



提效增速，强化内生增长力

增持 维持

经营数据:

2014年1-3月，公司实现营业收入2.64亿元，同比增长72.41%；归属上市公司股东的净利润1216万元，同比减少14.52%；预计2014年1-6月归属上市公司股东的净利润较上年同期变动幅度为-15%-15%。

报告摘要:

- **惠州合正整合持续推进，正外部性或将释放。**惠州合正被收购后处于技改期，影响了公司整体业绩，我们预计，惠州合正将在2014年逐步显现其正外部性，增强公司的“一站式”产品服务能力。
- **调整管理框架，加强协同，提效增速。**面对偏低的行业景气度，以及日趋激烈的行业竞争，调整管理框架、加强协同，提效增速，是公司能够生存下去并最终受益于行业大发展的必经之路。设立广东超华销售有限公司即是该工作的一部分。报告期内，公司管理费用率6.2%，同比降低1.17个百分点，财务费用率3.43%，同比提高1个百分点，整体期间费用率为13.07%，略有降低。
- **坚持“纵向一体化”战略，深挖产业链价值。**公司形成了涵盖电子铜箔、专用木浆纸、CCL、PCB的完整产业链，为公司参与行业竞争提供了重要支持。但相较PCB，产业链其余环节的毛利率水平更低，压制了公司的整体盈利能力。公司未来提升盈利能力的突破口在于：加大高密度印制电路板和柔性电路板等高毛利品种的研发、销售；着力挖掘LED、智能手机、可穿戴等热点行业客户。预计公司将继续坚持“纵向一体化”战略，一方面加强研发投入，另一方面借助资本平台继续开展并购。
- **风险提示：**行业景气持续下降；惠州合正整合低于预期。
- **盈利预测：**我们预计，公司2014-2016年EPS分别为0.139元、0.199元和0.26元，对应PE67.7倍、47.3倍和36.2倍。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	692.86	929.57	1115.49	1360.90	1701.12
增长率(%)	66.09%	34.17%	20.00%	22.00%	25.00%
归母净利润(百万)	43.31	46.08	54.83	78.89	102.87
增长率(%)	30.96%	6.38%	18.98%	43.89%	30.40%
每股收益	0.109	0.116	0.139	0.199	0.260
市盈率	84.26	79.20	66.56	46.26	35.48

中小市值研究组

分析师:

王风华(S1180511010001)

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

周蓉姿(S1180050120006)

电话: 010-88085227

Email: zhourongzi@hysec.com

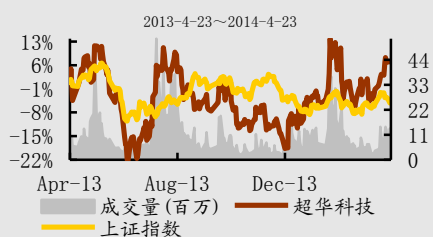
研究助理:

周忠伟

电话: 010-88083569

Email: zhouzhongwei@hysec.com

市场表现



相关研究

《世纪鼎利：行业拐点+业务转型，扭亏在望》

2014-4-22

《隆基机械：产品升级在即，主业延伸可期》

2014-4-22

《天成控股：小微企业商户宝，本地百姓支付通》

2014-4-22

《中小市值周报 20140420：IPO 紧急开闸，市场再临压力》

2014-4-20

《量子高科：一季度业绩略降，看好新品前景》

2014-4-18

盈利预测表

报表预测							财务分析和估值指标汇总						
利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	417.15	692.86	929.57	1115.49	1360.90	1701.12	收益率						
减: 营业成本	324.99	549.69	769.68	920.28	1122.74	1403.42	毛利率	22.09%	20.66%	17.20%	17.50%	17.50%	17.50%
营业税金及附加	0.45	1.86	1.84	0.22	0.27	0.34	三费/销售收入	9.85%	10.53%	12.46%	9.70%	8.62%	8.42%
营业费用	10.14	20.65	33.00	39.04	47.63	59.54	EBIT/销售收入	15.48%	11.63%	9.14%	8.23%	8.46%	8.66%
管理费用	17.02	34.97	50.45	50.20	61.24	76.55	EBITDA/销售收入	22.59%	17.75%	17.33%	21.56%	19.64%	17.40%
财务费用	13.91	17.37	32.40	18.98	8.51	7.14	销售净利率	10.80%	8.40%	5.91%	5.86%	6.91%	7.21%
资产减值损失	0.09	7.84	21.76	9.90	9.90	9.90	资产获利率						
加: 投资收益	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	6.50%	3.85%	3.97%	4.55%	6.23%	7.63%
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.55%	4.29%	3.71%	5.59%	5.67%	7.22%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	10.07%	9.57%	4.71%	5.37%	7.50%	8.78%
营业利润	50.57	60.49	20.44	76.87	110.61	144.23	增长率						
加: 其他非经营损益	0.70	3.55	35.05	0.00	0.00	0.00	销售收入增长率	99.81%	66.09%	34.17%	20.00%	22.00%	25.00%
利润总额	51.27	64.03	55.49	76.87	110.61	144.23	EBIT 增长率	140.59%	24.81%	5.42%	8.10%	25.33%	28.02%
减: 所得税	6.22	5.80	0.57	11.53	16.59	21.63	EBITDA 增长率	95.19%	30.52%	30.95%	49.30%	11.13%	10.79%
净利润	45.06	58.23	54.92	65.34	94.02	122.60	净利润增长率	113.15%	29.24%	-5.69%	18.98%	43.89%	30.40%
减: 少数股东损益	11.98	14.91	8.84	10.51	15.13	19.73	总资产增长率	37.80%	90.41%	22.12%	-28.33%	23.52%	0.64%
归属母公司股东净利润	33.07	43.31	46.08	54.83	78.89	102.87	股东权益增长率	4.35%	120.98%	3.35%	3.72%	5.16%	6.40%
							经营营运资本增长率	61.22%	55.86%	38.65%	-1.03%	46.69%	11.30%
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资本结构						
货币资金	98.24	563.02	390.19	28.57	13.61	163.45	资产负债率	45.72%	38.37%	47.53%	23.51%	34.26%	29.74%
应收和预付款项	253.06	374.55	543.98	505.00	774.76	824.93	投资资本/总资产	73.46%	56.76%	63.44%	79.42%	70.32%	67.27%
存货	176.04	274.90	446.33	341.03	619.55	581.17	带息债务/总负债	62.82%	64.53%	58.04%	16.96%	13.36%	14.07%
其他流动资产	0.00	3.35	24.94	24.94	24.94	24.94	流动比率	1.30	1.88	1.38	2.94	2.37	3.15
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.86	1.45	0.92	1.75	1.30	1.95
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	股利支付率	41.57%	7.62%	14.32%	21.17%	21.17%	21.17%
固定资产和在建工程	409.08	516.12	703.23	573.89	443.55	312.21	收益留存率	58.43%	92.38%	85.68%	78.83%	78.83%	78.83%
无形资产和开发支出	45.47	140.22	175.37	160.62	145.87	131.12	资产管理效率						
其他非流动资产	3.75	4.58	7.90	8.49	6.57	4.07	总资产周转率	0.42	0.37	0.41	0.68	0.67	0.83
资产总计	985.65	1876.72	2291.94	1642.53	2028.85	2041.90	固定资产周转率	1.12	1.52	1.54	1.98	3.14	5.63
短期借款	243.27	407.24	576.70	0.00	17.41	0.00	应收账款周转率	2.13	2.25	1.86	3.10	1.98	2.74
应付和预收款项	153.53	236.61	420.94	284.49	566.09	485.72	存货周转率	1.85	2.00	1.72	2.70	1.81	2.41
长期借款	39.87	57.47	55.47	65.47	75.47	85.47	业绩和估值指标						
其他负债	14.01	18.85	36.15	36.15	36.15	36.15	EBIT	64.58	80.60	84.97	91.85	115.12	147.37
负债合计	450.67	720.16	1089.26	386.11	695.11	607.33	EBITDA	94.23	122.99	161.06	240.46	267.22	296.06
股本	164.99	329.85	395.82	395.82	395.82	395.82	NOPLAT	55.77	69.30	50.19	78.07	97.85	125.26
资本公积	175.54	585.87	519.90	519.90	519.90	519.90	净利润	33.07	43.31	46.08	54.83	78.89	102.87
留存收益	168.00	208.02	245.68	288.90	351.09	432.19	EPS	0.084	0.109	0.116	0.139	0.199	0.260
归属母公司股东权益	508.52	1123.74	1161.40	1204.62	1266.81	1347.91	BPS	1.285	2.839	2.934	3.043	3.200	3.405
少数股东权益	26.45	32.81	41.28	51.80	66.93	86.65	PE	110.34	84.26	79.20	66.56	46.26	35.48
股东权益合计	534.97	1156.56	1202.69	1256.42	1333.74	1434.56	PB	7.18	3.25	3.14	3.03	2.88	2.71
负债和股东权益合计	985.65	1876.72	2291.94	1642.53	2028.85	2041.90	PS	8.75	5.27	3.93	3.27	2.68	2.15
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	EV/EBIT	26.89	37.01	46.39	40.82	33.09	24.94
经营性现金净流量	-1.69	-37.25	-21.46	246.67	-6.17	192.16	EV/EBITDA	18.43	24.25	24.48	15.59	14.26	12.41
投资性现金净流量	-74.86	-622.98	82.30	-15.00	-15.00	-10.00	股息率	0.004	0.001	0.002	0.003	0.005	0.006
筹资性现金净流量	77.55	730.64	32.54	-593.29	6.20	-32.32							
现金流量净额	0.76	70.21	92.53	-361.62	-14.97	149.84							

资料来源: 宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 超华科技、天成控股、世纪鼎利、首航节能、天玑科技、天通股份、天马精化、天音控股、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、煌上煌、积成电子、开尔新材等。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xi xi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
机 构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。