

2012年01月28日

视听器材

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 7.86

目标价(元): 12.3

兆驰股份(002429)

一流客户 三流价格, LED 带来新增长

投资评级: B--买入(首评)

TMT组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-50122488

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

TMT组: 周正刚

电话: 021-50122201

邮箱: zhouzhenggang@cnhbstock.com

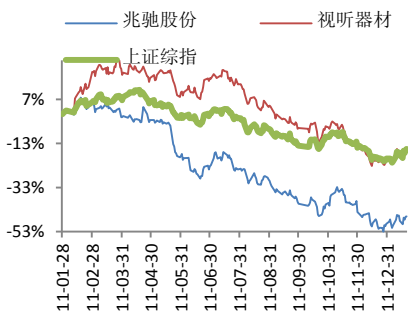
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

总股本(万股)	70881.38
流通A股/B股(万股)	23303.25/0.00
资产负债率(%)	40.22
每股净资产(元)	3.93
市净率(倍)	2.00
净资产收益率(加权)	9.46
12个月内最高/最低价	25.1/6.95

股价走势图



相关研究报告

◎投资要点:

◆**液晶电视代工业务逐年快速增长。**公司液晶电视代工业务增长迅速,不断拓展大客户。2011年上半年液晶电视代工业务收入同比增长71%,下半年订单饱满,出货量屡创新高。2013年龙岗兆驰产业园的建成投产,将解决产能限制问题,保证液晶业务收入的快速增长。

◆**LED业务给公司带来新的增长。**公司2011年设立兆驰照明子公司,自己组建LED封装产品线,产品除应用于自身液晶电视背光外,还发展LED照明灯具业务,预计2012年LED照明业务将为公司带来3亿左右的销售收入,LED毛利高于公司传统业务,成为公司新的利润增长点。

◆**业绩和估值。**2011-2013年EPS预计分别为0.57、0.82和1.02元,通过与同类公司相比,我们认为公司合理股价为12.3元,对应2012年市盈率15倍,给予买入评级。

◎不同之处:

◆**一流的客户。**公司已拓展了CARREFOUR、TESCO、夏普、PHILIPS、海尔等国内外优质客户资源。公司订单充足,产能不断扩张,收款周期小于付款周期,现金充沛。

◆**“二流”的产品。**公司通过差异化领先的产品策略,开发出多种高集成度、多功能的产品,并从主营业务出发拓展LED照明业务,给公司带来新的利润增长点。

◆**“三流”的价格。**公司强大的成本控制力使公司在价格竞争激烈的液晶电视领域保持了价格和成本优势,不断抢占台湾厂商份额。公司的股价经过大幅下跌,具有很大的投资价值。

◎关键假设:

液晶电视代工业务稳步增长,LED照明业务2012年起有爆发式增长

◎风险提示:

液晶电视销售不及预期的风险,LED照明业务发展不及预期的风险。

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	2842.10	3018.63	1277.27	4267.10	6212.29	9212.33
同比增速(%)	53.47	6.21	42.67	41.36	45.59	48.29
净利润(百万)	250.57	343.03	113.63	400.70	578.96	725.37
同比增速(%)	155.66	36.90	34.60	16.81	44.49	25.29
毛利率(%)	12.73	16.16	12.28	13.62	14.12	12.99
每股盈利(元)	0.60	0.73	0.16	0.57	0.82	1.02
ROE(%)	36.53	12.88	4.08	13.72	16.94	18.12
PE(倍)	0.00	0.00		13.90	9.62	7.68

正文目录

1. 一流的客户	4
1.1. 品牌厂商加速产品的外包	4
1.2. 超市客户合作增多	4
1.3. 优质客户带来饱满的订单和充沛的现金流	5
2. “二流”的产品	8
2.1. 在一片红海中壮大的 ODM 厂商	8
2.2. 液晶电视业务快速增长	9
2.3. 机顶盒和视盘机保持平稳	10
2.4. LED 业务成为公司新的利润增长点	12
3. “三流”的价格	14
3.1. “三流”的产品价格	14
3.1.1. 优秀的成本控制力	14
3.1.2. 以价格优势不断抢占台厂份额	15
3.2. “三流”的股价	16
3.2.1. 公司股权结构	16
3.2.2. 关键假设和盈利预测	16
3.2.3. 股价已具有投资价值	17
4. 风险提示	18

图表目录

图 1 公司历年销售收入 (单位: 百万元)	5
图 2 兆驰产业园将解决产能瓶颈	6
图 3 公司货币资金 (单位: 百万元) 和占总资产的比重	6
图 4 公司历年各业务销售收入占比	8
图 5 公司历年液晶电视销售收入 (单位: 百万元) 和增速	9
图 6 2004-2014 全球电视按技术别出货量及预测 (单位: 百万台)	10
图 7 公司历年机顶盒销售收入 (百万元) 和毛利率	11
图 8 公司历年视盘机销售收入 (百万元) 和毛利率	11
图 9 2006-2011 年我国半导体照明产业各环节产业规模 (单位: 亿元)	12
图 10 全球 LED 照明市场规模 (单位: 亿美元) 及增长率	13
图 11 中国 LED 照明市场规模 (单位: 亿元) 及增长率	14
图 12 公司发行前的股权结构	16
表 1 公司主要品牌客户	4
表 2 公司主要连锁零售客户	5
表 3 公司 2011 年以来购买的理财产品	7
表 4 公司数字地面机顶盒系列	10
表 5 公司视盘机系列	11
表 6 公司自动化设备改进对比	15
表 7 公司业绩预测表	17
表 8 可比公司估值	17

1. 一流的客户

1.1. 品牌厂商加速产品的外包

据 DisplaySearch 统计，三星、LG、索尼、东芝、夏普、松下 6 家日韩厂商占全球液晶电视市场的 63.7%。由于日元升值以及液晶电视价格竞争的激烈，日本厂家加大了产品外包的进程。2011 年索尼外包代工比重由 2010 年的 50% 扩大到 75%，松下公司也计划将外包比例由目前的 10%，在几年内提高到 30%-40%。而夏普也表示将把 32 寸以下的普及型机种以海外工厂、委外代工方式为主，自身将专注于发展 60 寸、70 寸的大尺寸液晶电视产品。

除日资品牌外，欧美品牌和国内品牌在市场价格竞争激烈，利润逐渐降低的大趋势下，纷纷将部分产品的加工外包，自身专注于品牌和服务的建设。如海尔就在 2009 年底开始转型，将彩电制造外包。

随着消费电子市场需求不断变化，产品研发周期缩短，区域需求多样化，订单量减少，大陆代工厂商在外观设计，响应速度和服务意识上不断提升，加之大陆在劳动力成本方面的优势，使得众多品牌客户逐渐将订单由台资代工厂转向大陆制造商。

公司正在合作的客户：夏普、飞利浦、东芝、海尔、西屋、ESI 等，都表示会将订单重心逐渐从台湾厂转向公司。

表 1 公司主要品牌客户

名称	说明
DAEWOO	韩国大宇
PHILIPS	飞利浦，全球最大的电子公司之一
SIEMENS	西门子，全球最大的电气和电子公司之一
TT	新加坡最主要的消费类电子产品制造商和贸易商，自有品牌为 AKIRA
TOSHIBA	日本东芝
SHARP	日本夏普
海尔	
Westinghouse	西屋，美国主要电气设备制造商

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

1.2. 超市客户合作增多

随着消费类电子产品销售利润的降低及超市间竞争加剧，更多超市客户跳过进口商直接向生产商采购。公司在 2009 年就及时调整了销售策略，从与中间商合作转向直接与超市合作，以技术、质量、价格和服务取胜，成为海外超市客户的首选。

公司拥有蓝光视盘机、数字高清机顶盒、数字高清液晶电视三条完整产品线，使客户的采购更加便捷。LED 电视机使用的背光和电源完全是公司自主研发，并且开发出了一系列差异化和多功能的电视机，极大的提高了公司产品在市场中的竞争力和赢利能力，为公司赢得了国外超市客户及一线品牌客户的大量订单。如：2011 年澳大利亚最大电器超市客户 Woolworths LED 电视机的订单量超过了 40 万台、英国最大的电器超市客户 Dixons LED 电视机的订单量由 2010 年的 2 万台增长到 2011 年全年近 50 万台、法国的超市客户家乐福将兆驰作为最大的 AV 类产品供货商之一。DSGI(世界第二大电器超市)、欧尚、TESCO(乐购)、Kesa 等都加大了与公司的合作力度，成为他们主要供应商之一。

表 2 公司主要连锁零售客户

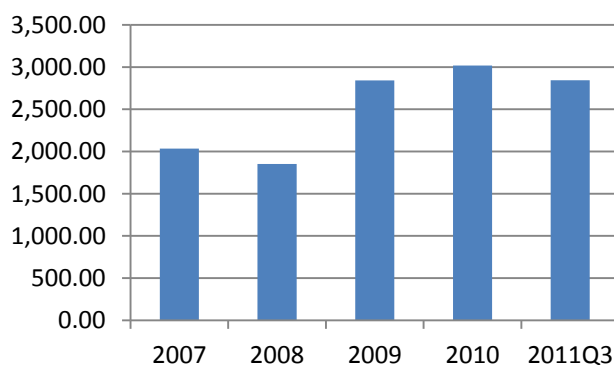
名称	说明
DIXONS	英国最大电器超市
CARREFOUR	家乐福，全球第二大零售集团
TESCO	全球三大零售企业之一
WORLDWIDE	西班牙最大的连锁零售商
KESA	欧洲第三大电子产品零售商
WOOLWORTHS	澳大利亚最大的连锁零售商之一
DSGI	世界第二大电器超市
AUCHAN	法国欧尚，世界著名大型超市之一

资料来源：公司公告，华宝证券研究所

1.3. 优质客户带来饱满的订单和充沛的现金流

随着公司不断引入国际知名的客户，和原有客户合作的不断加深，新老客户为公司带来了大量的订单，带动公司销售额不断创出新高。2011 年前三季度，公司销售收入达 28.4 亿元，超过了 2009 年全年的营业收入，比 2010 年同期增长 37.24%。其中液晶电视销量增长最为迅速，2011 年上半年，液晶电视销售收入同比增长 70.9%。我们预计 2011 年全年，液晶电视销售收入将突破 30 亿元，比 2010 年增长 73% 左右。

图 1 公司历年销售收入（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

客户液晶电视订单的大增使得公司产能一直处于紧张状态。2009 年公司液晶电视产能 100 万台，销量 119 万台，产能利用率 119%。2010 年公司液晶电视产能 100 万台，销量 140 万台左右，产能利用率 140%。产能的不足也导致了 2010 年液晶电视销售额增速仅 33% 左右。

为扩充产能，公司除原有的福永和沙井两个工厂以外，在 2011 年年初在松岗租赁面积为 3.7 万平方米的新工厂，新增 8 条电视生产线以满足客户需求。下半年，租用的厂房完全达产。但 2011 年第四季度的订单又超过了现有的产能，公司计划进一步扩大生产规模。新的产能投入力争在 2012 年初达产。

经过几次扩产，公司液晶电视的产能已经远远超过 IPO 时设定的到 2012 年产能达到 185 万台的规划。据台湾资策会产业情报研究所 (MIC) 研究表明，兆驰在 2011 年液晶电视的产能已经达到 400 万台左右。

2011年7月公司使用超募资金141,923,500元拍得深圳龙岗区南湾街道宗地后,将在该地建设兆驰产业园,将原定于南昌实施的四个募投项目,即高清数字液晶电视机建设项目、数字机顶盒建设项目、蓝光视盘机建设项目、技术中心建设项目的实施地点变更到该宗地。产业园占地14.9万平方米,建筑面积约47.6万平方米,总投资15亿人民币,预计2013年中完工。项目建成后,主要用于生产数字液晶电视机、数字机顶盒、视盘机、LED照明等高端电子产品,产能将是目前的4倍,将彻底解决目前产能瓶颈问题,并有效解决目前工厂位于多处带来的管理困难等问题。

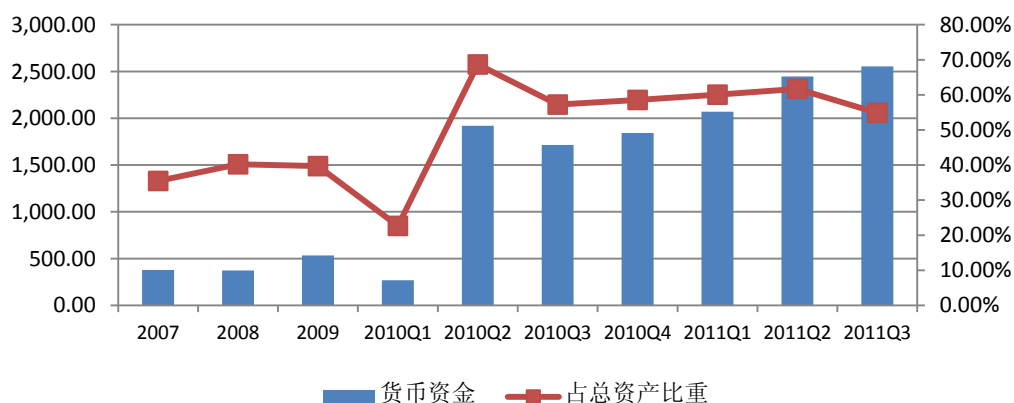
图2 兆驰产业园将解决产能瓶颈



资料来源:公司网站,华宝证券研究所

由于公司客户的回款周期小于公司给供应商的付款周期,而且公司拥有大量的低成本银行信贷额度,可用于滚动收付,使得公司拥有充足的现金。2011年3季度,公司货币资金达25.5亿元,占公司总资产的55%。

图3 公司货币资金(单位:百万元)和占总资产的比重



资料来源:公司公告,华宝证券研究所

为提升资金使用效率,同时有效控制风险,公司将富余的现金大量用于购买保本型银行理财产品,为公司带来额外的投资收益。公司为了规避外币汇率风险,开展了“人民币质押存款或配套理财+信用证押汇+境外NDF”等组合业务,在境内存人民币保证金,在境内或境外押汇美元或港币,因存在存贷利率差和NDF收益,到期后有1.5%-2.0%的收益率。公司一系列财务操作,使得公司财务费用实现较大的净收入。

表3 公司2011年以来购买的理财产品

购买时间	到期时间	购买金额	银行及产品	年化收益率
2012年1月6日	2012年12月25日	1.6亿元	杭州银行深圳宝安支行“幸福99”幸福理财机构封闭式保本固定收益型理财产品	8%
2011年10月21日	2011年11月21日	2200万元	兴业银行深圳分行保本浮动收益型理财产品	4.8%
2011年10月11日	2011年11月7日	3000万元	兴业银行深圳分行保本浮动收益型理财产品	4.8%
2011年10月10日	2011年11月7日	3000万元	兴业银行深圳分行保本浮动收益型理财产品	4.8%
2011年9月7日	2012年3月5日	1亿元	兴业银行深圳分行保本浮动收益型理财产品	6.0%
2011年8月16日	2011年12月16日	1亿元	中国银行南昌分行保本浮动收益型理财产品	5.9%
2011年7月29日	2011年8月15日	5000万元	中国银行南昌分行保本浮动收益型理财产品	5.2%
2011年6月22日	2011年12月22日	2亿元	中国银行南昌分行保本浮动收益型理财产品	5.7%
2011年6月1日	2012年6月1日	4000万元	中国建设银行南昌分行保本浮动收益型理财产品	3.8%
2011年4月28日	2012年4月28日	8000万元	中国建设银行南昌分行保本浮动收益型理财产品	3.8%
2011年4月27日	2011年7月27日	3406.65万元	中国建设银行深圳市分行乾元-平衡开放式资产组合人民币理财产品	3.33%
2011年4月7日	2012年4月7日	9000万元	中国建设银行南昌分行保本浮动收益型理财产品	3.8%
2011年3月16日	2012年3月16日	3000万元	中国建设银行南昌分行保本浮动收益型理财产品	3.8%
2011年2月16日	2012年2月16日	1896.92万元	中国建设银行深圳市分行乾元-平衡开放式资产组合人民币理财产品	4.2%
2011年2月9日	2012年2月9日	1764.3万元	中国建设银行深圳市分行乾元-平衡开放式资产组合人民币理财产品	3.9%
2011年2月9日	2012年2月9日	1579.6万元	中国建设银行深圳市分行乾元-平衡开放式资产组合人民币理财产品	3.9%

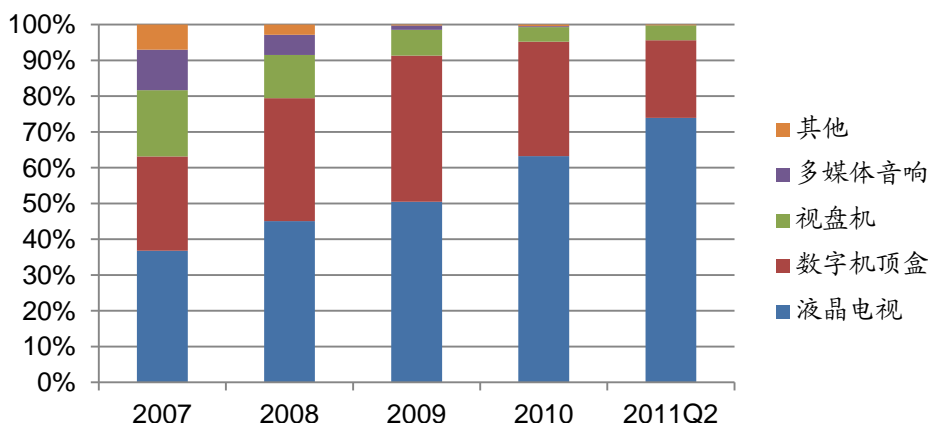
资料来源：公司公告，华宝证券研究所

2. “二流”的产品

2.1.在一片红海中壮大的 ODM 厂商

公司主要产品为家庭视听消费类电子产品，包括液晶电视、数字机顶盒、视盘机和多媒体音响等，且在每个领域都有齐全的产品线，形成了相对完整的产品体系。2011 年，公司进入 LED 封装和应用领域，LED 产品一方面用户自身生产的液晶电视的背光，另一方面用于开发 LED 照明产品。

图 4 公司历年各业务销售收入占比



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

公司的主要经营模式为 ODM，即为其它品牌制造商、经销商、零售商设计和制造产品，并以其品牌销售。公司产品以出口为主，近三年产品外销比例均保持在 70% 以上，产品销售市场主要集中于欧洲、美洲、亚洲、大洋洲等地区。

公司坚持“用产品推动市场、用市场拉动企业”的经营理念，大力实施“领先、差异化”产品战略，综合应用数字音视频技术、数字信号解调和信道解码技术、数字声频激光唱盘技术、数字加密技术开发出高集成度、多功能化、差异化的产品。如公司液晶电视主打产品集成 DVB-T、DVD 的数字液晶电视，该产品集成数字机顶盒和视盘机，可以接收数字电视节目，播放碟片如 DVD、CD。

公司坚持稳健经营策略，不盲目投向与主营业务不相关的产业，而是围绕核心技术不断进行产品线的延伸和扩展，专注把主营产品做大做强。公司 2007 年、2008 年、2009 年连续三年成为中国最大的数字地面机顶盒制造商和出口商，2007 年拓展进入液晶电视领域，利用原有的客户资源和渠道，不断发展壮大，目前液晶电视的产销量已处于国内前列。

随着 LED 背光液晶电视的兴起，公司投资组建 LED 封装线，自产 LED 背光灯珠。并且由此发展出 LED 照明业务，为公司开辟新的增长点。

公司凭借专注主业和不断创新，在市场竞争激烈的视听消费电子领域不断壮大。2007 年公司营业收入 20 亿，净利润 1.47 亿。2011 年我们预计公司营业收入将超过 40 亿，净利润 4 个亿左右，4 年增长超过 100%。

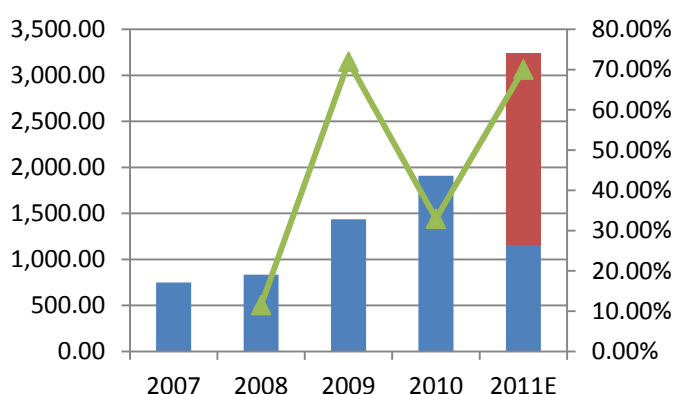
公司 2008 年荣获第 22 届电子信息百强企业第 94 位，在 2011 年中国工业和信息化部评选的第 25 届电子信息百强企业中，公司已经位列第 69 位。

2.2.液晶电视业务快速增长

公司从 2007 年起开始采用 ODM 模式批量生产液晶电视，是国内成长最快的液晶电视生产企业之一，2007 年出口液晶电视 37 万台，全球市场占有率 0.56%；2008 年销售液晶电视 40 万台，全球市场占有率 0.44%，2009 年销售液晶电视 105 万台，同比增长超过 150%，全球市场占有率提升至 0.75%。

2010 年公司在产能受限的情况下，液晶电视的销售收入仍增长了 33%。2011 年，在租用 3.7 万平方米新工厂，扩充了 8 条生产线后，液晶电视的产销量大幅攀升。2011 年前三季度，液晶电视销售收入增长 71%，预计全年的增速将达 73%左右。

图 5 公司历年液晶电视销售收入（单位：百万元）和增速



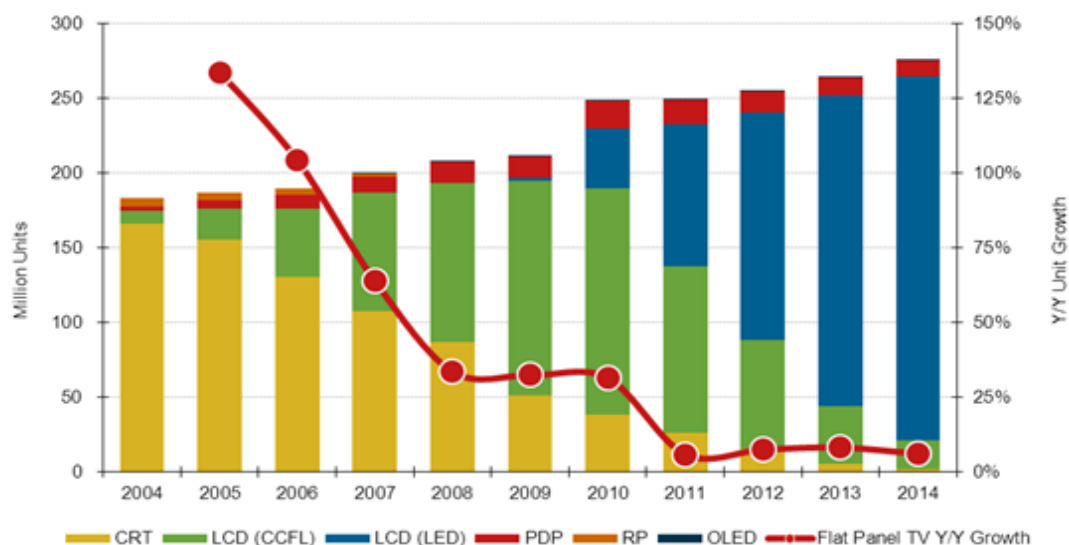
资料来源：公司公告，华宝证券研究所

公司通过研发整合，推出了很多创新的新产品，如 IPTV 高清数字液晶电视、集合数字地面付费机顶盒功能的液晶电视、集合 USB 刻录功能的液晶电视、集合 DVD 等功能的便携式电视、集合高清蓝光 DVD 的高清 LCD 电视、液晶电视一体机等，还将专注研发 LED 电视、3D 电视等新产品。

据 NPD DisplaySearch 统计，2011 年全球电视出货量同比仅上升 0.1%，预计 2012 年将上升 2%。其中液晶电视 2011 年出货 2 亿零 6 百万台，同比上升 8%，预计 2012 年液晶电视出货量将上升到 2 亿 2 千 5 百万，年增率为 9%。2011 年 LED 背光在液晶电视的出货占比将达到 46%，2012 年将上升到近 68%。

预计随着 2012 年新产线的投入使用，各品牌厂商外包比例的增大，公司液晶电视的销售额仍有较大幅度增长。公司液晶电视一体机的量产以及 LED 背光自产将提高液晶电视的毛利率。

图 6 2004-2014 全球电视按技术别出货量及预测 (单位: 百万台)



资料来源: Displaysearch, 华宝证券研究所

2.3.机顶盒和视盘机保持平稳

公司通过差异化创新, 研发了一系列的数字地面机顶盒, 如下表:

表 4 公司数字地面机顶盒系列

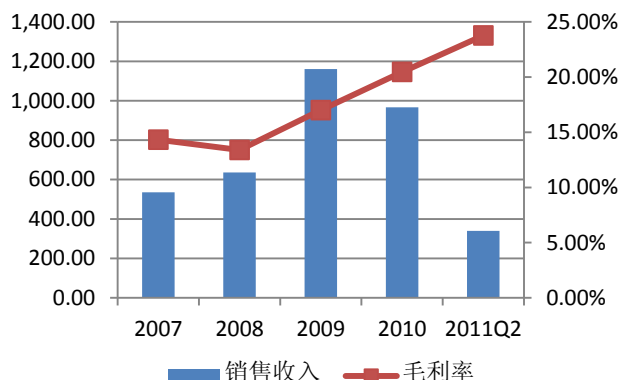
主要产品	主要功能及用途
DVB-T 标清数字地面机顶盒	1、接收标清数字电视节目 2、具有电视节目预告、节目定制、节目分类等功能
DVB-T 高清数字地面机顶盒	1、接收高清数字电视节目 2、具有电视节目预告、节目定制、节目分类等功能
内置硬盘支持 PVR 功能的标清数字地面机顶盒	1、接收标清数字电视节目 2、PVR 功能: 定时刻录需要的电视节目 3、时间平移功能: 让正在播映的电视节目随时停止、倒带、立即重播
集成视盘机的标清数字地面机顶盒	1、接收标清数字电视节目 2、播放碟片如 CD、VCD、DVD 3、提供更多的频道和更稳定的图像质量
带以太网功能的标清数字地面机顶盒	1、接收标清数字电视节目 2、电视机可以通过机顶盒与互联网开展交互式业务, 让电视机变成查询、阅读各种信息的窗口
ATSC 标清数字地面机顶盒	1、接收标清数字电视节目 2、提供更多的频道和更稳定的图像质量
ATSC 高清数字地面机顶盒	1、接收高清数字电视节目 2、提供更多的频道和更稳定的图像质量
付费高清数字地面机顶盒	1、接收高清数字电视节目 2、带 CA/CI 付费卡接口, 收看高清付费节目
集成蓝光视盘机的高清数字地面机顶盒	1、接收高清数字电视节目 2、播放 1920×1080P 高清蓝光碟片

资料来源: 公司招股说明书, 华宝证券研究所

公司机顶盒主要出口欧洲、美洲、中东、东南亚等地区，2007年、2008年、2009年分别出口数字地面机顶盒317万台、420万台、895万台，连续三年成为中国最大的数字地面机顶盒制造商和出口商，全球市场占有率分别为13%、12.14%、18.57%。

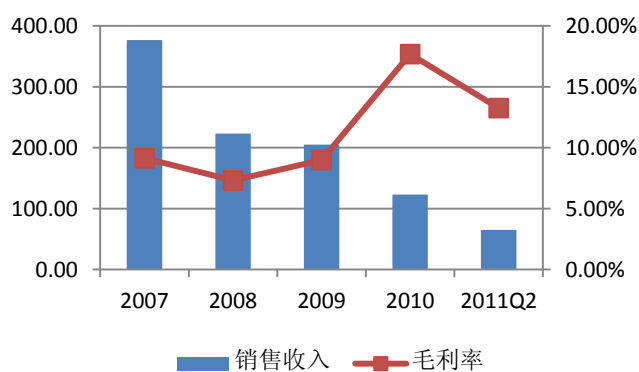
公司近两年机顶盒销量稳定在约900万台左右，机顶盒单价下降，使销售收入有所下滑。2011年公司调整产品策略，加强付费数字机顶盒与国外运营商的合作，毛利率进一步提升，销量预计也将稳中有升。

图7 公司历年机顶盒销售收入（百万元）和毛利率



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图8 公司历年视盘机销售收入（百万元）和毛利率



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

公司视盘机产品主要有多功能标清多功能视盘机、高清多功能视盘机、标清便携式视盘机和高清蓝光视盘机等。公司于2008年5月获得FLLA授权，成为国内首批获得蓝光联盟授权的11家本土企业之一。2009年以来，公司蓝光视盘机出货比重不断增加，使得视盘机毛利得到较大提升。

表5 公司视盘机系列

主要产品	主要功能及用途
标清多功能视盘机	1、播放碟片如 CD、VCD、DVD，标清输出图象 2、支持丰富的功能接口，如 SD、MS、MMC 读卡器、USB 等
高清多功能视盘机	1、播放碟片如 CD、VCD、DVD，高清输出图象 2、支持丰富的功能接口，如 SD、MS、MMC 读卡器、USB 等
标清便携式视盘机	播放碟片如 CD、VCD、DVD，标清输出图象
高清蓝光视盘机	1、播放 1920 × 1080P 高清蓝光碟片 2、支持丰富的功能接口，如 SD、MS、MMC 读卡器、USB 等

资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

公司通过差异化组合，将视盘机同液晶电视、机顶盒等进行整合，推出了集合蓝光 DVD 的高清数字机顶盒、集合刻录功能 DVD 的数字地面机顶盒、集合 DVD 等功能的便携式电视、集合高清蓝光 DVD 的高清 LCD 电视等产品，使得公司获得了较高的利润率水平。

随着高清影视的普及以及 3D 影视的兴起，以及蓝光视盘机价格下降至普通视盘机的水平，2012 年有望成为蓝光视盘机的爆发之年，带动公司视盘机业务收入的增长。

2.4.LED 业务成为公司新的利润增长点

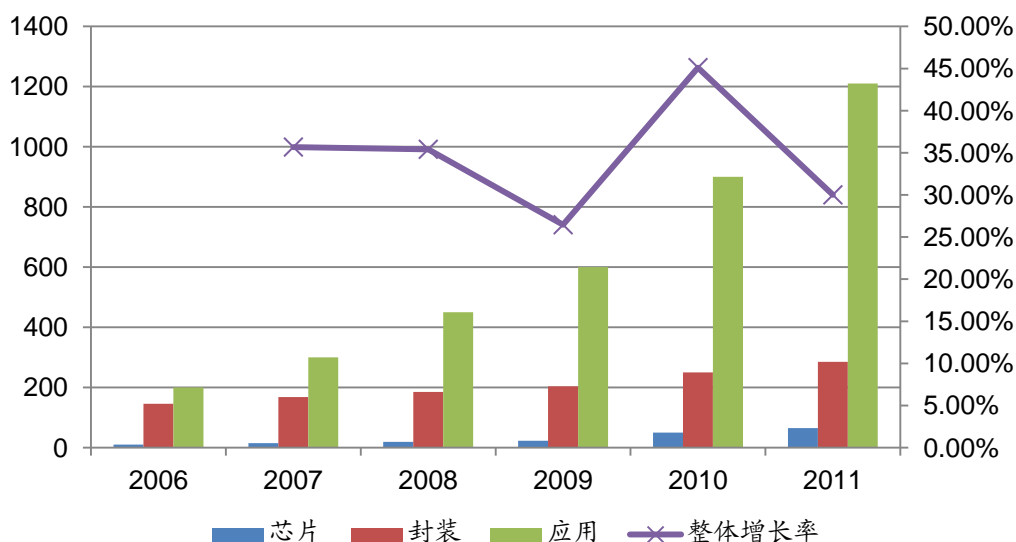
全球 LED 照明未来市场广阔，为培育新的利润增长点，并且结合公司技术和销售模式与目前主业的叠加优势，公司 2011 年成立了全资子公司“深圳市兆驰节能照明有限公司”。研发、生产、销售 LED 电视背光源所用发光器件，中大功率 LED 发光器件，各类适合室内、室外的 LED 照明产品。

公司已投入二十条测试封装线，三条节能照明总装线，四条节能照明 SMT 线，LED 灯珠的月产能将超过 1 亿颗。完全自主研发自主封装生产的 LED 光源已成功应用于液晶电视背光模组并实现批量出货，背光模组整体性能指标明显领先业界标准。

背光模组月产能已达到 50 万片。随着自制灯珠的采用，新产品和新设计的导入，公司将提供性价比更高的电视背光产品。LED 照明产品方面，已经研发设计出品了 10 个系列，100 多个种类的新品，其中包括：各类球泡灯、蜡烛灯、日光灯管、射灯、筒灯和平板灯。这些产品已经在 2011 年 5 月份已经开始销售。

据中国国家半导体照明工程研发及产业联盟（CSA）预测，2011 年中国的 LED 市场规模预计将达到 1570 亿元。其中，上游产业约为 75 亿元，中游产业（LED 封装等）为 285 亿元，下游产业（设备等应用）为 1210 亿元。其中，下游产业中约 70% 为出口。

图 9 2006-2011 年我国半导体照明产业各环节产业规模（单位：亿元）



资料来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟(CSA)，华宝证券研究所

随着全球节能减排意识的增强，全球主要国家纷纷出台政策，逐步淘汰能耗高的白炽灯。LED 灯能耗仅普通白炽灯的 10%，普通节能灯的 50%，随着白炽灯的淘汰和 LED 灯成本的下降，LED 照明将成为未来节能照明的主流。

欧盟：2009 年通过法规，规定从 2009 年 9 月 1 日起，磨砂灯泡和 100 瓦以上的传统灯泡将不得上市；从 2010 年 9 月 1 日起，将 75 瓦以上的传统灯泡撤出市场；从 2011 年 9 月 1 日起，撤出 60 瓦以上的传统灯泡；到 2012 年 9 月 1 日，传统灯泡完全退出市场。

中国：2011 年 11 月，国家发展改革委、商务部等多部门联合公布了 5 年内彻底淘汰白炽灯的路线图，宣布将从 2012 年 10 月 1 日起，按功率大小分阶段逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯。

美国：2007 能源独立和安全法案规定，从 2012 年 1 月到 2014 年 1 月间，将逐步淘汰 40 瓦、60 瓦、75 瓦及 100 瓦白炽灯泡，以节能灯泡取代替换，大多数白炽灯泡将于 2014 年在美国市场上禁止销售。

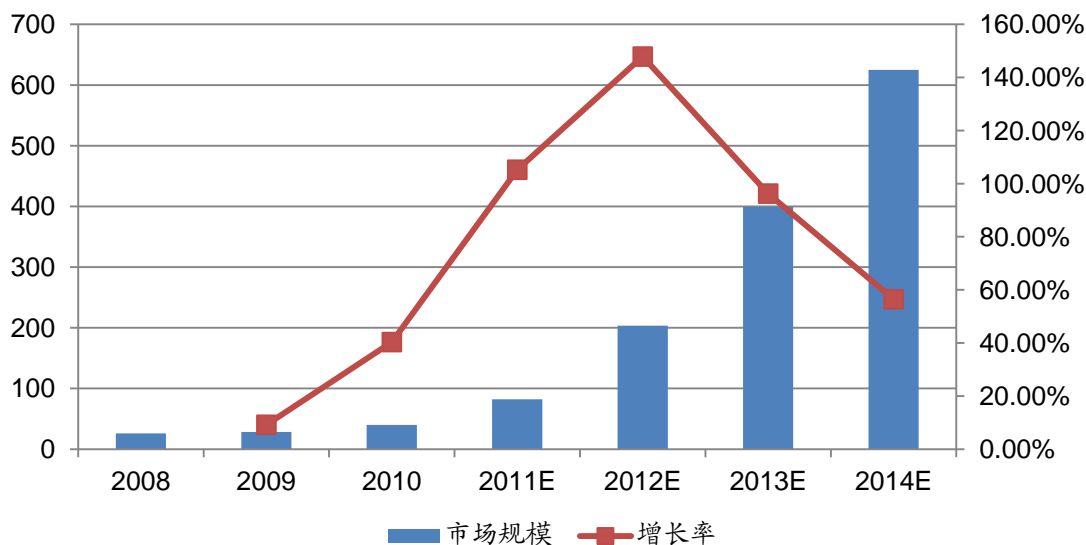
澳大利亚：世界上第一个计划全面禁止使用传统白炽灯的国家，2009 年开始停止生产，2010 年逐步禁止使用传统的白炽灯，代之以更加节能的日光灯等节能灯具。

加拿大：2007 年 4 月 25 日，加拿大自宣布于 2012 年开始禁止销售白炽灯，成为继澳大利亚后第二个宣布将禁用白炽灯的国家。

日本：2005 年 12 月，日本出台了改善与提高能源使用的促进税法，明确规定 2006-2007 年间企业或机构使用 LED 照明装置取代白炽照明装置，可获得投资额 130% 超额折旧，或者是投资额 7% 的税率减免。2009 年 LED 照明产品纳入“Eco-Point”节能家电补助对象，以国家负担的方式将相当于产品价格 5% 的费用作为“EcoPoint”还至消费者，带动 LED 照明灯在日本的占有率从 2009 年的不足 1% 迅速提高到 2010 年 2 月的 10%。2011 年大地震造成的核辐射危机和能源短缺，加速了 LED 照明产品在日本的应用速度。根据日本民间调查机构矢野经济研究所 2011 年 12 日发表的调查报告，日本 2011 年 LED 照明市场规模达 1,393 亿日圆，将较 2010 年暴增 85.7%。

根据台湾拓璞产业研究所的研究显示，2009 年全球 LED 照明应用产品市场规模约为 28.5 亿美元，增长率为 9.2%，2010 年全球 LED 照明应用产品市场规模为 40.0 亿美元，同比增长 40.4%。预计 2014 年全球 LED 照明应用产品是规模将达到 625.0 亿美元，为 2010 年的 15 倍，年复合增长率达到 73.3%。

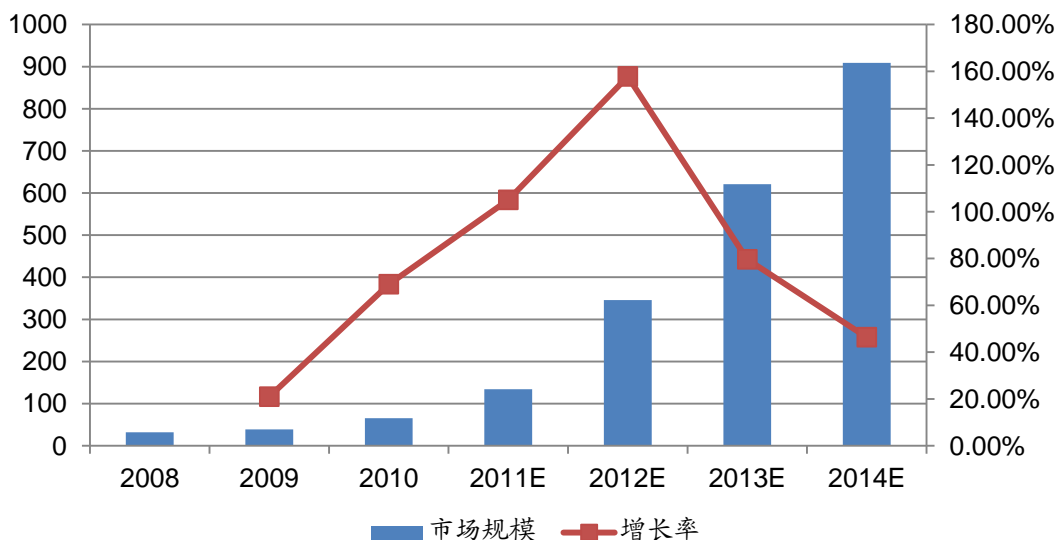
图 10 全球 LED 照明市场规模（单位：亿美元）及增长率



资料来源：拓璞产业研究所，华宝证券研究所

据拓璞产业研究所的数据统计，2009 年，中国 LED 照明市场规模为 38.7 亿元，同比增长 21.2%。随着全球 LED 照明市场持续高速增长以及中国政府政策的大力支持，LED 照明技术的不断进步势必带来产业升级，加速国内照明产业的迅速发展，据《半导体照明节能产业发展意见指出》，到 2015 年，LED 功能性照明产品市场渗透率将达到 20%、景观装饰等产品市场渗透率达到 70% 以上。预计到 2014 年，中国 LED 照明市场规模将达到 908.9 亿元，年复合增长率达到 69.2%。

图 11 中国 LED 照明市场规模（单位：亿元）及增长率



资料来源：拓璞产业研究所，华宝证券研究所

目前 LED 照明产品出口居多，主要原因是：1.日本、欧盟、澳大利亚等国家和地区白炽灯退出政策已开始实施，2012 年将禁售白炽灯；2.欧洲部分国家电费比较贵，节能需求强烈；3. 日本能源缺乏，政府鼓励 LED 照明发展。

公司 LED 照明产品拥有几大优势：

第一：客户资源优势。公司同 DIXONS、CARREFOUR、WOOLWORTHS 等大型电器和综合性超市拥有良好的合作关系，将能充分利用现有的客户资源销售 LED 照明产品。

第二：规模优势。出口欧盟、日本、美国等地的 LED 灯具需要经过一系列认证，认证费用高达每款灯具 15-20 万元人民币，小型公司无法承担高昂的费用。公司 LED 灯珠产能超过每月 1 亿颗，规模优势将能降低照明产品的成本。

第三：价格优势。公司擅长成本控制，善于以低价取胜，在全球 LED 产品价格不断下降的大趋势下，公司拥有成本和价格优势。

我们预计 2012 年公司 LED 产品销售收入将达 3 亿元左右，为公司贡献超过 6000 万的毛利。

3. “三流”的价格

3.1. “三流”的产品价格

3.1.1.优秀的成本控制力

公司一直从事竞争激烈的消费电子的生产和销售，优秀的成本控制能力是公司能在一片红海中成长壮大的原因之一。公司通过采购、制造、管理方面的不断改进严控产品成本，提高生产效率。

公司在原材料采购上分三个方面控制：（1）通用原件：如贴片电阻、电解电容，通过招标、竞标确定中标供应商；（2）差异化的物料采购：采用固定的计算公式分多个供应商

进行议价，如电源线缆；（3）集中大规模采购：将一些独家供应商的关键原件集中几个月统一采购，如液晶显示屏等。

公司发明了单板、组装等自动化测试工装，将生产过程中的 IC 烧录、单板测试集成到一个测试工装上，在极大减少人力成本的同时，提高了产品制造的直通率，提升了生产效率。

表 6 公司自动化设备改进对比

生产项目	原模式	自动化模式
烧录(单位: 每间烧录房)	24 人	8 人
基板测试(单位: 每条测试线)	8 人	2 人
组装测试(单位: 每条测试线)	6 人	2 人

资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

公司还研发了行业独创的解码、电源、背光三合一一体板，实现硬件标准化，通过软件和外观实现差异化，大大提高了生产的效率，降低了产品的成本。

公司充分重视信息技术的应用，发挥计算机、智能设备和互联网的优势，提升公司整体运作效率。公司的生产制造、供应链、销售、财务等各个重要环节的工作进行一体化的计算机信息管理，实现了公司内部各部门之间的协同办公和信息共享，大大提高了公司的运作效率，使生产运行从材料进厂到产品出库始终处于受控状态，既确保了产品质量和交货期，又为公司成本管理和产品研发提供系统支持

3.1.2.以价格优势不断抢占台厂份额

根据资策会产业研究所（MIC）预测，2010 年全球液晶电视自制出货量约达 1.25 亿台，外包委外生产的液晶电视出货总量约 5341 万台，台湾代工液晶电视出货量约 4493 万台，占有委外生产的液晶电视比重达 84%。

不过，资策会 MIC 预估，随着全球代工厂抢单激烈、低价抢单的康冠和兆驰对台厂的威胁更与日俱增，到 2011 年，全球委外生产的液晶电视数量虽可能增至 6792 万台，台湾液晶电视代工出货量也将成长至 5250 万台，但台厂代工占全球委外生产的比重，却可能降到 77%。

接下来从 2012 年到 2016 年，台湾液晶电视代工出货量占全球委外生产液晶电视总数的比例，可能还会逐渐降低。预估到 2016 年，全球液晶电视委外生产规模将达 1.22 亿台，较 2010 年增长近 1.3 倍，届时台湾液晶电视代工出货量估达 8600 多万台、亦将较 2010 年增长 9 成以上，但占全球液晶电视委外生产比重、可能会降至 70% 水位。

据全球最大的液晶电视代工厂台湾冠捷科技 2011 年上半年财务报告显示，冠捷 2011 年上半年共销售 610 万台液晶电视，比 2010 年同期的 630 万台下跌 3.9%；毛利率为 4.9%，低于 2010 年同期的 5%。

台湾另一主要液晶电视代工厂仁宝电脑的月度财务数据显示，仁宝 2011 年上半年的销售收入比 2010 年同期下降了 24%。

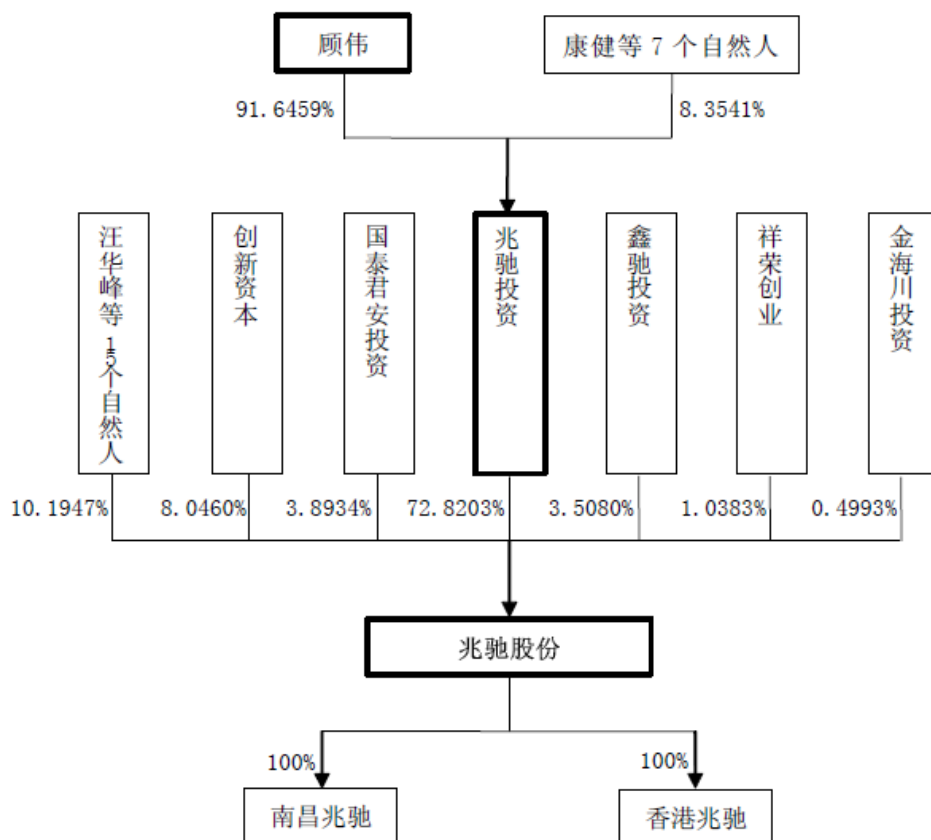
而根据兆驰 2011 年半年报显示，公司 2011 年上半年液晶电视业务收入同比增长 71%，毛利率虽然有所下滑，但仍达 10.4%。随着下半年自产 LED 背光的大量采用，毛利率还将上升。相比台厂，竞争优势明显。

3.2. “三流”的股价

3.2.1. 公司股权结构

公司控股股东为兆驰投资，发行前持有公司 72.8203% 的股份。兆驰投资是由公司管理层出资设立的公司，其中顾伟先生持有兆驰投资 91.6459% 的股权，为公司实际控制人，现任公司董事长。

图 12 公司发行前的股权结构



资料来源：公司招股说明书，华宝证券研究所

从公司 2011 年三季报来看，国泰君安投资、祥荣创业、创新资本等创投资本已在逐步减持退出，而公司总经理康健基于对公司发展的信心，始终未减持。由公司管理层和员工投资设立的鑫驰投资仅有少量减持，减持量占其持股量的 3.3%。

3.2.2. 关键假设和盈利预测

公司 2011 年三季报显示，2011 年四季度液晶电视的订单已经超过了现有产能，公司已计划进一步扩大生产规模，新产能将在 2012 年初达产。2013 年兆驰产业园的建成将解决产能瓶颈。随着液晶电视外包业务逐步向大陆转移的趋势，预计 2011-2013 年公司液晶电视业务收入将分别增长 73%、40% 和 50%。随着 2012 年液晶电视一体机的上市，以及解码、电源、背光三合一一体板的使用，毛利有所回升，2011-2013 年液晶电视毛利率分别为 11%、12% 和 11%。

随着公司付费数字机顶盒与国外运营商的合作的增加，预计 2012 年度机顶盒收入将止跌回升，2011-2013 年机顶盒收入分别增长 -20%、20% 和 10%。

随着高清影视和 3D 影视的普及, 公司蓝光高清视盘机有望增加出货量, 2011-2013 年视盘机收入分别增长 10%、20%和 10%。

LED 照明产品 2011 年刚开始销售, 2012 年起预计将有爆发式增长, 预计 2011 年-2013 年公司 LED 产品销售额分别为 5000 万、3 亿和 8 亿元, 毛利率分别为 25%、22%和 20%。

表 7 公司业绩预测表

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	3018.63	4267.10	6212.29	9212.33
同比增速(%)	6.21	41.36	45.59	48.29
净利润(百万)	343.03	400.70	578.96	725.37
同比增速(%)	36.90	16.81	44.49	25.29
毛利率(%)	16.16	13.62	14.12	12.99
每股盈利(元)	0.73	0.57	0.82	1.02
ROE(%)	12.88	13.72	16.94	18.12
PE(倍)	0.00	13.51	9.35	7.47

资料来源: 华宝证券研究所

3.2.3. 股价已具有投资价值

公司 2010 年 6 月 10 日以 30 元的发行价上市, 因估值较高以及市场整体状况不佳, 公司股价一路下跌, 至 2012 年 1 月 20 日, 复权后公司股价仅 11.97 元, 较发行价下跌 60.1%。

表 8 可比公司估值

证券代码	证券名称	收盘价(元)	PE		
			2011E	2012E	2013E
000100.SZ	TCL 集团	2.05	17.50	17.02	12.62
600060.SH	海信电器	14.04	9.16	8.37	7.66
600839.SH	四川长虹	2.28	21.56	19.17	15.25
002638.SZ	勤上光电	24.5	38.42	25.67	19.17
300241.SZ	瑞丰光电	12.99	25.32	17.36	12.17
002369.SZ	卓翼科技	12.97	25.47	16.14	10.98
	平均值		22.90	17.29	12.98
002429.SZ	兆驰股份	7.86	13.90	9.62	7.68

资料来源: WIND, 华宝证券研究所

公司与电视制造类、LED 照明类和 ODM 加工类公司相比, 公司目前的股价处于明显的低估状态, 我们认为合理股价为 12.3 元, 对应 2012 年 15 倍 PE。相对目前的股价有 56% 的上涨空间, 给予买入评级。

4.风险提示

液晶电视销售不及预期的风险: 公司 70%以上的销售收入来自液晶电视,一旦液晶电视整体市场不佳或者代工业务的转移低于预期,将对公司业绩产生较大影响。

LED 照明销售不及预期的风险: 公司 LED 照明业务为新进的业务,虽然全球 LED 照明市场空间广阔,但竞争激烈,若公司 LED 照明业务拓展不达预期,将对公司未来业绩产生影响。

大股东可能减持的风险: 兆驰投资和鑫驰投资分别是公司由公司管理层和公司员工出资设立的公司。2011 年深圳市兆驰投资有限公司已更名为新疆兆驰股权投资合伙企业(有限合伙),深圳市鑫驰投资有限公司已更名为乌鲁木齐鑫驰四海股权投资合伙企业(有限合伙)。一旦股价出现显著高估,或者公司经营状况发生重大负面变化,兆驰投资和鑫驰投资存在减持公司股份的可能。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2969.92	3649.28	4398.24	5617.36
现金	1841.77	2845.04	2080.05	3581.42
应收账款	412.40	237.75	861.57	646.88
其它应收款	34.10	38.03	82.01	84.12
预付账款	70.41	0.00	88.94	17.94
存货	574.70	502.00	1241.74	1231.08
其他	36.54	26.45	43.93	55.92
非流动资产	175.05	182.13	180.92	182.70
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	114.63	124.37	124.88	128.58
无形资产	49.08	46.63	44.19	41.75
其他	11.34	11.13	11.86	12.37
资产总计	3144.98	3831.41	4579.16	5800.05
流动负债	449.72	878.70	1129.55	1765.01
短期借款	0.00	70.73	35.36	53.04
应付账款	406.00	778.13	995.64	1623.57
其他	43.72	29.84	98.55	88.39
非流动负债	33.02	31.53	32.27	31.90
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	33.02	31.53	32.27	31.90
负债合计	482.74	910.23	1161.82	1796.92
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2662.24	2921.18	3417.34	4003.14
负债和股东权益	3144.98	3831.41	4579.16	5800.05

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-193.55	1057.23	-659.34	1653.80
净利润	343.03	400.70	578.96	725.37
折旧摊销	0.00	11.16	12.03	13.28
财务费用	-10.03	-36.19	-22.89	15.28
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-527.76	682.17	-1227.74	900.03
其它	1.21	-0.61	0.30	-0.15
投资活动现金流	-0.72	-18.81	-10.54	-15.19
资本支出	-2.24	9.13	-2.23	2.29
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-2.97	-9.68	-12.77	-12.91
筹资活动现金流	1502.55	-35.16	-95.12	-137.24
短期借款	-141.45	70.73	-35.36	17.68
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1644.00	-105.88	-59.76	-154.92
现金净增加额	1308.28	1003.27	-764.99	1501.37

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3018.63	4267.10	6212.29	9212.33
营业成本	2530.93	3686.08	5335.14	8015.72
营业税金及附加	1.32	4.27	6.21	9.21
营业费用	44.20	67.60	94.69	143.18
管理费用	40.86	72.54	105.61	156.61
财务费用	-10.03	-36.19	-22.89	15.28
资产减值损失	15.50	13.20	25.56	33.20
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	395.84	459.60	667.97	839.13
营业外收入	5.49	10.00	10.00	10.00
营业外支出	0.34	1.20	1.20	1.20
利润总额	400.99	468.40	676.77	847.93
所得税	57.96	67.70	97.82	122.56
净利润	343.03	400.70	578.96	725.37
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	343.03	400.70	578.96	725.37
EBITDA	336.52	399.86	606.09	765.03
EPS (元)	0.73	0.57	0.82	1.02

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	6.21%	41.36%	45.59%	48.29%
营业利润	44.77%	16.11%	45.34%	25.62%
归属母公司净利润	36.90%	16.81%	44.49%	25.29%
获利能力				
毛利率	16.16%	13.62%	14.12%	12.99%
净利率	11.36%	9.39%	9.32%	7.87%
ROE	12.88%	13.72%	16.94%	18.12%
ROIC	10.71%	11.01%	14.61%	15.75%
偿债能力				
资产负债率	15.35%	23.76%	25.37%	30.98%
净负债比率	0.00%	2.42%	1.03%	1.33%
流动比率	6.60	4.15	3.89	3.18
速动比率	5.33	3.58	2.79	2.49
营运能力				
总资产周转率	1.34	1.22	1.48	1.78
应收帐款周转率	9.48	13.13	11.30	12.21
应付帐款周转率	5.81	6.23	6.02	6.12
每股指标(元)				
每股收益	0.73	0.57	0.82	1.02
每股经营现金	-0.27	1.49	-0.93	2.33
每股净资产	5.63	4.12	4.82	5.65
估值比率				
P/E	0.00	13.90	9.62	7.68
P/B	0.00	1.91	1.63	1.39
EV/EBITDA	-5.39	7.06	5.86	2.71

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

华宝证券 TMT 研究团队简介:

我们的宗旨: 我们专注于基础研究、系统研究和独立研究; 力求研究在时机和效力上的及时性, 在结论和判断上的客观性; 致力于为投资者深度挖掘 TMT 行业内长期成长和价值低估的机会。

吴炳华: 南理工无线电工学学士、华师大经济学硕士。科研工作 4 年, 证券从业经历 8 年。曾就职德邦证券, 首席分析师。现任华宝证券 TMT 首席分析师, 团队负责人, 主要负责 TMT 各领域的研究和管理工作。

周正刚: 复旦大学材料科学学士、理学硕士。中兴通讯任职 8 年, 曾担任系统工程师、商务经理等职务; 后在龙旗科技任 2 年商务副总监, 2011 年加入华宝证券, 主要研究方向为电子和通信。

陈筱: 南昌大学信息与计算科学学士、复旦大学经济学硕士。对人口结构和经济发展间关系有较深入的研究, 2010 年加入华宝证券, 主要研究方向为计算机软件和文化传媒。

程成: 天津大学电子信息工程学士、中科院通信工程硕士。曾参与国家通信/小卫星工程重点课题研究, 2010 年加入华宝证券, 主要研究方向为通信和移动互联网。

刘智: 同济大学电子与信息工程学院毕业, 控制软件工程方向硕士。曾参与导师多项国家科技支持计划项目, 主要研究方向为计算机软件和电子行业。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。