

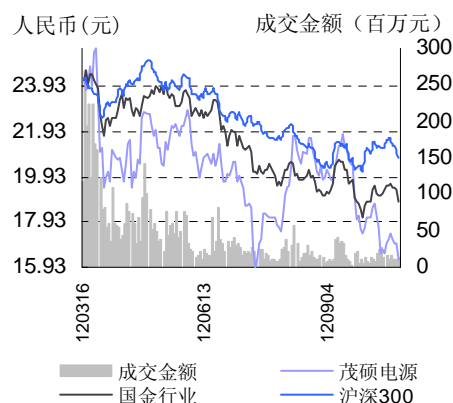
**茂硕电源 (002660.SZ)**
**其它电气设备行业**
**评级: 增持 维持评级**
**业绩点评**

市价 (人民币): 16.30 元

目标 (人民币): 21.40 元

**长期竞争力评级: 高于行业均值**
**市场数据 (人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	24.28
总市值(百万元)	15.82
年内股价最高最低(元)	25.65/15.93
沪深 300 指数	2247.91
中小板指数	4767.92


**相关报告**

1. 《股权激励草案, 稳定核心团队》, 2012.8.14
2. 《业绩符合预期, 下半年有望提速》, 2012.7.30
3. 《驱动电源先行者, 受益 LED 照明推广》, 2012.7.2

**张帅** 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

**宋佳** 联系人  
(8621)60753905  
songjia@gjzq.com.cn

## 消费类毛利率下滑, LED 业务提速

**公司基本情况 (人民币)**

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.647	0.738	0.638	0.856	1.154
每股净资产(元)	2.34	3.08	7.37	8.12	9.18
每股经营性现金流(元)	0.57	0.49	1.03	0.70	0.92
市盈率(倍)	N/A	N/A	25.53	19.03	14.12
行业优化市盈率(倍)	120.82	26.66	34.00	34.00	34.00
净利润增长率(%)	97.18%	14.07%	15.36%	34.15%	34.77%
净资产收益率(%)	27.70%	24.00%	8.67%	10.54%	12.58%
总股本(百万股)	72.80	72.80	97.08	97.08	97.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 公司公告 3 季报: 1-9 月公司实现营业收入 3.73 亿元, 同比下滑 12.92%, 实现净利润 3782 万元, 同比下滑 8.33%。

**经营分析**

- **消费类毛利率大幅下滑:** 公司消费电子电源业务受市场需求低迷的影响, 前三季度营收同比下滑 27.7%, 毛利率较上半年继续下滑 3 个百分点至 17.4% 左右, 其中三季度单季毛利率仅为 12%, 大幅下滑的主要原因在于销售规模的下降导致摊销的成本提升以及新的大客户第一批招标订单毛利率较低, 我们认为这一个短暂的波动, 随着公司精细化生产的推进以及大客户关系稳固, 毛利率有望回升到 18%-20% 的正常水平。
- **LED 驱动电源业务增长提速:** 前三季度公司 LED 驱动电源销售同比增长了 22.61%, 其中 3 季度单季实现销售 5200 万元, 同比增长 39.5%, 呈现加速增长的趋势。作为一个接单型的公司在整体收入下滑的情况下存货仍然比年初增加了 15%, 我们判断公司并不缺订单, 而由于 LED 推广政策实施慢于预期一定程度上影响到公司 LED 驱动电源产品的出货, 随着 4 季度开始 LED 推广政策的逐步落地, 我们认为公司 LED 驱动电源销售增速将进一步提升。
- **LED 户外照明推广的最大受益者, 产品毛利率相对稳定:** 公司作为国内 LED 驱动电源第一品牌, 是 LED 照明推广的最大收益者, 入围三部委招标 LED 路灯和隧道灯的 20 家企业 90% 以上都是公司的客户, 而目前 EMC 的推广方式也使得下游客户不会轻易的更换供应商, 目前公司 LED 业务毛利率仍然保持在 33% 的较高水平。

**盈利调整**

- 我们下调公司盈利预测, 预计 2012-2014 年实现净利润分别为 6200 万元、8310 万元和 1.12 亿元, 对应 EPS 分为 0.64 元、0.86 元和 1.15 元。

**投资建议**

- 目前股价分别对应 2012-2014 年的 25 倍、19 倍和 14 倍, 考虑到公司作为 LED 照明推广政策的最大受益标的, 以及公司明年年初新工厂投产后对消费类大客户配套能力的提升, 我们维持公司“增持”评级。

**图表1：三张报表**
**损益表（人民币百万元）**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>285</b>	<b>487</b>	<b>555</b>	<b>577</b>	<b>786</b>	<b>1,069</b>
增长率		71.2%	13.8%	4.0%	36.4%	35.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-221</b>	<b>-360</b>	<b>-402</b>	<b>-435</b>	<b>-590</b>	<b>-802</b>
<b>%销售收入</b>	<b>77.7%</b>	<b>73.9%</b>	<b>72.6%</b>	<b>75.4%</b>	<b>75.1%</b>	<b>75.1%</b>
<b>毛利</b>	<b>63</b>	<b>127</b>	<b>152</b>	<b>142</b>	<b>196</b>	<b>267</b>
%销售收入	22.3%	26.1%	27.4%	24.6%	24.9%	24.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>
%销售收入	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
<b>营业费用</b>	<b>-11</b>	<b>-21</b>	<b>-30</b>	<b>-29</b>	<b>-39</b>	<b>-53</b>
%销售收入	3.9%	4.4%	5.4%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>管理费用</b>	<b>-26</b>	<b>-48</b>	<b>-51</b>	<b>-52</b>	<b>-73</b>	<b>-95</b>
%销售收入	9.0%	9.9%	9.2%	9.1%	9.3%	8.9%
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>26</b>	<b>56</b>	<b>69</b>	<b>58</b>	<b>79</b>	<b>113</b>
%销售收入	9.3%	11.6%	12.4%	10.0%	10.1%	10.5%
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>18</b>
%销售收入	0.2%	0.6%	1.2%	-1.9%	-2.1%	-1.7%
<b>资产减值损失</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>%税前利润</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>营业利润</b>	<b>25</b>	<b>53</b>	<b>62</b>	<b>68</b>	<b>96</b>	<b>130</b>
营业利润率	8.8%	10.9%	11.1%	11.9%	12.1%	12.1%
<b>营业外收支</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>27</b>	<b>53</b>	<b>65</b>	<b>73</b>	<b>99</b>	<b>133</b>
利润率	9.4%	10.9%	11.7%	12.7%	12.5%	12.4%
<b>所得税</b>	<b>-3</b>	<b>-6</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>	<b>-15</b>	<b>-21</b>
所得税率	10.6%	10.5%	16.8%	15.5%	15.5%	15.5%
<b>净利润</b>	<b>24</b>	<b>47</b>	<b>54</b>	<b>62</b>	<b>83</b>	<b>112</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>24</b>	<b>47</b>	<b>54</b>	<b>62</b>	<b>83</b>	<b>112</b>
净利率	8.4%	9.7%	9.7%	10.7%	10.6%	10.5%

**现金流量表（人民币百万元）**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>24</b>	<b>47</b>	<b>54</b>	<b>62</b>	<b>83</b>	<b>112</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>23</b>
<b>非经营收益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-18</b>	<b>-12</b>	<b>-29</b>	<b>32</b>	<b>-34</b>	<b>-45</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>11</b>	<b>42</b>	<b>35</b>	<b>100</b>	<b>68</b>	<b>89</b>
<b>资本开支</b>	<b>-17</b>	<b>-19</b>	<b>-11</b>	<b>-98</b>	<b>-47</b>	<b>-8</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-18</b>	<b>-19</b>	<b>-11</b>	<b>-99</b>	<b>-47</b>	<b>-8</b>
<b>股权募资</b>	<b>26</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>439</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>4</b>	<b>36</b>	<b>6</b>	<b>-24</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-5</b>	<b>-27</b>	<b>-11</b>	<b>-2</b>	<b>-12</b>	<b>-12</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>24</b>	<b>10</b>	<b>-4</b>	<b>412</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>

来源：国金证券研究所

**资产负债表（人民币百万元）**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>57</b>	<b>89</b>	<b>112</b>	<b>524</b>	<b>533</b>	<b>604</b>
<b>应收款项</b>	<b>152</b>	<b>208</b>	<b>193</b>	<b>214</b>	<b>291</b>	<b>395</b>
<b>存货</b>	<b>53</b>	<b>78</b>	<b>85</b>	<b>84</b>	<b>113</b>	<b>154</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>10</b>
<b>流动资产</b>	<b>274</b>	<b>378</b>	<b>395</b>	<b>828</b>	<b>946</b>	<b>1,163</b>
%总资产	94.0%	91.1%	90.3%	85.7%	84.8%	88.1%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>固定资产</b>	<b>15</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>120</b>	<b>152</b>	<b>141</b>
%总资产	5.3%	5.7%	5.8%	12.5%	13.7%	10.7%
<b>无形资产</b>	<b>2</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
<b>非流动资产</b>	<b>17</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>138</b>	<b>169</b>	<b>158</b>
%总资产	6.0%	8.9%	9.7%	14.3%	15.2%	11.9%
<b>资产总计</b>	<b>292</b>	<b>415</b>	<b>438</b>	<b>966</b>	<b>1,115</b>	<b>1,321</b>
<b>短期借款</b>	<b>22</b>	<b>40</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>117</b>	<b>194</b>	<b>156</b>	<b>197</b>	<b>268</b>	<b>364</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>3</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>35</b>
<b>流动负债</b>	<b>148</b>	<b>245</b>	<b>176</b>	<b>220</b>	<b>296</b>	<b>398</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>31</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>148</b>	<b>245</b>	<b>214</b>	<b>250</b>	<b>326</b>	<b>429</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>144</b>	<b>170</b>	<b>224</b>	<b>715</b>	<b>789</b>	<b>891</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>292</b>	<b>415</b>	<b>438</b>	<b>966</b>	<b>1,115</b>	<b>1,321</b>

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.427	0.647	0.738	0.638	0.856	1.154
每股净资产	2.569	2.336	3.075	7.367	8.123	9.177
每股经营现金净流	0.198	0.570	0.486	1.026	0.697	0.920
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.100	0.100	0.100
<b>回报率</b>						
净资产收益率	16.60%	27.70%	24.00%	8.67%	10.54%	12.58%
总资产收益率	8.18%	11.35%	12.27%	6.42%	7.46%	8.48%
投入资本收益率	14.20%	24.01%	21.09%	6.56%	8.19%	10.30%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	23.82%	71.20%	13.84%	3.97%	36.40%	35.92%
EBIT增长率	17.53%	113.97%	21.73%	-15.67%	37.32%	41.63%
净利润增长率	30.05%	97.18%	14.07%	15.36%	34.15%	34.77%
总资产增长率	56.61%	42.19%	5.55%	120.58%	15.43%	18.48%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	132.8	112.3	108.1	110.2	110.2	110.2
存货周转天数	72.0	66.4	73.8	70.1	70.1	70.1
应付账款周转天数	128.2	111.1	88.4	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	19.7	17.6	16.4	75.3	70.1	47.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-24.40%	-28.86%	-29.20%	-69.10%	-63.79%	-64.25%
EBIT利息保障倍数	51.7	18.9	10.7	-5.3	-4.8	-6.3

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	3	3
增持	0	0	0	3	5
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.56	1.67

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-04-23	增持	19.49	N/A
2 2012-07-02	增持	20.23	22.66 ~ 24.72
3 2012-07-30	增持	18.10	22.66 ~ 24.72
4 2012-08-14	增持	21.11	N/A

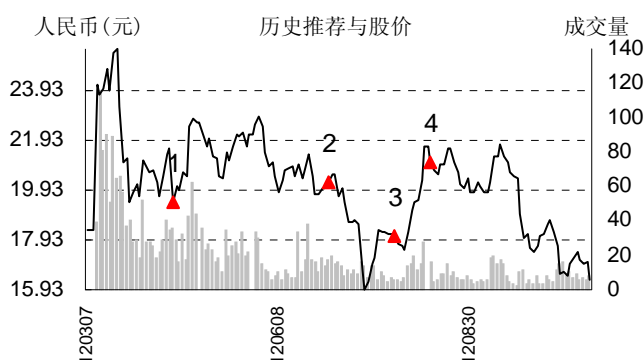
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；  
中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；  
减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B