

2014年11月18日

茂硕电源 (002660.SZ)

持续推动并购战略，进军 FPC 领域

■**并购湖南方正达 55% 股权：**公司拟收购湖南方正达股东方笑求、蓝顺明夫妇合计 55% 的股权，并配套融资 3009.6 万元，预计发行价格为 8.64 元/股。方正达承诺 2014~2017 年度实现的扣非净利润分别不低于 3484.8 万元、4356.0 万元、5227.2 万元、5400.0 万元。

■**进军 FPC，开拓可穿戴市场：**方正达主业为柔性印制电路板 (FPC) 的研发、生产和销售，产品主要应用于 LED 节能照明领域，与茂硕电源形成较好的协同效应。方正达 FPC 产品也适用于智能移动终端和可穿戴设备等新兴应用领域，产品已向下游客户送样并开始小批量试生产。我们认为随着可穿戴设备普及率的提升，方正达业务存在快速发展潜力。

■**持续推动并购战略：**公司 2013 年以来先后并购投资深圳富凌、海宁茂硕诺华能源、河南茂鑫能源等公司，开拓了光伏逆变器、光伏发电、EMC 等新业务，以弥补主业 LED 电源因行业竞争加剧给公司带来的不利影响。我们判断并购方正达完成后，未来公司并购战略还将延续，不断形成新的利润增长点，实现不同业务间的有效协同。在新能源市场，公司尤其具有较好的发展空间。

■**发布新一轮股权激励计划：**公司计划向 67 名中高层管理人员及核心业务 (技术) 人员授予 770 万限制性股票，授予价格 4.80 元/股。行权条件为 2015、2016、2017 年公司扣非净利润不低于 2000 万元、4000 万元、6000 万元。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 12.80 元。预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 -0.16 元、0.16 元、0.32 元。公司 2014 年仍将亏损，预计 2015 年后迎来反转，业绩具有较大弹性。鉴于公司市值较小，通过持续推动并购战略，进入更有潜力的新兴领域，首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 12.80 元，相当于 40 年 2016 年动态市盈率。

■**风险提示：**并购审核能否通过风险，新业务开拓风险等

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	550.0	606.8	719.5	1,188.8	1,545.5
净利润	47.5	24.9	-39.3	41.4	80.1
每股收益(元)	0.19	0.10	-0.16	0.16	0.32
每股净资产(元)	2.70	2.72	2.79	2.92	3.16

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	51.4	97.9	-62.1	59.0	30.5
市净率(倍)	3.6	3.6	3.5	3.3	3.1
净利润率	8.6%	4.1%	-5.5%	3.5%	5.2%
净资产收益率	6.9%	3.4%	-5.7%	7.6%	11.8%
股息收益率	0.4%	0.2%	0.0%	0.4%	0.8%
ROIC	22.0%	5.2%	-9.0%	9.6%	20.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

电子设备 III

投资评级

买入-A

首次评级

6 个月目标价

12.80 元

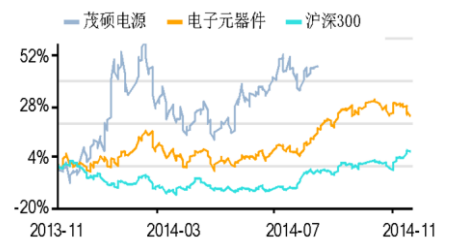
股价 (2014-11-17)

9.67 元

交易数据

总市值 (百万元)	2,440.79
流通市值 (百万元)	1,497.50
总股本 (百万股)	252.41
流通股本 (百万股)	154.86
12 个月价格区间	7.61/13.87 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.54	-18.46	-15.95
绝对收益	-0.41	-9.71	-6.75

赵晓光

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-68766193

郑震湘

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514060005
zhengzx@essence.com.cn
021-68763580

邵洁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514080002
shaojie@essence.com.cn

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总(2014年11月18日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	550.0	606.8	719.5	1,188.8	1,545.5	成长性					
减:营业成本	428.6	477.8	595.1	897.8	1,174.9	营业收入增长率	-0.8%	10.3%	18.6%	65.2%	30.0%
营业税费	4.2	3.9	4.6	7.6	9.8	营业利润增长率	-22.8%	-66.7%	-424.7%	-217.2%	78.1%
销售费用	26.1	38.5	58.3	89.2	105.1	净利润增长率	-11.6%	-47.5%	-257.8%	-205.2%	93.6%
管理费用	46.9	67.9	102.0	132.6	152.5	EBITDA 增长率	-38.1%	-47.5%	-265.4%	-299.5%	75.3%
财务费用	-8.5	0.4	-2.9	-5.2	-6.4	EBIT 增长率	-42.5%	-58.6%	-435.6%	-201.4%	83.1%
资产减值损失	4.8	10.3	19.0	15.0	14.0	NOPLAT 增长率	-39.8%	-57.2%	-417.2%	-201.4%	83.1%
加:公允价值变动收益	-0.1	1.5	-2.0	0.5	2.0	投资资本增长率	79.7%	84.8%	-5.3%	-12.1%	12.5%
投资和汇兑收益	-0.1	6.3	7.0	8.0	10.0	净资产增长率	204.6%	1.3%	2.6%	6.7%	10.5%
营业利润	47.6	15.9	-51.5	60.4	107.5	利润率					
加:营业外净收支	6.6	10.4	4.3	7.1	9.2	毛利率	22.1%	21.3%	17.3%	24.5%	24.0%
利润总额	54.2	26.2	-47.3	67.5	116.7	营业利润率	8.7%	2.6%	-7.2%	5.1%	7.0%
减:所得税	7.0	2.6	-7.1	10.1	17.5	净利润率	8.6%	4.1%	-5.5%	3.5%	5.2%
净利润	47.5	24.9	-39.3	41.4	80.1	EBITDA/营业收入	8.4%	4.0%	-5.6%	6.7%	9.1%
						EBIT/营业收入	7.1%	2.7%	-7.6%	4.6%	6.5%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	16	16	19	18	20
货币资金	405.9	199.7	208.8	311.7	333.3	流动营业资本周转天数	96	146	151	74	53
交易性金融资产	-	1.5	0.5	0.7	0.9	流动资产周转天数	391	475	393	280	258
应收帐款	252.7	302.0	334.5	426.5	451.8	应收帐款周转天数	136	165	159	115	102
应收票据	38.4	42.3	42.0	92.4	72.7	存货周转天数	55	53	52	41	37
预付帐款	13.1	1.5	15.6	10.5	24.1	总资产周转天数	443	579	507	351	317
存货	82.8	94.5	111.6	162.4	158.9	投资资本周转天数	142	235	250	139	106
其他流动资产	6.6	160.9	56.2	74.6	97.2						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.9%	3.4%	-5.7%	7.6%	11.8%
长期股权投资	3.0	23.2	23.2	23.2	23.2	ROA	5.1%	2.3%	-4.0%	4.3%	7.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	22.0%	5.2%	-9.0%	9.6%	20.1%
固定资产	24.6	29.7	47.2	71.9	99.0	费用率					
在建工程	72.4	118.5	118.8	111.2	96.7	销售费用率	4.7%	6.4%	8.1%	7.5%	6.8%
无形资产	13.3	14.5	12.4	10.4	8.3	管理费用率	8.5%	11.2%	14.2%	11.2%	9.9%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	财务费用率	-1.5%	0.1%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
资产总额	917.1	1,033.7	994.0	1,321.7	1,396.7	三费/营业收入	11.7%	17.6%	21.9%	18.2%	16.3%
短期债务	5.7	60.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	137.3	191.3	140.5	377.7	336.1	资产负债率	25.5%	33.0%	28.5%	42.7%	40.0%
应付票据	56.6	64.7	116.9	145.0	188.2	负债权益比	34.2%	49.3%	39.9%	74.4%	66.8%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	3.51	2.38	2.77	1.93	2.06
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.14	2.10	2.37	1.64	1.77
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-4.63	45.19	18.55	-10.67	-15.77
负债总额	233.7	341.3	283.7	563.8	559.3	分红指标					
少数股东权益	1.1	6.6	5.8	21.8	40.9	DPS(元)	0.04	0.02	-	0.04	0.08
股本	98.8	194.2	252.4	252.4	252.4	分红比率	20.8%	23.4%	0.0%	23.6%	24.6%
留存收益	583.6	491.5	452.2	483.8	544.2	股息收益率	0.4%	0.2%	0.0%	0.4%	0.8%
股东权益	683.5	692.3	710.3	757.9	837.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.19	0.10	-0.16	0.16	0.32
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	BVPS(元)	2.70	2.72	2.79	2.92	3.16
净利润	47.2	23.6	-39.3	41.4	80.1	PE(X)	51.4	97.9	-62.1	59.0	30.5
加:折旧和摊销	8.3	9.9	14.3	25.0	39.5	PB(X)	3.6	3.6	3.5	3.3	3.1
资产减值准备	4.8	10.3	-	-	-	P/FCF	-20.9	-15.6	-33.9	24.4	91.2
公允价值变动损失	0.1	-1.5	-2.0	0.5	2.0	P/S	4.4	4.0	3.4	2.1	1.6
财务费用	1.3	1.2	-2.9	-5.2	-6.4	EV/EBITDA	26.9	68.5	-55.3	26.6	15.1
投资损失	0.1	-6.3	-7.0	-8.0	-10.0	CAGR(%)	6.7%	61.4%	-190.7%	6.7%	61.4%
少数股东损益	-0.3	-1.3	-0.8	16.0	19.1	PEG	7.7	1.6	0.3	8.8	0.5
营运资金的变动	-46.8	-224.7	65.2	70.6	-47.0	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	4.7	5.9	27.4	140.3	77.3	REP					
投资活动产生现金流量	-82.4	-240.4	-19.4	-32.7	-42.4						
融资活动产生现金流量	377.0	41.5	1.1	-4.6	-13.3						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵晓光、郑震湘、邵洁分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034