

茂硕电源 (002660)

——并购切入 FPC 市场，积极打造资产整合平台

报告原因：强调原有的投资评级

买入

维持

市场数据:	2014年11月17日
收盘价(元)	9.67
一年内最高/最低(元)	14.17/7.93
上证指数/深证成指	2474/8284
市净率	3.5
息率(分红/股价)	0.31
流通 A 股市值(百万元)	1498

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	2.73
资产负债率%	36.26
总股本/流通 A 股(百万)	252/155
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《茂硕电源(002660)——并购扩张进入自动化领域,利好公司长期战略布局》 2014/01/07

《茂硕电源(002660)2013 年中报点评》 2013/08/20

证券分析师

张騅 A0230512070013
zhanglu@swsresearch.com

联系人

施妍
(8621)23297818x7340
shiyen@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号
电话:(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	607	10	25	-48	0.13	21.3	3.6	75	93
14Q1-Q3	485	22	-14	-	-0.05	18.0	-2.0		
2014E	750	23.6	-10	(139.4)	(0.04)	17.3	(1.5)	(248.8)	901.6
2015E	903	20.4	23	-	0.09	24.7	3.3	106.1	38.2
2016E	1,189	31.7	54	132.9	0.21	26.0	7.1	45.6	23.0

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点:

- **并购方正达切入 FPC 市场。**茂硕电源公告发行股份及支付现金收购方笑求、蓝顺明夫妇持有的湖南方正达 55% 股权。标的资产方正达 55% 股权交易价格为 19166.4 万元，84.3% 以上市公司非公开发行股份方式支付，其余 15.7% 向特定对象宗佩民、曹国熊发行股份募集配套资金支付，发行价格为公告前 20 个交易日平均价格的 90%，8.64 元/股。
- **LED 用 FPC、PCB 行业龙头，未来可望突破智能穿戴。**湖南方正达主要生产和销售柔性线路板（FPC）：主要应用于 LED 柔性灯条；印刷电路板（PCB）：主要应用于 LED 照明产品。茂硕电源与方正达在 LED 市场中有一定的客户资源互补，可望形成资源整合效应。随着智能穿戴行业的兴起，未来方正达有望逐步切入更具爆发力和弹性的消费电子市场领域，获得更大的发展空间。
- **重启股权激励，优化管理体制。**茂硕电源公告限制性股票激励计划，合计 770 万股，授予价格为 4.8 元。解锁条件为 2015-2017 年扣非非经常性损益后的净利润不低于 2000 万元/4000 万元/6000 万元。此次股权激励的激励人员相比前一次已经发生较大的变化，我们认为公司取消激励重新启动，正是为了配合公司整体战略转型与团队人员更新，股权激励完成后可望有效激励管理团队实现公司整体战略的稳步实施。
- **力求打造资产整合平台。**此次公司定向增发的两位股东都是活跃在国内创投和资本运作领域的资深专家，将引入更多的资本运作经验与市场资源。我们认为，茂硕电源未来可望利用上市公司平台积极进行资本运作，结合目前公司已经投资的并购基金等子公司，以及新引入的股东资源，实现在绿色照明与新能源领域的持续战略布局。
- **维持买入评级。**由于公司 2014 年经历大幅度战略转型，业绩低于预期，我们将此前公司 14-15 年盈利预测 0.40 元，0.73 元下调至 14-16 年增发摊薄前 -0.04 元，0.09 元，0.21 元。考虑到公司作为资产整合平台的长期价值，维持买入评级。

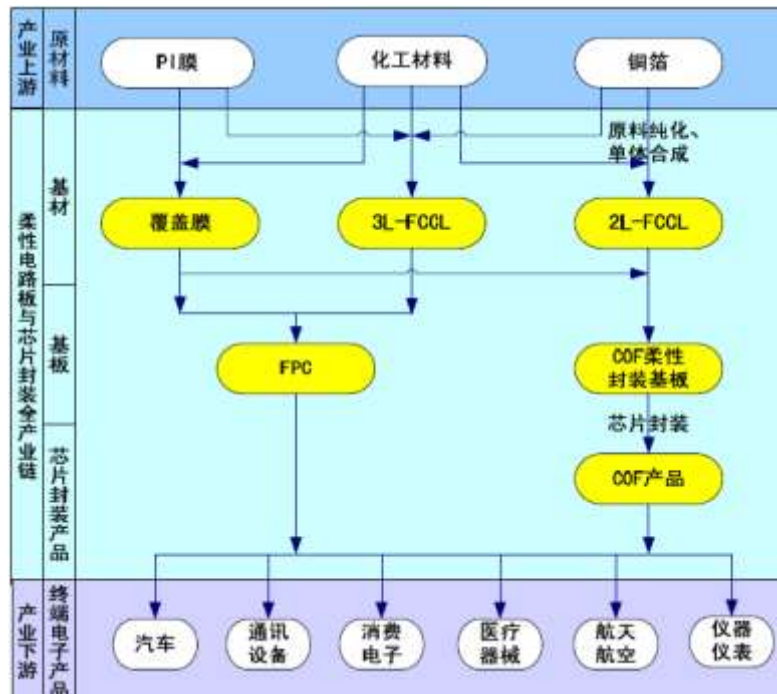
1. 柔性线路板（FPC）行业空间广阔

FPC（Flexible Printed Circuit board），即柔性印制电路板，是连接电子零件用的基板和电子产品信号传输的媒介，作为印制电路板的一种重要类别。按照不同的分类方法柔性印制电路板分为不同的种类，按层数划分，FPC 可分类为单面柔性板、双面柔性板、多层柔性板；按柔软度划分，FPC 可分类为柔性板、刚柔结合板（即刚性板与柔性板相接合的印制电路板）。与刚性印制电路板相比，柔性印制电路板具有以下优势：

- 1，轻、薄、短、小，结构灵活，可弯曲、卷曲、折叠和立体组装，能取代很多转接部件，便于最大使用有效空间，使电子产品在外观上变得更为轻薄，广泛应用于具有小型化、轻量化和移动要求的各类电子产品；
- 2，耐热性高，可制造更高密度和更精细节距的产品，满足元器件之间高密度互连及高稳定性的要求，使信号输出品质有较大提升；
- 3，可采用卷绕的传送滚筒加工方法（Roll-to-Roll），易于自动化、量产化，提高生产效率。

FPC 下游需求空间巨大。FPC 下游应用领域很广，包括汽车、通讯设备、消费电子、医疗器械、航天航空和仪表仪器等。

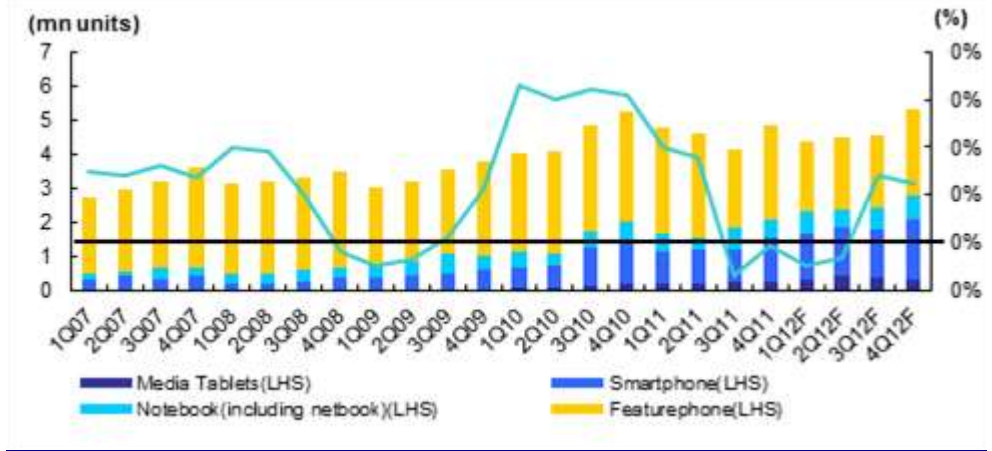
图 1：FPC 产业链



资料来源：申万研究

消费电子产品出货量大，产品生命周期短，更新速度快，对 FPC 需求同样巨大，成为 FPC 应用市场中非常重要的组成部分。

图 2：消费电子市场呈现快速增长趋势



资料来源：IDC,申万研究

随着智能手机、平板电脑以及智能电视的需求兴起，对于 FPC 的需求正呈现出快速的增长趋势。不仅仅是应用的领域广阔，同时在每个领域需要应用柔性电路板的地方也很多。拿消费电子中最多应用的手机终端来说，超过 7 个部位需要用到柔性电路板。

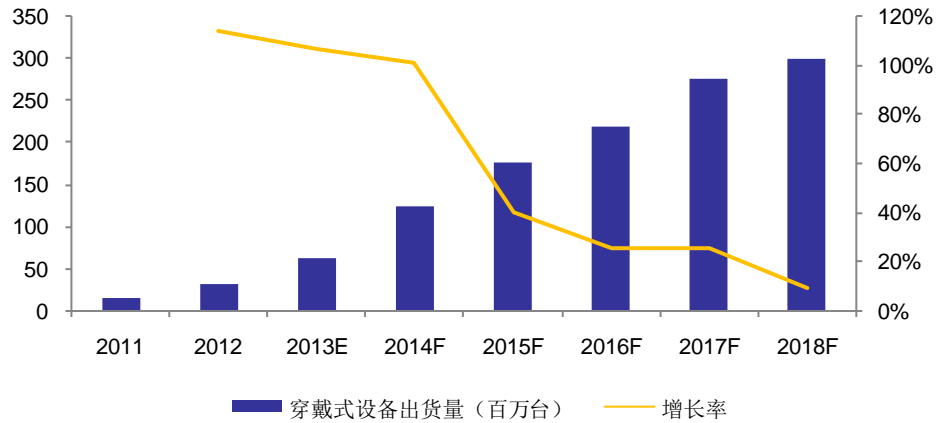
图 2：FPC 在手机终端中的应用



资料来源：申万研究

可穿戴设备的兴起带动 FPC 的需求。自去年 Google Glass 发布以来，移动可穿戴设备成为市场焦点可穿戴设备成为未来移动设备主流只是时间问题。我们预计，未来几年年将成为穿戴式设备爆发元年，预期各类穿戴式设备出货量将超过 1 亿支，同比增速超过 100%。预计到 2018 年全球穿戴式设备出货量将超过 3 亿只。

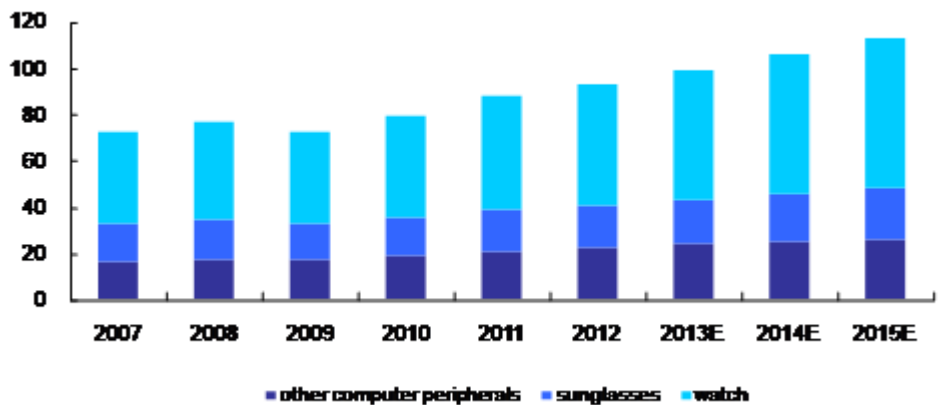
图 3：穿戴式产品将迎来爆发



资料来源：BI Intelligence, 申万研究

从市场空间来看，直观上可能被穿戴式产品替代的产品包括手表、墨镜等市场，2012 年全球手表、墨镜市场规模已经达到 810 亿美元。未来一代穿戴式电子产品成为主流趋势，传统手表、墨镜市场可能面临极大的替代风险，也成为穿戴式设备中智能手表、智能眼镜市场空间可期待的数字。

图 4：穿戴式设备未来空间巨大



资料来源：申万研究

FPC 凭借其轻、薄、短、小，结构灵活等特点，使电子产品在外观上变得更为轻薄，广泛应用于具有小型化、轻量化和移动要求的各类电子产品；可穿戴设备的特性正好符合 FPC 产品的特点。正是在下游应用领域不断驱动的条件下，全球 FPC 的需求强劲柔性印制电路板需求由下游终端电子产品需求所主导，**随着下游终端电子产品不断更新换代，全球柔性印制电路板行业近年来保持较快发展。**

2. 并购湖南方正达，切入 FPC 产业

FPC 行业集中度分散，并购成为切入该行业的主流方法

中国大陆目前有 100 多家 FPC 生产企业，从产业规模上来说已经成为产量大国，但市场集中度较低，呈现高度分散的竞争格局，生产厂家集中分布在广东省（厂家数量约占 49%）、华东地区（厂家数量约占 31%），其中，有近 1/3 数量的企业是外商投资的企业，外资企业在生产工艺和规模上均领先于内资企业，它们的产值总和约占国内 FPC 生产总值的 80% 以上。

茂硕电源公告发行股份及支付现金收购方笑求、蓝顺明夫妇持有的湖南方正达 55% 股权。标的资产方正达 55% 股权交易价格为 19166.4 万元，84.3% 以上上市公司非公开发行股份方式支付，其余 15.7% 向特定对象宗佩民、曹国熊发行股份募集配套资金支付，发行价格为公告前 20 交易日平均价格的 90%，8.64 元/股。

表 1：收购支付安排

姓名	股权	支付对价	现金支付（万元）	股份支付（万股）
方笑求	27.5%	9583.2	1504.8	935
蓝顺明	27.5%	9583.2	1504.8	935
合计	55.0%	19166.4	3009.6	1870

资料来源：申万研究

此次交易将向方笑求、蓝顺明夫妇发行 1870 万股，向宗佩民、曹国熊增发 623.33 万股，合计 2493.33 万股。

根据茂硕电源与方笑求、蓝顺明签订的盈利预测补偿协议，如果 2014 年内完成交易，2014-2016 年实现净利润不低于 3484.8 万，4356.0 万，5227.2 万；若未能在 2014 年内完成，则 2015-2017 年实现净利润不低于 4356.0 万，5227.2 万，5400.0 万。考虑到目前已经 11 月中旬，年内完成交易概率较小，实际业绩承诺按照 2015-2017 年要求。根据计算 55% 股权对应 2014、15 年净利润贡献 1917，2396 万，本次交易对应 2014、15 年市盈率约为 10、8 倍。

湖南方正达主要生产和销售柔性线路板（FPC）和印刷电路板（PCB），包括单面软板、双面软板、镂空软板；单面硬板、双面硬板、铝基硬板等。

目前 FPC 产线一条，设计产能 20 万平方米/月，实际产能 11.22 万平方米/月。PCB 产线一条，设计产能 4 万平方米/月，实际产能 0.53 万平方米/月。在建厂房两座，计划用于原材料自制生产线扩产及扩充 FPC 产品产能。

公司生产的 FPC 主要应用于 LED 柔性灯条，在工程装饰、节日礼品、圣诞灯等市场应用成熟，并逐步向其他应用领域扩展。公司生产的 PCB 产品主要应用于 LED 照明产品，包括 LED 灯管、球泡灯、路灯等产品，随着 LED 照明应用的兴起，市场呈现出快速增长趋势。

茂硕电源目前主要产品为 LED、消费电子电源，与方正达在 LED 市场中有一定的客户资源互补优势，形成资源整合效应。同时方正达获得上市公司平台后，可望获得更多资源优势，进一步拓展 FPC 应用的空间，具有更好的发展前景。

随着智能穿戴行业的兴起，未来方正达有望逐步切入更具爆发力和弹性的消费电子市场领域，获得更大的发展空间。

3. 重启股权激励，优化管理体制

茂硕电源计划定向增发 A 股普通股票 770 万股，用于限制性股票激励，其中首次授予 700 万股，预留 70 万股，预留部分将在首次授予日起一年内授予。此次激励对象为在公司任职的董事、中高层管理人员及核心业务人员共计 67 人。

限制性股票的授予价格为公告前 20 个交易日平均价格 9.6 元的 50%，即 4.8 元。股权激励解锁条件为 2015-2017 年扣非非经常性损益后的净利润不低于 2000 万元/4000 万元/6000 万元。

根据公司测算，2015-18 年限制性股票摊销费用为 958.39 万元，455.74 万元，180.95 万元，13.40 万元。

此次股权激励时公司此前股权激励取消后再次实施，从激励人员看，公司管理团队已经发生较大的变化，我们认为公司取消激励重新启动，正是为了配合公司整体战略转型与团队人员更新，股权激励完成后可望有效激励管理团队实现公司整体战略的稳步实施。

4. 力求打造资产整合平台

本次收购公司将分别向特定对象宗佩民、曹国熊定向增发 311665 股募集配套资金 538.6 万元，占此次交易对价的 15.7%。

根据百度百科资料显示：宗佩民，浙江诸暨人，华睿投资集团有限公司董事长，中国浙江著名的风险投资人。宗佩民，1964 年 1 月生，本科学历，高级经济师，中

共党员，浙江省中科商学院客座教授。1985年毕业于杭州商学院（现浙江工商大学）统计系。1989年至1990年，宗先生在浙江省供销学校任助教；1990年至2001年，宗先生任浙江省兴合集团投资部部长；2001年至2002年，宗先生任浙江天堂硅谷创业投资有限公司研究部经理；从2002年开始，宗先生任浙江华睿投资管理有限公司董事长、浙江睿银创业投资有限公司董事长。宗佩民先生还兼任浙江永隆实业股份有限公司独立董事，浙江金帆达生化股份有限公司董事，浙江康盛股份有限公司监事长。

而根据浙江财经大学校友网资料显示：曹国熊，现任经纬中国管理合伙人、浙江普华集团董事长、西湖区政协委员、浙江财经大学硕士生导师等职，我校94会计专业毕业。中南财经政法大学硕士，中国注册会计师、注册税务师，高级会计师，著有《沃尔玛霸业》。2002年创立普华资本，2004年创建浙江普华会计师事务所，2009年成为经纬中国（Matrix China）管理合伙人，并创建经纬人民币基金。先后参与了中国三江、博纳影业、爱康国宾、昆仑在线、聚美优品、陌陌、91金融、果麦文化、快的打车、相机360、《后会无期》等200多个企业和项目的投资，并帮助20多家公司上市，成为创投界的领军人物，目前管理基金的总规模超过百亿。

从此次公司定向增发的两位股东背景来看，都是活跃在国内创投和资本运作领域的资深专家，公司此次引进两位投资者成为公司股东，将为上市公司引入更多的资本运作经验与市场资源。

我们认为，茂硕电源的未来一方面积极发展主业，优化产品、客户结构，提升整体效率与盈利能力，另一方面利用上市公司平台积极进行资本运作，结合目前公司已经投资的并购基金等子公司，以及新引入的股东资源，实现在绿色照明与新能源领域的持续战略布局。

利润表					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	550	607	750	903	1,189
二、营业总成本	502	599	762	857	1,102
其中：营业成本	429	478	620	680	880
营业税金及附加	4	4	5	5	7
销售费用	26	39	60	63	83
管理费用	47	68	90	108	131
财务费用	(8)	0	(2)	(1)	(1)
资产减值损失	5	10	(11)	1	2
加：公允价值变动收益	(0)	1	0	0	0
投资收益	(0)	6	0	0	0
三、营业利润	48	16	(12)	46	87

加：营业外收入	7	11	2	4	4
减：营业外支出	1	1	0	0	0
四、利润总额	54	26	(10)	50	91
减：所得税	7	3	0	8	14
五、净利润	47	24	(10)	43	77
少数股东损益	(0)	(1)	0	20	24
归属于母公司所有者的净利润	48	25	(10)	23	54
六、基本每股收益	0.52	0.13	(0.05)	0.12	0.28
全面摊薄每股收益	0.19	0.10	(0.04)	0.09	0.21

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。