步加大,未来的市场需求将会日益扩大。高性能 X 光机的研发已达到了国外先进水平,在关键指标上超过了国外知名公司的水平,批量生产后将填补我国在高端 X 光机产业化上的空白。

交通电子业务主要包括轨道交通信号系统和智能交通系统。轨道交通信号系统的技术与品牌在国内都属于领先地位,市场占有率达到 18%,排在国内第三位。随着政府的大力投资,轨道交通产业进入快速发展期,产品市场空间较大。智能交通产业已经被国家列为重点扶持的新兴高新技术产业专项。标的资产智能交通系统产品已经广泛运用于南京及其他城市交通的诸多领域,先后完成了沪杭公路等多个项目。

3) 未来有资产再次注入的可能

公告中对南京 14 所原有民用航管雷达、气象雷达等产品是否在本次重组中注入并无提及。我们认为这为南京 14 所未来的资本运作提供了进一步资产注入的可能。朦胧的公告和注入资产的不确定性为未来公司股价提供了交易性机会。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209