

战略并购万威国际，协同效应助力转型发展

■ **宏图高科收购万威国际控股权。**2月26日，公司公告收购万威国际(0167.HK)至少50.5%股份，收购完成后，宏图高科将成为万威国际控股股东。2月18日，公司与万威国际股东陈炜文博士、陈鲍雪莹女士、IDTL公司和RAYMAX公司签署《股份买卖协议》，将以现金方式收购标的公司45%股份以及认购期权。其中，销售股份对应的收购对价为港币2.50亿元(每股价格0.2181港币)，认购期权用以确保公司有权购买额外股权以取得不少于50.5%股份。

■ **智能硬件和可穿戴设备领域优势显著。**万威国际成立于1977年，主营时尚生活电子产品的设计、研发、制造和销售。旗下主营业务包括欧西亚(Oregon Scientific)和价值制造服务(Value Manufacturing Services)，其中欧西亚收入规模占FY2014收入37.5%，价值制造服务收入规模占FY2014收入62.5%，后者依赖于前者产品。欧西亚致力于提倡“智慧点亮生活”的概念，在智能硬件和可穿戴设备领域具有显著优势，主要包括五大系列产品：时间及天气系列、运动健体及健康系列、电话通讯系列、数码媒体系列和电子教学系列，在全球市场享有一定美誉。受欧美零售市场疲软和竞争加剧的影响，公司FY2014(截至2014年3月31日)营业收入港币13.52亿元，净利润港币-0.69亿元，总资产港币8.28亿元，净资产港币4.8亿；FY2015H1(截至2014年9月30日)营业收入港币6.03亿，净利润港币-680万，总资产港币9亿，净资产港币4.7亿元。

■ **三大协同效应显著，积极助力战略转型。**本次并购将使得交易双方在产品、市场、收入方面产生积极的协同效应，从而实现双赢。首先，产品方面，本次并购将实现对万威国际的实际控制，为公司引入新奇特智能时尚电子产品的自有品牌，丰富宏图高科IT连锁零售主业的产品线。同时，并购将为公司引进智能硬件和可穿戴设备的研发和生产能力，从而构建从产品研发到销售的全产业链体系，进一步增强公司在中高端市场的布局。其次，市场和渠道方面，目前万威国际的收入主要来源于欧洲(收入规模约占总收入的45%)和美洲(收入规模约占30%)，宏图高科主要布局国内市场和电子商务，本次战略并购将使得双方在全球市场上实现协同作用。宏图三胞和乐语通讯数千家零售店面和三胞集团旗下拉手网等线上资源将帮助万威国际拓展国内市场，而旗下Brookstone在美国核心核心商圈和机场200多家零售店铺也将有力促进宏图高科和万威国际产品在美国区域市场的销售。第三，收入方面，万威国际FY2014主营规模为13.52亿港元，FY2015H1主营为6.03亿港元，同时通过本次并购，万威国际将借力宏图高科旗下零售和电商平台以及丰富的智慧生活电子产品的资源，从而实现弯道超车和未来收入的增长。

■ **首次覆盖给予“买入-B”评级。**受3C产品销量下滑和电商发展强势的影响，公司传统3C零售业务面临转型，2014年宏图高科提出实现“新奇特、高科技、互联网”的市场定位，关闭部分门店，积极拓展新品类。公司将进一步提升自主设计能力和自主品牌产品占比，优化供应链体系和全面销售渠道。我们预计2014-2016年公司EPS分别为0.16、0.19、0.22，对应当前股价PE分别为43、36、31倍。考虑公司长期发展的协同效应，以及公司在自主品牌和销售渠道上的优化，首次覆盖给予“买入-B”评级。

■ **风险提示：**业务转型存在不确定性。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	14,247.7	15,914.7	17,506.2	20,488.8	22,537.7
净利润	235.2	277.3	384.1	465.7	535.6
每股收益(元)	0.21	0.24	0.15	0.19	0.22
每股净资产(元)	4.90	5.05	2.80	2.99	3.17
盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	33.5	28.4	44.4	36.6	31.9
市净率(倍)	1.4	1.4	2.5	2.3	2.2
净利润率	1.7%	1.7%	2.2%	2.3%	2.4%
净资产收益率	4.2%	4.8%	5.5%	6.3%	6.8%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%
ROIC	23.8%	12.4%	12.9%	1.5%	4.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-B

首次评级

6个月目标价

10.00元

股价(2015-02-26)

6.87元

交易数据

总市值(百万元)	7,875.41
流通市值(百万元)	7,833.68
总股本(百万股)	1,146.35
流通股本(百万股)	1,140.27
12个月价格区间	4.51/7.68元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.45	-19.26	-25.78
绝对收益	0.29	11.71	39.07

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

报告联系人

张璐芳

021-68766135

zhanglf2@essence.com.cn

相关报告

宏图高科收购万威国际控股权。2月26日，公司公告收购万威国际(0167.HK)至少50.5%股份，收购完成后，宏图高科将成为万威国际控股股东。2月18日，公司与万威国际股东陈炜文博士、陈鲍雪莹女士、IDTL公司和RAYMAX公司签署《股份买卖协议》，将以现金方式收购标的公司45%股份以及认购期权。其中，销售股份对应的收购对价为港币2.50亿元(每股价格0.2181港币)，认购期权用以确保公司有权购买额外股权以取得不少于50.5%股份。

智能硬件和可穿戴设备领域优势显著。万威国际成立于1977年，主营时尚生活电子产品的设计、研发、制造和销售。旗下主营业务包括欧西亚(Oregon Scientific)和价值制造服务(Value Manufacturing Services)，其中欧西亚收入规模占FY2014收入37.5%，价值制造服务收入规模占FY2014收入62.5%，后者依赖于前者产品。欧西亚致力于提倡“智慧点亮生活”的概念，在智能硬件和可穿戴设备领域具有显著优势，主要包括五大系列产品：时间及天气系列、运动健体及健康系列、电话通讯系列、数码媒体系列和电子教学系列，在全球市场享有一定美誉。其中，时间及天气系列是公司的主要收入和利润来源，欧西亚功能气象仪为市场之先驱，受到广泛认可；运动健体及健康系列方面，公司推出了计步器、手腕血压计、心跳监测手表，以及各款为热爱运动的人士而创制的多功能手表等，受到市场一致好评；电话通讯系列中，主要产品包括天气预报无线电话、商业会议电话、以及无线对讲机等；数码媒体系列产品包括超薄卡片型录音机、数码相机、超薄MP3等；电子教学系列方面，公司陆续推出了第一代和第二代儿童学习平板电脑MEEP!，目前主要销售往利润较高的欧洲地区。公司于1988年在香港联交所上市(0167.HK)。受欧美零售市场疲软和竞争加剧的影响，公司FY2014(截至2014年3月31日)营业收入港币13.52亿元，净利润港币-0.69亿元，总资产港币8.28亿元，净资产港币4.8亿；FY2015H1(截至2014年9月30日)营业收入港币6.03亿，净利润港币-680万，总资产港币9亿，净资产港币4.7亿元。

三大协同效应显著，积极助力战略转型。本次并购将使得交易双方在产品、市场、收入方面产生积极的协同效应，从而实现双赢。首先，产品方面，本次并购将实现对万威国际的实际控制，为公司引入新奇特智能时尚电子产品的自有品牌，丰富宏图高科IT连锁零售主业的产品线。同时，并购将为公司引进智能硬件和可穿戴设备的研发和生产能力，从而构建从产品研发到销售的全产业链体系，进一步增强公司在中高端市场的布局。其次，市场和渠道方面，目前万威国际的收入主要来源于欧洲(收入规模约占总收入的45%)和美洲(收入规模约占30%)，宏图高科主要布局国内市场和电子商务，本次战略并购将使得双方在全球市场上实现协同作用。宏图三胞和乐语通讯数千家零售店面和三胞集团旗下拉手网等线上资源将帮助万威国际拓展国内市场，而旗下Brookstone在美国核心商圈和机场200多家零售店铺也将有力促进宏图高科和万威国际产品在美国区域市场的销售。第三，收入方面，万威国际FY2014主营规模为13.52亿港元，FY2015H1主营为6.03亿港元，同时通过本次并购，万威国际将借力宏图高科旗下零售和电商平台以及丰富的智慧生活电子产品的资源，从而实现弯道超车和未来收入的增长。并购后宏图高科将万威国际纳入合并报表，因而将有效提高宏图高科的收入规模。此外，本次收购完成后，万威国际将保持香港联交所主板上市地位不变，将为宏图高科及三胞集团增加境外资产整合平台，拓宽公司境外融资渠道。

首次覆盖给予“买入-B”评级。受3C产品销量下滑和电商发展强势的影响，公司传统3C零售业务面临转型，2014年宏图高科提出实现“新奇特、高科技、互联网”的市场定位，关闭部分门店，积极拓展新品类。母公司三胞集团于2014年进行了一系列新产业布局，包括收购乐语通讯、Brookstone、拉手网、美西时尚等，并涉足医疗、养老、大健康领域，未来存在新产业资产证券化的强烈预期。宏图高科作为三胞集团旗下的重要资产

运作平台之一，未来资产注入预期强烈；同时，公司将进一步提升自主设计能力和自主品牌产品占比，优化供应链体系和全面销售渠道。我们预计 2014-2016 年公司 EPS 分别为 0.16、0.19、0.22，对应当前股价 PE 分别为 43、36、31 倍。考虑公司长期发展的协同效应，以及公司在自主品牌和销售渠道上的优化，首次覆盖给予“买入-B”评级。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年02月27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	14,247.7	15,914.7	17,506.2	20,488.8	22,537.7	成长性					
减:营业成本	12,636.7	14,320.7	15,752.8	17,328.0	19,060.8	营业收入增长率	5.6%	11.7%	10.0%	17.0%	10.0%
营业税费	62.6	78.7	60.8	67.4	69.0	营业利润增长率	11.1%	22.3%	30.3%	240.9%	11.5%
销售费用	793.9	633.5	766.8	891.3	991.7	净利润增长率	17.1%	17.9%	38.5%	21.2%	15.0%
管理费用	246.9	252.6	241.4	247.0	247.0	EBITDA 增长率	16.7%	21.6%	7.6%	165.9%	10.5%
财务费用	208.8	257.7	188.9	205.2	215.2	EBIT 增长率	16.5%	22.7%	8.0%	179.1%	10.8%
资产减值损失	-2.7	9.3	2.7	3.1	5.0	NOPLAT 增长率	16.4%	19.9%	14.5%	35.6%	12.9%
加:公允价值变动收益	0.1	-	-	-	-	投资资本增长率	129.5%	10.6%	1,031.2	-58.2%	45.2%
投资和汇兑收益	25.7	38.3	28.7	30.9	32.6	净资产增长率	11.4%	3.3%	19.9%	8.4%	7.7%
营业利润	327.4	400.3	521.5	1,777.7	1,981.6	利润率					
加:营业外净收支	35.4	36.3	48.7	48.7	48.7	毛利率	11.3%	10.0%	10.0%	15.4%	15.4%
利润总额	362.8	436.7	570.2	1,826.5	2,030.3	营业利润率	2.3%	2.5%	3.0%	8.7%	8.8%
减:所得税	100.3	128.0	142.6	456.6	507.6	净利润率	1.7%	1.7%	2.2%	2.3%	2.4%
净利润	235.2	277.3	384.1	465.7	535.6	EBITDA/营业收入	4.1%	4.5%	4.4%	10.0%	10.0%
						EBIT/营业收入	3.8%	4.1%	4.1%	9.7%	9.7%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	15	17	14	11	9
货币资金	2,879.2	3,577.2	1,400.5	1,639.1	1,803.0	流动营业资本周转天数	54	65	508	576	372
交易性金融资产	15.4	30.4	15.4	20.4	22.1	流动资产周转天数	259	249	674	708	504
应收账款	1,132.9	1,348.7	2,833.4	2,061.2	3,322.8	应收账款周转天数	24	28	43	43	43
应收票据	10.7	9.0	574.5	127.4	225.8	存货周转天数	89	88	540	592	394
预付帐款	2,627.4	2,594.4	656.4	3,883.2	627.6	总资产周转天数	319	317	734	758	549
存货	3,841.7	3,960.7	48,548.5	18,838.3	30,510.6	投资资本周转天数	68	89	524	583	384
其他流动资产	3.0	5.4	2.9	3.8	4.0	投资回报率					
可供出售金融资产	1,446.7	1,322.7	1,307.9	1,359.1	1,329.9	ROE	4.2%	4.8%	5.5%	6.3%	6.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.9%	2.1%	0.8%	4.7%	3.9%
长期股权投资	250.4	792.9	792.9	792.9	792.9	ROIC	23.8%	12.4%	12.9%	1.5%	4.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	784.6	720.6	669.0	617.4	565.8	销售费用率	5.6%	4.0%	4.4%	4.4%	4.4%
在建工程	0.1	3.8	3.8	3.8	3.8	管理费用率	1.7%	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%
无形资产	60.3	60.3	55.1	50.0	44.8	财务费用率	1.5%	1.6%	1.1%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	477.1	73.9	33.8	19.5	19.5	三费/营业收入	8.8%	7.2%	6.8%	6.6%	6.5%
资产总额	13,529.6	14,500.0	56,893.9	29,415.8	39,272.4	偿债能力					
短期债务	1,969.3	1,958.3	21,776.7	13,918.2	14,182.8	资产负债率	56.5%	58.0%	87.2%	73.1%	78.3%
应付帐款	560.8	563.9	1,238.7	550.2	1,331.8	负债权益比	129.6%	138.3%	680.0%	272.2%	361.4%
应付票据	2,584.8	2,676.5	2,949.6	3,384.6	3,541.5	流动比率	1.57	1.64	1.94	1.34	1.72
其他流动负债	1,595.1	1,841.1	1,867.7	2,024.9	2,140.9	速动比率	0.99	1.07	0.20	0.39	0.28
长期借款	-	-	19,910.3	-	8,086.4	利息保障倍数	2.57	2.55	3.76	9.66	10.21
其他非流动负债	927.5	1,374.8	1,857.0	1,634.3	1,477.4	分红指标					
负债总额	7,637.5	8,414.6	49,600.1	21,512.1	30,760.8	DPS(元)	0.02	0.03	0.02	0.02	0.02
少数股东权益	274.3	298.3	341.9	481.4	636.5	分红比率	10.1%	12.4%	10.0%	10.0%	10.0%
股本	1,132.8	1,141.6	2,482.9	2,482.9	2,482.9	股息收益率	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%
留存收益	4,485.1	4,645.5	4,469.0	4,939.3	5,392.1						
股东权益	5,892.1	6,085.4	7,293.8	7,903.7	8,511.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	EPS(元)	0.21	0.24	0.15	0.19	0.22
净利润	262.4	308.7	384.1	465.7	535.6	BVPS(元)	4.90	5.05	2.80	2.99	3.17
加:折旧和摊销	77.8	101.2	56.8	56.8	56.8	PE(X)	33.5	28.4	44.4	36.6	31.9
资产减值准备	-2.7	9.3	-	-	-	PB(X)	1.4	1.4	2.5	2.3	2.2
公允价值变动损失	-0.1	-	-	-	-	P/FCF	-7.1	29.2	-5.6	125.1	266.5
财务费用	221.4	257.3	188.9	205.2	215.2	P/S	0.6	0.5	1.0	0.8	0.8
投资损失	-25.7	-38.3	-28.7	-30.9	-32.6	EV/EBITDA	4.5	4.1	74.2	14.3	16.7
少数股东损益	27.2	31.4	43.6	139.5	155.1	CAGR(%)	73.5%	70.2%	24.7%	73.5%	70.2%
营运资金的变动	-1,986.7	488.9	-42,700.5	27,197.0	-8,912.7	PEG	0.5	0.4	1.8	0.5	0.5
经营活动产生现金流量	-1,068.3	404.8	-42,055.9	28,033.4	-7,982.7	ROIC/WACC	2.2	1.1	1.2	0.1	0.4
投资活动产生现金流量	-849.4	-50.2	58.5	-25.3	60.2	REP	0.3	0.6	1.0	10.7	3.5
融资活动产生现金流量	460.3	341.5	39,820.7	-27,769.4	8,086.4						

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

张龙声明, 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
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	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

