

2012年03月22日

电子--视听器材

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 11.49

目标价(元): 17.40

# 兆驰股份(002429)

## 成本控制塑造国内新型制造业典范

**投资评级: B--买入(持续)**

**TMT: 吴炳华**

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-68778306

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

**TMT: 周正刚**

电话: 021-68778225

邮箱: zhouzhenggang@cnhbstock.com

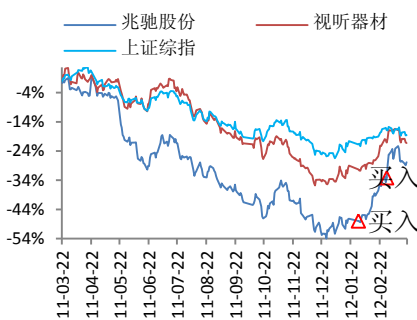
**联系人: 夏元**

电话: 021-68778072

### 公司基本数据

总股本(万股)	70881.38
流通A股/B股(万股)	23344.63/0.00
资产负债率(%)	42.73
每股净资产(元)	4.13
市净率(倍)	2.60
净资产收益率(加权)	14.58
12个月内最高/最低价	24.86/6.95

### 股价走势图



### 相关研究报告

- 《液晶电视代工量剧增, 业绩有望持续增长》, 2012.02.29
- 《一流客户三流价格, LED 带来新增长》, 2012.01.28

### ◎投资要点:

◆**成本控制无处不在, 国内新型制造业的典范。**公司从研发、生产、采购、管理等全方位进行效率提升和成本控制。充分利用信息化和自动化生产使公司在 2011 年人均产值、净利润达 102 万、9.25 万, 两者均居国内同类公司前列, 甚至高于富士康、冠捷科技等行业龙头, 堪称国内新型制造业之典范。

◆**巨大的成本优势不但助其抢占代工市场份额, 同时助其盈利增长。**优秀的成本控制力给公司带来强大竞争力, 公司 2011 年液晶电视毛利 11.71%, 未来仍有改善的趋势。而行业龙头冠捷科技的毛利则下滑至 4.9%。在全球液晶电视代工加速的趋势下, 公司的成本优势不但助其持续抢占液晶电视代工市场份额, 同时也使公司在产能扩充、液晶电视出货量爆发的过程中保持盈利的快速增长。

◆**液晶电视毛利率有改善迹象, 带动净利润快速增长。**2011 年下半年液晶电视毛利率已由年中的 10.39% 提升为 11.71%, 2012 年直下式背光一体机、3D 电视和网络智能电视等新品将推出, 我们预计毛利率将进一步提高至 12.5%, 带动净利润持续快速增长。

◆**优秀的成本控制力将在 LED 照明领域成功复制。**LED 照明领域产业集中度低, 竞争异常激烈, 未来整合和淘汰是必然趋势。公司拥有的优秀成本控制力传统将必将在 LED 照明领域得以继承, 加之其良好的市场渠道公司 LED 业务在激烈竞争有望中脱颖而出。LED 业务对公司的净利润贡献将逐年快速上升, 预计 2012 年 LED 业务将对公司贡献 3 亿销售收入。

◆**盈利预测和估值。**预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.87 元、1.19 元和 1.44 元, 鉴于公司液晶代工的巨大潜力和 LED 产品长期前景, 我们持续给予公司买入评级, 目标价上调至 17.40 元, 对应 2012 年 20 倍 PE。

### ◎关键假设:

液晶电视代工业务保持快速增长, 毛利率稳定, LED 业务爆发增长。

### ◎风险提示:

液晶电视销售或不及预期; LED 照明发展受阻; 股东可能减持。

	2010A	2011A	2011Q4	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	3018.63	4473.46	1629.54	6763.34	10338.83	14713.15
同比增速(%)	6.21	48.20	27.58	51.19	52.87	42.31
净利润(百万)	343.03	407.60	143.20	617.88	845.12	1023.59
同比增速(%)	36.90	18.83	26.02	51.59	36.78	21.12
毛利率(%)	16.16	13.67	15.02	14.26	13.38	12.15
每股盈利(元)	0.73	0.58	0.20	0.87	1.19	1.44
ROE(%)	12.88	13.93	4.89	18.16	20.85	21.37
PE(倍)	0.00	0.00		13.20	9.65	7.97

## 正文目录

<b>1. 2011 年度公司业绩回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1. 液晶电视业务表现抢眼.....	4
1.2. 机顶盒和视盘机占比逐年下降.....	5
1.3. LED 崭露头角.....	6
<b>2. 优秀的成本控制力，国内制造企业的典范</b> .....	<b>6</b>
2.1. 全方位的提效率降成本措施.....	6
2.1.1. 研发：不断改进设计，优化产品成本.....	6
2.1.2. 生产：不断改进工艺，提升生产效率.....	6
2.1.3. 采购：招标集中采购，严控物料成本.....	7
2.1.4. 管理：加强信息系统建设，重视人员激励.....	8
2.2. 人均贡献值高于同行，堪称国内制造企业典范.....	8
<b>3. 以成本优势不断抢占市场份额</b> .....	<b>10</b>
3.1. 成本优势令液晶电视代工业务量剧增.....	10
3.1.1. 液晶电视代工已成全球化趋势.....	10
3.1.2. 成本优势令液晶电视代工业务量剧增.....	12
3.2. LED 照明市场爆发在即，公司将在竞争中占优.....	12
3.2.1. LED 照明前景广阔.....	12
3.2.2. LED 照明市场已有启动迹象.....	13
3.2.3. 公司成本和渠道优势将在竞争中占优.....	15
<b>4. 盈利预测和估值</b> .....	<b>15</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>17</b>

## 图表目录

图 1 公司业务模式 .....	4
图 2 公司历年销售收入、净利润（百万元）和毛利率 .....	4
图 3 公司历年各项产品销售额占比 .....	4
图 4 公司历年液晶电视销售收入（单位：百万元）和增速 .....	5
图 5 液晶电视毛利率变化情况 .....	5
图 6 公司机顶盒收入（百万元）和增速、毛利率情况 .....	5
图 7 公司视盘机收入（百万元）和增速、毛利率情况 .....	5
图 8 公司使用自动化设备前后对比 .....	7
图 9 各公司 2010 年度销售毛利率和净利率对比（单位：%） .....	9
图 10 公司同冠捷科技 2010 年液晶电视业务毛利率对比 .....	10
图 11: 全球液晶电视代工生产一览 (2007~2015).....	10
图 12: 全球 LCD TV 代工生产比例一览(2007~ 2015) .....	11
图 13: 国家别全球 LCD TV 代工生产比例.....	11
图 14 全球 LED 照明市场规模（单位：亿美元）及增长率 .....	13
表 1 可比公司 2010 年度人均产值和净利润对比（单位：个、万元人民币） .....	9
表 2 冠捷科技历年液晶电视业务情况 .....	12
表 3 各国淘汰白炽灯时间表 .....	12
表 4 2011 年中国部分白光 LED 平均价格变动表(单位：元/pcs).....	14
表 5 公司分业务业绩预测表 .....	16
表 6 公司业绩预测表 .....	16
表 7 可比公司估值 .....	17

## 1.2011 年度公司业绩回顾

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、视盘机等以及 LED 封装和照明产品。公司专注于 ODM 制造，为全球各大品牌设计和制造消费电子产品。

图 1 公司业务模式



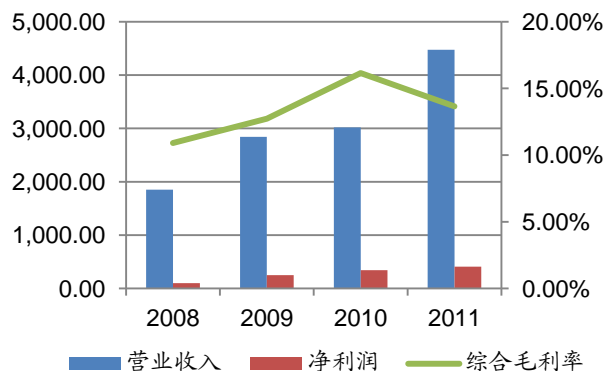
资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

2011 年公司由于液晶电视业务的靓丽表现，公司实现营业收入 44.73 亿，同比增长 48.2%；实现营业利润 4.73 亿，同比增长 19.62%；归属上市公司股东的净利润 4.07 亿，同比增长 18.83%；基本每股收益 0.58 元。拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。

公司净利润增速低于营业收入增速主要原因是公司液晶电视业务量大增，毛利有所下降，使得整体毛利率略有下滑，由 2010 年的 16.16% 下降为 13.65%。

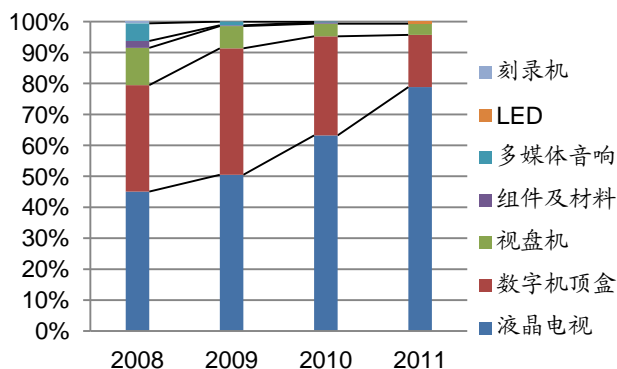
液晶电视在总体收入的比重进一步攀升，达 78.84%。LED 斩落头角，开始对外销售。

图 2 公司历年销售收入、净利润（百万元）和毛利率



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图 3 公司历年各项产品销售占比

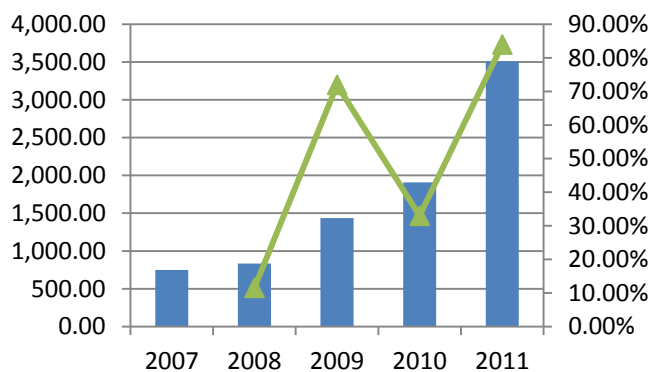


资料来源：公司公告，华宝证券研究所

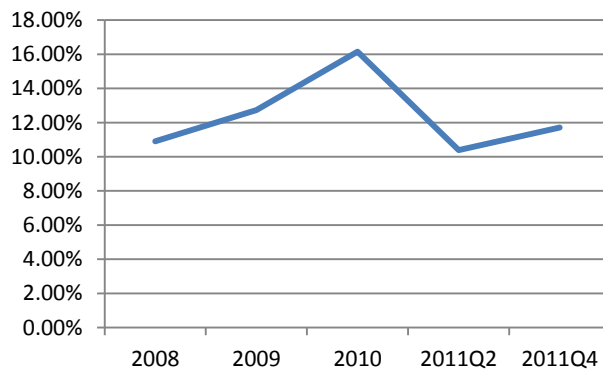
### 1.1.液晶电视业务表现抢眼

2011 年公司液晶电视业务表现抢眼，销售收入同比大增 84%。毛利率从 2011 年中的 10.39% 上升到 11.71%，有改善迹象。主要是由于公司 LED 背光电视已全部采用自产的 LED 灯珠，降低了产品成本所致。

图 4 公司历年液晶电视销售收入（单位：百万元）和增速 图 5 液晶电视毛利率变化情况



资料来源：公司公告，华宝证券研究所



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

由于公司液晶电视代工订单饱满，产能一直处于紧张状态，公司 2011 年 12 月在光明租赁了面积为 5 万平方米的新工厂，产能在 2012 年 3 月释放，新增了 6 条 32-55 寸直下式 LED 电视机生产线，是目前国内生产效率最优、工艺布局最合理、自动化程度最高的生产线。新工厂的全面运营不但加快了直下式 LED 电视机推向市场的进程，将进一步提升公司的市场竞争力和产品的毛利率。

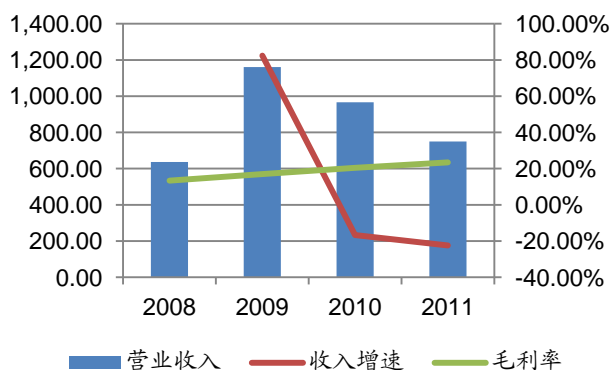
公司 2011 年开发了 3D 电视、安卓系统网络电视、电视和机顶盒一体机、直下式 LED 电视等新产品，将在 2012 年为公司液晶电视业务带来新的活力，毛利率有进一步改善的潜力。公司在 2011 年下半年开发了 29、37、39、42、46、50 等中大尺寸液晶电视，将在 2012 年的第二季度批量生产，将推动液晶电视平均销售单价的上升和整体营收的增长。

## 1.2.机顶盒和视盘机占比逐年下降

2011 年公司机顶盒销售收入 7.5 亿元，同比下滑 22%，主要是由于机顶盒单价下降较快导致。机顶盒毛利率由 2010 年的 20.46% 进一步提升至 23.46%。随着公司 IP 机顶盒的推出，机顶盒的毛利还有进一步提升的空间。

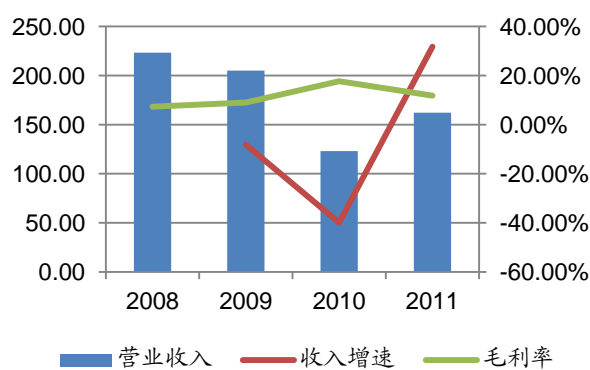
2011 年公司视盘机销售收入 1.62 亿元，同比增长 32%，但毛利大幅下滑，从 2010 年的 17.69% 下降至 11.83%。由于液晶电视和 LED 的快速增长，公司将更专注于这两块业务，预计视盘机将不再是公司重点发展的业务，今后占营业收入的比重将逐年下降。

图 6 公司机顶盒收入（百万元）和增速、毛利率情况



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

图 7 公司视盘机收入（百万元）和增速、毛利率情况



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

## 1.3.LED 崭露头角

公司 2011 年 LED 照明子公司兆驰节能照明实现营业收入 2.7 亿，其中大部分为销往母公司作为 LED 电视背光源。外销收入 3000 多万，毛利率 5.86%。我们认为在兆驰节能外销金额增大后，毛利率将回归正常值。

公司在 LED 照明领域，已经发展了欧普、三雄激光（日本）、TCL 灯具、三菱化学（日本）、超霸电子 GP（欧洲）等一线照明品牌客户。未来将继续为品牌做 ODM 代工，并且通过京东、淘宝商场等网络平台以自有品牌进行销售。兆驰节能照明公司 LED 封装技术已达到国际先进水平，是国内第一家用于 LED 直下式背光的企业。

目前节能照明公司共有 22 条封装线，公司计划在 2012 年 6 月开始扩产到 50 条。每条产线每月产能约 500 万颗，其中 15% 供给母公司，其余外销给其它客户。

我们预计公司 LED 封装产品和 LED 照明产品未来将随着 LED 整体市场的启动而产生爆发式增长，维持 2012 年 LED 收入 3 亿元的预测。

## 2.优秀的成本控制力，国内制造企业的典范

### 2.1.全方位的提效率降成本措施

对于制造类企业来说，成本控制是其生命。公司一直处身于竞争激烈、毛利率低的行业竞争环境中，从研发、生产、采购、管理等各个方面已形成了不断追求提升效率和降低成本的企业文化和经营理念，并且获得了卓有成效的成果。

#### 2.1.1.研发：不断改进设计，优化产品成本

为了兼顾客户多样化的外观需求和公司内部批量化的生产需求，公司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。对于不同的客户，只需要通过烧录不同的软件，装配不同的外壳实现差异化。以标准化应对差异化，大大提高了生产的效率，降低了产品的成本。

为了进一步优化产品成本，公司还创新地将液晶电视背光部分和后盖合二为一，研发出液晶电视一体机，大大降低了结构件的成本。

公司还不断对直下式 LED 背光进行改进，推出了低成本 LED 背光的解决方案，在液晶电视一体机中使用，将大大降低液晶电视的成本，提升公司 2012 年液晶电视产品的毛利。

#### 2.1.2.生产：不断改进工艺，提升生产效率

液晶电视的组装主要依靠人工完成，自动化程度较低。为了提升生产效率，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。

图 8 公司使用自动化设备前后对比

生产项目	原模式	自动化模式
烧录	 Workers in white lab coats manually operating a burn-in station.	 A worker in a blue uniform operating a large automated burn-in machine.
测试	 A worker in a blue uniform manually testing a component on a test bench.	 An automated testing machine with multiple monitors and components.
组装	 A worker in a blue uniform manually assembling a component on a workstation with a laptop.	 An automated assembly machine with various tools and components.

资料来源：招股说明书，华宝证券研究所

在中国人口红利逐步消失，人工成本逐年上升的大趋势下，制造类企业只有通过不断的技术改进提升生产效率才能保持成本的竞争优势。公司在这方面做得相当出色。根据公司 2011 年年报，公司年末共 4405 人，营业收入达 44.7 亿元人民币，人均产值达 102 万元人民币，人均净利润达 9.25 万，位列国内同行前列。

通过液晶电视一体机的引入，简化了机体结构，工厂的生产效率大大提高，预计单位时间内的产量将提高 70% 以上，极大的提高产能。

### 2.1.3. 采购：招标集中采购，严控物料成本

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。

由于公司液晶电视销量的急剧增加，公司对塑料外壳的需求量大增。2012 年公司将从上游厂商直接招标采购塑料原料，提供给公司的外壳生产商，将进一步降低公司产品成本。

公司考察了多家导光板生产企业，根据自身情况对厂地、产量、设备等方面进行了综合评估，计划自主生产导光板，现在导光板生产已经进入最后调试阶段，计划 2012 年 4 月中旬背光模组生产将使用自制导光板，这将更进一步深化成本控制。

### 2.1.4.管理：加强信息系统建设，重视人员激励

公司目前研发和生产分处五地，管理难度大。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，在生产制造、供应链、销售、财务等各个环节的工作进行一体化的计算机信息管理，推出“目式”订单跟踪系统，使得公司管理层从上至下对订单进度一目了然，其中红灯对于订单进度的掌控，是行业首创的订单管理方法。

由于公司订单批次多，单个订单采购数量从几十台到几千台都有，信息系统的建设使得，使生产运行从材料进厂到产品出库始终处于受控状态，一旦出现问题，公司各个部门可以非常直观地通过系统实时了解，并快速解决。信息系统的建设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

公司发行前兆驰投资占有公司 72.82%的股权，鑫驰投资占有公司 3.5%的股权。兆驰投资为公司管理层投资设立，鑫驰投资为公司员工投资设立。管理层和核心员工的持股使得公司管理层和员工的个人收益同公司发展同向，提升了员工的工作积极性和工作效率。

公司 2010 年推出了股权激励方案，共授予公司中层管理人员、核心技术（业务）骨干 247 人共 703.7 万份股票期权。但后来由于市场状况不佳，股权激励被迫取消。公司未来很有可能在适当的时候再推股权激励方案，激发员工的工作热情。

## 2.2.人均贡献值高于同行，堪称国内制造企业典范

因相关公司 2011 年度报告尚未全部披露，我们选取国内相关企业做 2010 年度平均每位员工对公司的产值和净利润贡献值作对比：

ODM 制造类：实益达、卓翼科技

电视生产销售类：海信电器、四川长虹、TCL 集团

机顶盒制造类：同洲电子

液晶代工生产类：台湾大厂鸿海（富士康）和冠捷科技

根据各公司 2010 年年报披露的数据进行对比，发行兆驰股份 2010 年人均营业收入高达 131 万元，仅次于海信电器和冠捷科技，领先于其他公司。而人均净利润贡献达 14.86 万元人民币，遥遥领先于其他公司。充分显示了公司在制造业领域突出的生产效率，堪称国内制造企业的典范。

2011 年公司由于订单的快速增加，新开设工厂，年末员工人数上升至 4405 人。2011 年公司实现人均营业收入 102 万元人民币，人均净利润 9.25 万元人民币，由于人员增加是一个逐步过程，因此 2011 年的实际人均产值和利润应高于 2010 年的平均值。



表 1 可比公司 2010 年度人均产值和净利润对比 (单位: 个、万元人民币)

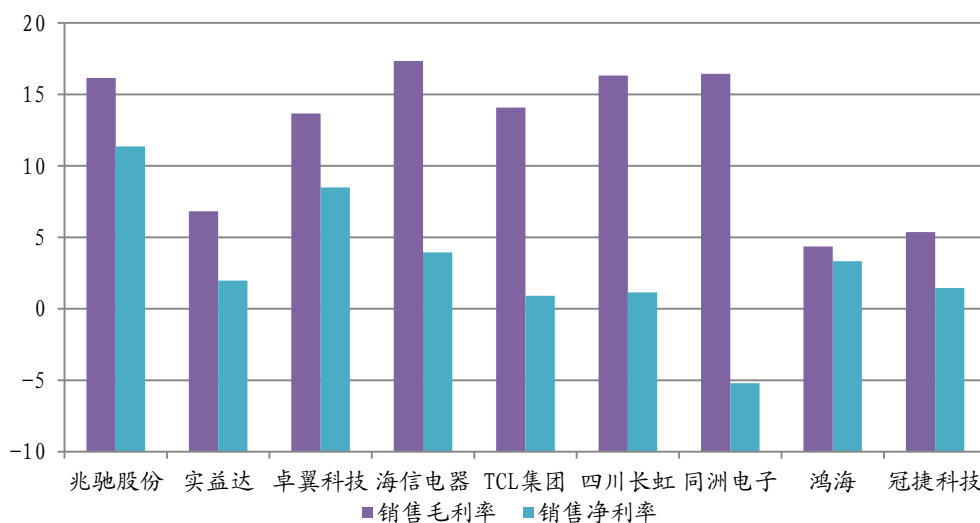
代码	公司	员工人数	营业收入	人均营业收入	净利润	人均净利润
002429.SZ	兆驰股份	2,309	301,863	130.73	34,303	14.86
002137.SZ	实益达	2,301	132,994	57.80	2,624	1.14
002369.SZ	卓翼科技	2,944	87,054	29.57	7,395	2.51
600060.SH	海信电器	13,801	2,126,370	154.07	83,490	6.05
000100.SZ	TCL 集团	51,673	5,186,987	100.38	43,253	0.84
600839.SH	四川长虹	57,196	4,171,180	72.93	29,225	0.51
002052.SZ	同洲电子	4,264	230,095	53.96	-11,839	-2.78
2317.TW	鸿海	836,000	49,431,588	59.13	1,648,696	1.97
0903.HK	冠捷科技	34,773	7,351,156	211.40	107,029	3.08

资料来源: 各公司年报, 华宝证券研究所

注: 鸿海和冠捷的营收数据已由新台币和美元换算为人民币

从各公司的销售毛利率和净利率对比来看, 公司 2010 年销售毛利率同卓翼科技、海信电器、TCL 集团、四川长虹、同洲电子等公司相当, 但净利率大幅高于其他公司。与台湾鸿海和冠捷科技两大液晶电视代工厂相比, 公司的毛利率和净利率均大幅领先。

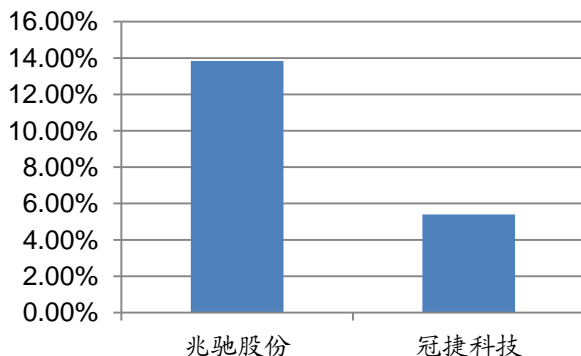
图 9 各公司 2010 年度销售毛利率和净利率对比 (单位: %)



资料来源: 各公司年报, 华宝证券研究所

而在液晶电视代工业务这一细分领域, 公司的成本优势非常明显。2010 年度公司液晶电视代工业务毛利率 13.84%, 而世界第一液晶电视代工大厂冠捷科技的液晶电视业务毛利率仅 5.4%。2011 年全年公司液晶电视毛利率略有下滑, 至 11.71%, 但比 2011 年上半年的 10.39%略高, 显示毛利率有改善迹象。而冠捷科技 2011 年三季度液晶电视毛利率仅 4.5%, 相比二季度 4.9%的毛利, 呈持续下滑状态, 液晶电视业务已出现经营性亏损。

图 10 公司同冠捷科技 2010 年液晶电视业务毛利率对比



资料来源：各公司年报，华宝证券研究所

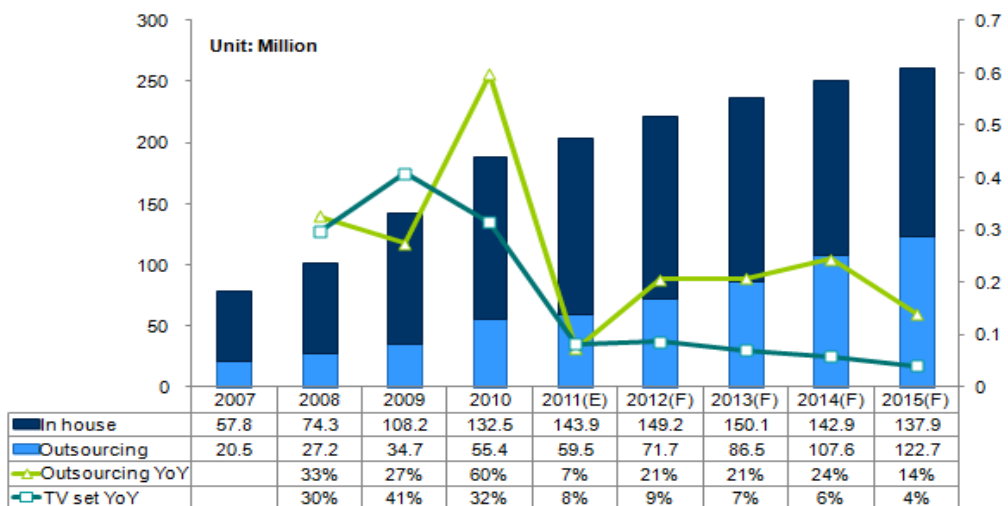
### 3.以成本优势不断抢占市场份额

#### 3.1.成本优势令液晶电视代工业务量剧增

##### 3.1.1.液晶电视代工已成全球化趋势

因液晶电视价格竞争激烈，毛利率低，各品牌厂商逐步将液晶电视生产外包给专业代工厂，液晶电视的代工生产逐渐成为了全球化趋势。据 Displaybank 统计，2010 年液晶电视代工生产量相比 2009 年增加至 60%，达到了 5540 万台，此后代工(OEM)制造企业也随之增加。2011 年随着世界经济低迷，液晶电视市场需求受挫，2011 年液晶电视代工生产的增长率止步于 7%。

图 11: 全球液晶电视代工生产一览 (2007~2015)



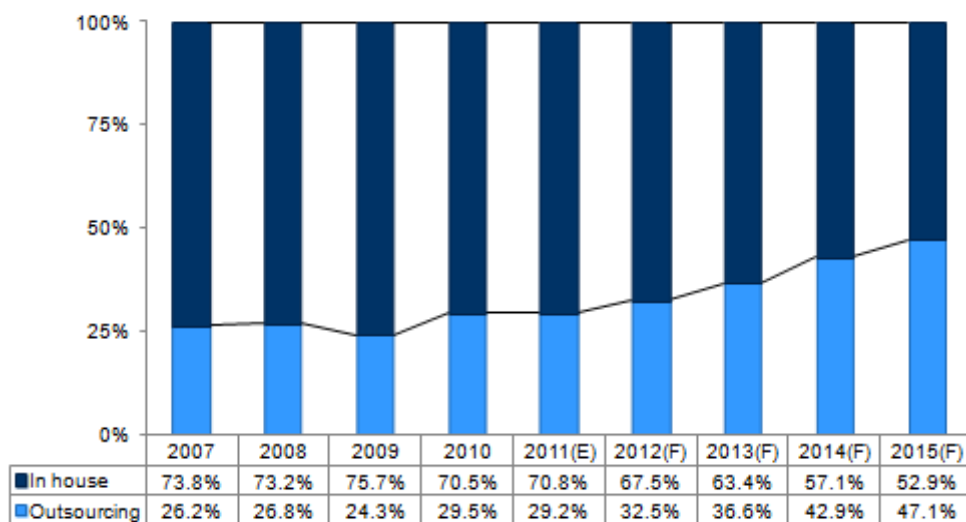
资料来源：Displaybank，华宝证券研究所

由于日本四大家电企业（索尼，松下，夏普，日立）2011 年集体巨亏，被迫提高代工生产比重。日立公司已停止电视机制造业务，计划将该业务全面移交给中国等海外生产厂家。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 英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 英寸、70 英寸的大尺寸液晶电

视产品。由于四家日本彩电企业在 2010 年出货量近 6000 万，占全球 30%左右，日系厂商将制造外包，将使台湾、大陆的液晶代工厂受益。Displaybank 预计全球液晶电视代工生产在今后几年有望呈现两位数的成长率。

据 Displaybank 统计，2011 年液晶电视代工生产比例为 29.2%，相比 2010 年减少了 0.3%P。主要原因是 TV 占有率第一、二位的三星电子与 LG 电子等韩国企业减少了 OEM 生产比重，增加了自产比重所致。但大部分的电视品牌企业在盈利情况恶化的情况下，为提高与一流企业的竞争力，增加了代工生产比重。而 2012 年全球液晶电视代工生产比重有望增加至 32.5%，2014 年其比率有望达到 42.9%。

图 12: 全球 LCD TV 代工生产比例一览(2007~2015)

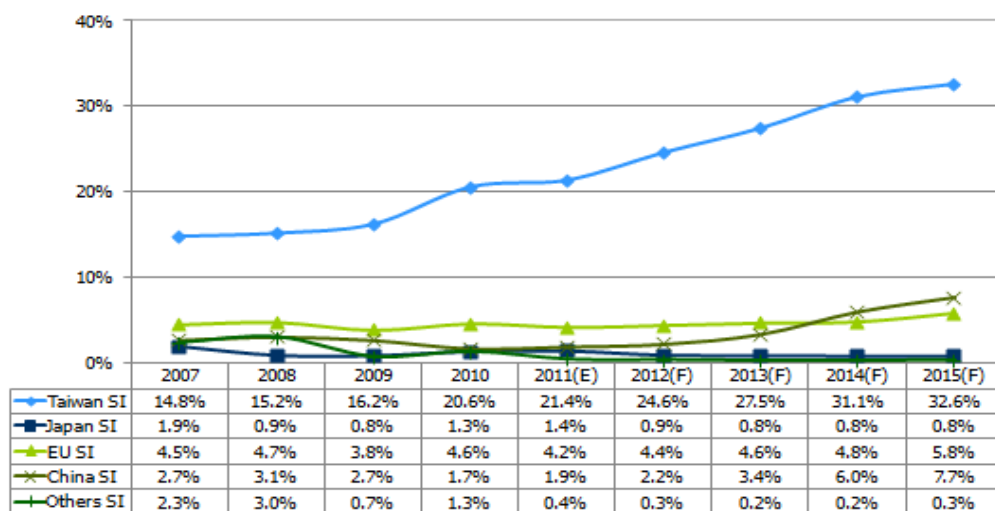


资料来源: Displaybank, 华宝证券研究所

台湾 OEM 企业如冠捷科技等借助液晶显示器 OEM 代工经验，稳步进行着液晶电视的 OEM 代工，2010 年冠捷科技液晶电视出货量达 1480 万台，连续多年位列全球液晶电视代工量首位。2011 年代工生产比重 29.2%中，台湾企业的市场占有率以 21.4%占据了明显优势，其后欧洲 OEM 企业为 4.2%，中国 1.9%，日本占据了 1.4%。

而以兆驰和康冠为代表的中国企业善于以低价抢单，增长速度很快，带动中国液晶电视代工量占全球比例不断上升。

图 13: 国家别全球 LCD TV 代工生产比例



资料来源: Displaybank, 华宝证券研究所

### 3.1.2. 成本优势令液晶电视代工业务量剧增

公司优秀的成本控制力使得公司产品在市场激烈竞争中拥有明显的成本优势，带动公司业务的快速增长。2011 年公司已成为国内最主要的液晶电视代工厂之一。

台湾代工厂一直占据液晶电视代工的绝大部分市场份额，其中冠捷科技主要代工生产电脑显示器以及液晶电视，液晶电视出货量连续多年位列全球代工厂第一，2010 年液晶电视出货量 1480 万台。

表 2 冠捷科技历年液晶电视业务情况

	2008	2009	2010
电视出货量(万)	600	950	1,480
公司总收入(百万美元)	9,247.02	8,031.97	11,631.60
液晶电视收入占比	21.3%	33.4%	34.8%
液晶电视毛利率	4.4%	5.7%	5.4%
销售单价(美元)	327.4	281.9	290.8

资料来源：公司年报，华宝证券研究所

2011 年上半年，冠捷科技共销售 610 万台液晶电视，比 2010 年同期的 630 万台略有下降，且毛利率从 2010 年同期的 5.5% 进一步恶化至 4.9%。2011 年三季度，冠捷科技液晶电视代工业务已产生经营性亏损。而相比之下，公司 2011 年全年液晶电视毛利率仍维持在 10% 以上，且有进一步改善的趋势，优势明显。

鉴于公司的成本优势，夏普、飞利浦、东芝、海尔、西屋、ESI 等品牌客户以及 DIXONS、家乐福、欧尚、乐购、WORLDWIDE、DSGI、WOOLWORTHS 等超市及电器连锁店纷纷加大对公司产品的采购量，未来公司液晶电视代工业务仍将保持高速增长态势。

## 3.2. LED 照明市场爆发在即，公司将在竞争中占优

### 3.2.1. LED 照明前景广阔

#### 2012 年全球将进入白炽灯淘汰的高峰期

节能减排已成为全球的普遍共识，世界各国纷纷出台淘汰传统白炽灯的计划，将传统能耗较高的白炽灯用节能灯和 LED 照明等能耗更低的照明方式取代。根据各国的白炽灯淘汰时间表，2012 年白炽灯的淘汰将进入高峰期。

表 3 各国淘汰白炽灯时间表

国家/地区	淘汰白炽灯进程
欧盟	2012 年 9 月起全面禁售白炽灯
中国	2012 年 10 月 1 日起，逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯
美国	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
澳大利亚	2010 年逐步禁止使用传统的白炽灯
加拿大	2012 年开始禁止销售白炽灯
日本	2012 年全面禁售白炽灯
韩国	2013 年底前禁售白炽灯
中国台湾	2010 年开始执行白炽灯禁产政策，2012 年全面禁产

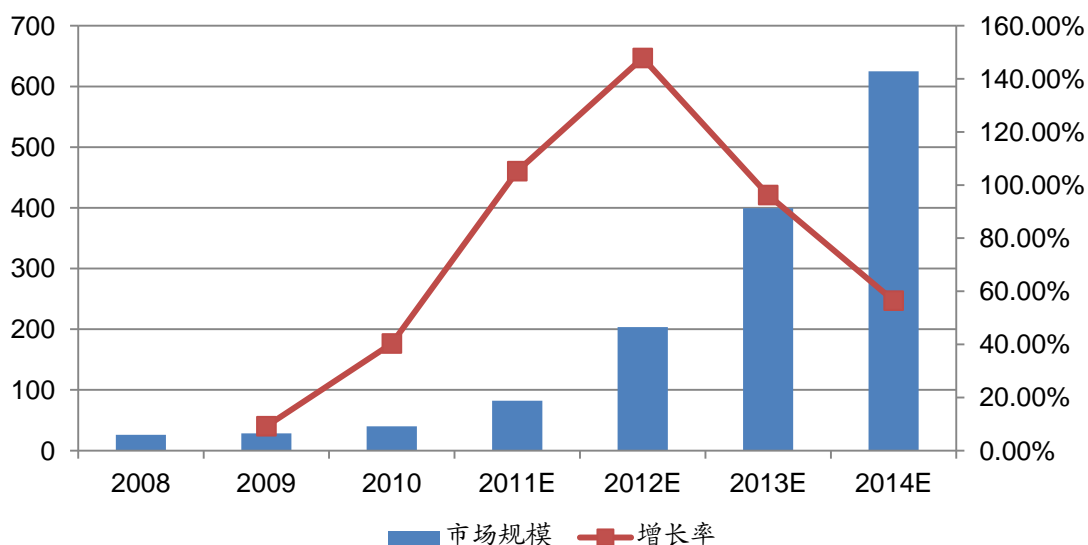
资料来源：公开资料，华宝证券研究所

LED 灯在发光效率、使用寿命、响应时间、环保等方面均优于白炽灯、荧光灯等传统光源，未来必将在通用照明领域不断提升市场占有率。

### LED 照明市场空前广阔

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 14 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

### 3.2.2.LED 照明市场已有启动迹象

#### 政府推动已进入应用推广阶段

鉴于 LED 广阔的市场前景，国内近几年掀起了一股投资 LED 产业的热潮，从上游芯片至下游应用，都出现了阶段性的产能过剩状况，行业缺乏标准，无序竞争。为规划和引导 LED 产业发展，在工信部的指导和组织下，国内 150 多家 LED 企业、照明企业以及行业协会、标准化组织、检测机构等单位 2012 年 1 月 6 日成立了“中国半导体照明/LED 产业与应用联盟”，工作任务包括推进半导体照明/LED 产业核心技术和产品的自主创新，推动科技成果向现实生产力的转化等。

随着 LED 灯具的逐步改善，价格的快速下将，各地政府也在积极推动 LED 照明应用的发展：

财政部经济、发改委、科技部共同发起了“2012 年半导体照明产品财政补贴推广项目(室内照明产品-LED 筒灯、反射型自镇流 LED 灯,室外照明产品-LED 路灯、LED 隧道灯)”，将选择一批半导体照明(LED)产品生产企业、产品，并确定供货价格。补贴资金采取间接补贴方式，由财政补贴给中标企业，再由中标企业按中标协议供货价格减去财政补贴资金后的价格销售给终端用户。

广东已经规划珠三角地区两年之内、广东全省三年之内，在公共领域普及 LED 照明。广东省在十二五期间将总投资 3885.88 亿元建设 148 个战略性新兴产业重大项目，其中 LED 产业总投资 116.36 亿元，涉及 13 项重大项目。

杭州的路灯在 5-8 年内将全部更新为 LED 路灯，同时根据太阳能技术发展程度，适当发展和应用太阳能 LED 路灯

惠州仲恺高新区将实行 LED 照明产品“一个企业、一个商场、一个社区”应用示范工程，将对采用本区 LED 产品的示范工程，根据相关规格的产品市场价格给予其采购金额 30% 的补贴资金。

### LED 灯具成本已具有优势

2011 年由于产能过剩以及 LED 背光、照明渗透率不及预期，导致 LED 芯片和应用产品都经历了价格的大幅下跌。据高工 LED 统计，2011 年中国各类 LED 灯珠普遍跌幅超过 20%。而 3528 2~3lm 低端产品，2011 年 1 月初的价格是 0.125 元/pcs，但到 2011 年 12 月底时价格降为 0.06 元/pcs，整体下降幅度超出 50%。

表 4 2011 年中国部分白光 LED 平均价格变动表(单位: 元/pcs)

型号/名称(光通量 lm)	2011 年各季度平均价格				全年平均增长幅度
	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	
0805(1.5~4.5lm)	0.2203	0.2067	0.1852	0.1731	-21.4%
0603(1.5~4.5lm)	0.2126	0.1961	0.1778	0.1675	-21.2%
3528(2~8.5lm)	0.2142	0.1927	0.1685	0.1527	-28.7%
3020(2~8.5lm)	0.2175	0.2012	0.1768	0.1625	-25.3%
3014(7~18lm)	0.277	0.2523	0.2256	0.2058	-25.7%
5050(6~25lm)	0.5843	0.5432	0.4765	0.4328	-25.9%
1W 大功率(50~140lm)	3.632	3.301	2.835	2.4954	-31.3%

资料来源：高工 LED，华宝证券研究所

目前 LED 球泡灯、LED 射灯、LED 筒灯的全周期成本都明显低于传统照明，已经具备明显的竞争优势。而 LED 直管灯的全寿命周期成本与传统照明基本持平，预计在 2012 年将显现出较为明显的成本优势，实现替代使用的推广。在户外照明灯具中，用于替代 250W 高压钠灯的 LED 灯具中，LED 路灯和隧道灯的全周期成本都要低于传统照明成本，成本差距约在 30% 左右，LED 路灯和隧道等竞争优势已经显现。随着 LED 灯具价格的不断下跌和性能的不断提升，LED 灯具全周期成本将在 2013 年前全面低于传统照明，在照明领域的渗透率将大幅攀升。

### 台湾 LED 企业订单能见度提高，出货价有上涨迹象

受益于 LED TV 客户需求回温，以及 LED 照明的需求比原来预期的提早到来，台湾上游芯片厂商包括晶电、友达集团的隆达、璨圆一季度产能利用率已逐步回升到八至九成水平，订单可见的度也由年初的 1 个月提升至 3 个月，厂商预估第二季产能利用率有机会超过九成。部分芯片厂商已开始出现挑单和涨价现象。

而台湾蓝宝石基板市场需求在 2 月明显回升，相关厂商营收普遍月增 10% 至 20%，各厂能见度已到 5 月，目前已有厂商计划涨价。

### 3.2.3. 公司成本和渠道优势将在竞争中占优

目前公司子公司兆驰节能照明公司共有 22 条封装线, 计划在 2012 年 6 月开始扩产到 50 条。每条产线每月产能约 500 万颗, 其中 15% 供给母公司, 其余外销给其它客户。公司已研究开发了板上晶片封装 (chip on board, 简称“COB”) 技术, 预计 2012 年 4 月导入。

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。公司还发展了欧普、三雄激光(日本)、TCL 灯具、三菱化学(日本)、超霸电子 GP(欧洲) 等一线照明品牌客户, ODM 代工业务量将会快速上升。

**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。

## 4. 盈利预测和估值

我们预计公司未来几年液晶电视业务收入将有大幅上升, 主要原因有:

1. 公司 2012 年光明工厂的投产将使公司液晶电视产能扩充 40%, 2013 年兆驰产业园的建成将使产能提升 4 倍, 公司产能在不断扩充中。
2. 公司 37 寸-55 寸大尺寸液晶电视的投产将使液晶电视平均售价上升。
3. 大尺寸液晶面板供过于求的状况有所改善, 未来大幅下跌的可能性不大, 液晶电视整体价格降幅不会太大。
4. 全球液晶电视外包业务增长趋势明显, 且有逐步向大陆转移的趋势

公司直下式背光一体机的推出、3D 电视和智能网络电视等新品的推出有助于提高液晶电视毛利率, 预计 2012 年液晶电视业务毛利率将小幅上升至 12.5%。

随着公司付费数字机顶盒与国外运营商的合作的增加, 以及 IP 机顶盒的推出, 预计 2012 年度机顶盒收入将止跌回升, 未来保持小幅增长态势。

视盘机已不再是公司发展的重点, 预计未来几年视盘机的销售收入也将略有下降, 毛利率保持稳定。

LED 产品 2012 年起预计将有爆发式增长, 预计 2012 年-2014 年公司 LED 产品销售额分别为 3 亿、6 亿和 9 亿元, 毛利率分别为 22%、20%和 18%。

表5 公司分业务业绩预测表

	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入(单位: 百万)</b>				
LED	30.14	300.00	600.00	900.00
视盘机	162.23	146.01	131.41	118.27
机顶盒	749.62	824.58	907.04	997.74
液晶电视	3,510.65	5,272.75	8,420.39	12,277.14
其他	20.83	200.00	280.00	420.00
<b>合计</b>	<b>4,473.47</b>	<b>6,543.34</b>	<b>10,058.83</b>	<b>14,293.15</b>
<b>营业收入增速</b>				
LED		895.36%	100.00%	50.00%
视盘机		-10.00%	-10.00%	-10.00%
机顶盒		10.00%	10.00%	10.00%
液晶电视		50.19%	59.70%	45.80%
其他		860.15%	40.00%	50.00%
<b>总收入增速</b>		<b>46.27%</b>	<b>53.73%</b>	<b>42.10%</b>
<b>毛利率</b>				
LED	5.86%	22.00%	20.00%	18.00%
视盘机	11.83%	12.00%	12.00%	11.00%
机顶盒	23.46%	24.00%	23.00%	22.00%
液晶电视	11.71%	12.50%	12.00%	11.00%
其他	18.03%	11.00%	10.00%	10.00%
<b>综合毛利率</b>	<b>13.67%</b>	<b>14.71%</b>	<b>13.75%</b>	<b>12.50%</b>

资料来源: 华宝证券研究所

表6 公司业绩预测表

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	4473.46	6763.34	10338.83	14713.15
同比增速(%)	48.20	51.19	52.87	42.31
净利润(百万)	407.60	617.88	845.12	1023.59
同比增速(%)	18.83	51.59	36.78	21.12
毛利率(%)	13.67	14.26	13.38	12.15
每股盈利(元)	0.58	0.87	1.19	1.44
ROE(%)	13.93	18.16	20.85	21.37
PE(倍)	0.00	13.20	9.65	7.97

资料来源: 华宝证券研究所



表7 可比公司估值

证券代码	证券名称	收盘价(元)	PE		
			2012E	2013E	2014E
000100.SZ	TCL 集团	2.26	16.89	13.35	11.65
600060.SH	海信电器	19.06	9.82	8.72	
600839.SH	四川长虹	2.45	18.74	14.11	
002638.SZ	勤上光电	32.34	32.44	24.57	17.64
300241.SZ	瑞丰光电	15.2	29.13	20.84	
002369.SZ	卓翼科技	16.59	19.36	12.43	9.41
平均值 (含海信电器)			21.07	15.67	12.90
平均值 (不含海信电器)			23.31	17.06	12.90
002429.SZ	兆驰股份	11.49	13.2	9.65	7.97

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, 公司目前的股价出海信电器外处于明显的低估状态。鉴于公司液晶电视代工的巨大潜力和 LED 业务的高景气度, 我们认为公司合理股价为 17.40 元, 对应 2012 年 20 倍 PE。相对目前的股价还有 50% 以上的上涨空间, 持续给予买入投资评级。

## 5. 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	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	4721.19	5491.48	6716.51	8742.26
现金	2419.49	2926.49	2695.67	3619.28
应收账款	749.59	1125.36	1713.60	2103.60
其它应收款	39.97	82.90	99.04	162.61
预付账款	202.48	210.10	420.59	476.94
存货	631.59	980.35	1418.93	2091.11
其他	678.07	166.29	468.69	388.71
<b>非流动资产</b>	386.80	501.37	637.59	759.04
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	160.89	189.64	219.02	242.64
无形资产	193.46	285.00	391.00	490.01
其他	32.45	26.74	27.57	26.39
<b>资产总计</b>	5107.99	5992.86	7354.10	9501.30
<b>流动负债</b>	2120.50	2936.52	3637.97	5053.08
短期借款	1414.87	1697.84	2037.41	2444.89
应付账款	648.87	1118.02	1461.93	2366.22
其他	56.76	120.66	138.63	241.97
<b>非流动负债</b>	61.97	47.49	54.73	51.11
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	61.97	47.49	54.73	51.11
<b>负债合计</b>	2182.47	2984.01	3692.70	5104.19
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	2925.52	3401.63	4054.19	4789.90
<b>负债和股东权益</b>	5107.99	6385.65	7746.89	9894.09

### 现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	-115.31	494.53	73.29	1008.10
净利润	407.60	617.88	845.12	1023.59
折旧摊销	16.14	21.70	26.85	32.51
财务费用	-21.66	1.78	29.38	61.72
投资损失	-12.66	-12.66	-12.66	-12.66
营运资金变动	-525.28	-123.04	-822.97	-94.50
其它	20.55	-11.12	6.00	-2.56
<b>投资活动现金流</b>	-211.04	-126.14	-149.57	-142.16
资本支出	178.17	131.36	127.82	125.65
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-32.87	5.22	-21.75	-16.51
<b>筹资活动现金流</b>	1294.29	138.61	-192.04	57.68
短期借款	1414.87	282.97	39.57	407.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-120.58	-144.37	-221.53	-349.81
<b>现金净增加额</b>	967.94	507.00	-269.18	923.61

### 利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	4473.46	6763.34	10338.83	14713.15
营业成本	3861.84	5798.62	8956.00	12926.15
营业税金及附加	5.12	7.75	11.84	16.85
营业费用	66.18	99.55	152.57	216.84
管理费用	79.49	120.39	175.76	250.12
财务费用	-21.66	-18.78	-9.38	-1.72
资产减值损失	21.22	28.81	47.21	66.12
公允价值变动收益	-0.43	-0.22	-0.33	-0.27
投资净收益	12.66	12.66	12.66	12.66
<b>营业利润</b>	473.48	718.89	978.41	1187.74
营业外收入	12.20	8.85	10.53	9.69
营业外支出	1.30	0.82	1.06	0.94
<b>利润总额</b>	484.39	726.91	987.87	1196.48
所得税	76.78	109.04	142.75	172.89
<b>净利润</b>	407.60	617.88	845.12	1023.59
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	407.60	617.88	845.12	1023.59
<b>EBITDA</b>	508.66	757.15	1044.09	1276.00
<b>EPS (元)</b>	0.58	0.87	1.19	1.44

### 主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	48.20%	51.19%	52.87%	42.31%
营业利润	19.62%	51.83%	36.10%	21.40%
归属母公司净利润	18.83%	51.59%	36.78%	21.12%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.67%	14.26%	13.38%	12.15%
净利率	9.11%	9.14%	8.17%	6.96%
ROE	13.93%	18.16%	20.85%	21.37%
ROIC	9.49%	12.19%	14.22%	14.65%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.73%	49.79%	50.21%	53.72%
净负债比率	74.61%	98.91%	101.25%	112.04%
流动比率	2.23	1.87	1.85	1.73
速动比率	1.93	1.43	1.40	1.22
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.08	1.22	1.55	1.75
应收帐款周转率	7.70	8.59	8.14	8.37
应付帐款周转率	7.32	6.56	6.94	6.75
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.58	0.87	1.19	1.44
每股经营现金	-0.16	0.70	-0.70	1.42
每股净资产	4.13	4.80	5.72	6.76
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	13.20	9.65	7.97
P/B	0.00	2.24	1.88	1.59
EV/EBITDA	-1.92	8.46	6.97	5.30

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:

### 团队宗旨:

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。

### 核心成员:

**吴炳华:** 南理工无线电工学学士、华东师大经济学硕士。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:** 同济大学控制软件工程方向硕士。对计算机集成制造系统和企业信息化建设领域有较为深入的研究，2011 年加入华宝证券，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

021-6877 8081

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。