

电气设备

报告原因：新股发行

2012 年 2 月 29 日

公司基本数据

发行前总股本（百万股）	72.8
首次发行（百万股）	24.28
大股东持股比例（%）	37.55

基础数据：2011 年 12 月 31 日

股东权益（亿元）	2.24
基本每股收益（元）	0.55
净资产收益率（摊薄）	27.3%

相关研究

分析师：梁玉梅

执业证书编号：S0760511010020

Tel: 010-82190396

E-mail: liangyumei@sxzq.com

MSN: meiyuliang2000@163.com

销售联系人：张小玲、孟军

0351-8686990, 010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

mengjun@sxzq.com

茂硕电源 (002660)

LED 驱动电源领军企业，受益行业高增长

公司研究/新股报告

投资要点：

国内领先的开关电源企业。公司成立于 2006 年 3 月，目前公司主要以消费电子类电源和大功率 LED 驱动电源为主营业务，是高可靠、高效能开关电源制造及解决方案提供商。2011 年公司营业收入达到 5.5 亿元，消费类电子电源占营业收入比例 73.56%，LED 驱动电源营业收入占比约 23.61%。

消费电子类电源潜力巨大。2010 年全球开关电源市场超过 120 亿美元（合计人民币约 756 亿元），通用开关电源（主要为消费类开关电源）占据 33% 左右份额，市场约 39.6 亿美元（合计人民币约 249.48 亿元）。公司 2011 年消费电子类电源销售收入仅 4 亿元，占全球市场份额仅 1% 左右，公司该业务仍处于起步阶段，未来的潜力仍很大。公司消费电子类电源产品主要包括 IT 通信类、AV 视听类中高端电子设备用电源。随着国内在开关电源技术水平不断提升、国际及台湾地区主流厂商向中国大陆进行产业转移，公司大客户战略和快速响应优势等因素的影响，公司在 IT 通信和 AV 视听领域还将保持稳定增长。

大功率 LED 电源是新动力。LED 路灯作为一个政府主导的新兴产业，未来两年增速将超过 100%，其驱动电源也将随之高速增长。公司是国内较早从事 LED 路灯驱动电源开发的公司之一，具有较大的先发优势和技术优势。LED 路灯由于要防水、防雷、防温差、防电网干扰等，相对 LED 灯珠的高寿命，驱动电源的故障占了总故障 70-80%，电源难度更高，LED 驱动电源行业壁垒高，行业集中度高，公司在国内 LED 驱动电源的市场份额达到 50% 以上。公司大功率 LED 驱动电源增长较快，营业收入由 2009 年的 0.32 亿元上升到 2011 年的 1.49 亿元，未来几年仍有望保持 50% 以上的高增速。

募投项目分析。公司本次拟发行股份 2,428 万股，发行后总股本 9,708 万股，占发行后总股本的 25.01%。本次募集资金用于：1) 惠州茂硕能源科技有限公司电源驱动生产项目；2) 惠州茂硕能源科技有限公司研发中心建设项目；3) 惠州茂硕能源科技有限公司信息化系统建设项目。募投项目主要用于扩大公司现有产能，新增年产 200 万只 LED 驱动电源和年产 3000 万只消费电子类开关电源的生产能力。

合理价值区间 19.2-24 元。预计公司 2012-2013 年摊薄后每股收益分别为 0.96 元、1.46 元。考虑到公司在大功率 LED 驱动电源的先发和技术优势，结合行业内平均估值水平，给予公司 2012 年 20-25 倍市盈率，建议申购区间为 19.2-24 元。



表 1：盈利预测假设（单位：万元）

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入				
消费电子类电源	35,836.07	40,006.32	52008.22	67610.68
LED 驱动电源	11,506.38	14,881.63	23810.61	35715.91
变压器	1,245.47	354.36	354.36	354.36
营业收入增速				
消费电子类电源	69.73%	11.64%	30%	30%
LED 驱动电源	262.16%	29.33%	60%	50%
变压器	-70.08%	-71.55%	0%	0%
毛利率				
消费电子类电源(%)	22.53%	23.96%	24%	24%
LED 驱动电源(%)	36.83%	36.27%	36%	36%
变压器(%)	26.04%	22.54%	22%	22%

资料来源：山西证券

表 2：盈利预测（单位：万元）

	2010 年报	2011 年报	2012E	2013E
营业收入	48,715.26	55,457.17	76173.18	103681
营业收入增速	71.20%	13.84%	37.35%	36.11%
营业成本	36,013.49	40,248.04	55041.43	74518.7
毛利率	26.07%	27.43%	27.74%	28.13%
营业税金及附加	106.27	244.92	336.4098	457.8946
销售费用	2,147.88	3,007.82	4131.391	5623.324
管理费用	4,811.84	5,096.20	5605.82	6166.402
财务费用	298.38	638.95	0	0
资产减值损失	10.64	56.37	0	0
公允价值变动净收益		9.22	0	0
营业利润	5,326.76	6,174.09	11058.13	16914.63
营业外收入	57.54	292.34	0	0
营业外支出	81.25	4.6	0	0
利润总额	5,303.05	6,461.84	11058.13	16914.63
所得税	558.06	1,082.82	1769.301	2706.341
净利润	4,744.99	5,379.02	9288.829	14208.29
少数股东损益	35.12	6.47	0	0
归属于母公司所有者的净利润	4,709.87	5,372.55	9288.829	14208.29
每股收益：	0.49	0.55	0.96	1.46
增速	97.18%	14.07%	72.89%	52.96%

资料来源：山西证券

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

特别申明：

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。市场有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。