

特色制造，适逢盛世

兆驰股份 (002429.SZ)

推荐 首次评级

核心观点：

- 彩电产品不断升级，黑电制造加速向中国转移，形成中国彩电业收入、盈利显著上升。公司运营效率高，成本控制能力强，产品设计和企业管理具有独特优势，充分受益于当下黑电的繁荣。2011年季度环比逐季上升，今年一季度又有50%左右增长，目前订单饱满，未来随着产能扩充，企业发展还有较大空间。
- 公司在多年出口 ODM 业务中积累超强的竞争优势，根据公司年报，2011年公司人均营收达110万元，人均净利润达10万元，位列同行前列。相比行业竞争对手，公司核心竞争优势体现在：
 1. 市场响应速度快，运营效率高；
 2. 超强成本控制能力；
 3. 稳定、优质的客户资源；
 4. 创业团队凝聚力强，管理层激励到位。
- 受多种因素影响，许多处境不佳的日本品牌厂商，纷纷宣布进一步增加外包比例。原先承担大量外包业务的台企亏损严重，给国内具备较强成本控制能力和规模优势的 ODM 企业扩大增长的机会。公司多年 ODM 经营中，公司在技术创新、成本控制、工艺流程优化等方面，有较强积累。产能释放推动下，规模和业绩预计实现跨越式增长。
- **盈利预测及估值：** 预计公司 2012/2013 年业绩分别为 0.84 和 1.13 元。公司目前处快速增长的上升通道。考虑到海外彩电加快转移，下半年旺季来临，公司增长还有进一步超预期可能。公司目前股价相对 2012 年 PE 在 14 倍左右，给予“推荐”评级。
- **风险提示：** 海外经济波动，限售股解禁后减持

分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

特此鸣谢

郝雪梅 0755-82838453

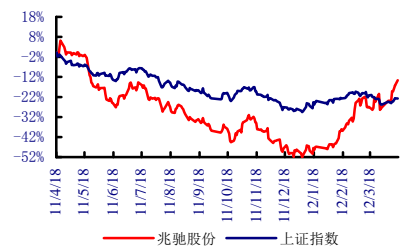
(haoxuemei@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.04.16

A 股收盘价(元)	12.28
A 股一年内最高价(元)	24.86
A 股一年内最低价(元)	6.95
上证指数	2357.03
市净率	2.98
总股本(万股)	70881.38
实际流通 A 股(万股)	23344.63
流通 A 股市值(亿元)	28.67

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

主要财务指标

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,019	4,473	6,513	8,793
EBITDA(百万元)	398.33	467.96	727.53	995.29
收入增长率%	6.2%	48.2%	45.6%	35.0%
净利润(百万元)	343	408	598	804
摊薄 EPS(元)	0.48	0.58	0.84	1.13
PE	25	21	15	11
EV/EBITDA(X)	17.37	14.79	9.51	6.95
PB	2.98	2.71	2.24	1.81
ROIC	40.04%	19.71%	25.04%	24.21%
总资产周转率	1.35	1.08	1.20	1.37

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

目 录

一、公司简介:	2
(一) 2011 年年收入增 47.5%; 净利润增 20.8%	2
(二) 发挥彩电出口优势, 培育新增长点	2
(三) 股权结构	3
二、投资看点:	4
(一) 市场响应速度快, 运营效率高	4
(二) 成本控制能力强	6
(三) 可共享的客户资源	8
(四) 创业团队凝聚力强, 管理层激励到位	9
三、未来增长动力强劲:	9
(一) 全球彩电外包向中国转移	9
(二) 多年积累, 成本控制与研发创新优势明显, 产能释放推动业绩跨越式增长	11
(三) LED 照明培养新增长点	11
四、盈利预测及估值:	12

一、公司简介:

(一) 2011 年年收入增 47.5%; 净利润增 20.8%

公司成立于 2005 年, 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。

2011 年, 公司实现营收 44.7 亿元, 同比增长 48.2%, 实现归属母公司净利润 4.1 亿元, 同比增长 18.8%; 每股收益 0.58 元。其中, 四季度收入 16.3 亿元, 增长 72.2%, 实现净利润 1.4 亿元, 同比增长 49.7%。

公司同时公告, 预计 2012 年一季度净利润增长 40-60%。经调研了解, 结合我们的分析判断, 实际盈利水平处于增长上限。

图 1: 公司收入分季度 (单位: 亿元, %)

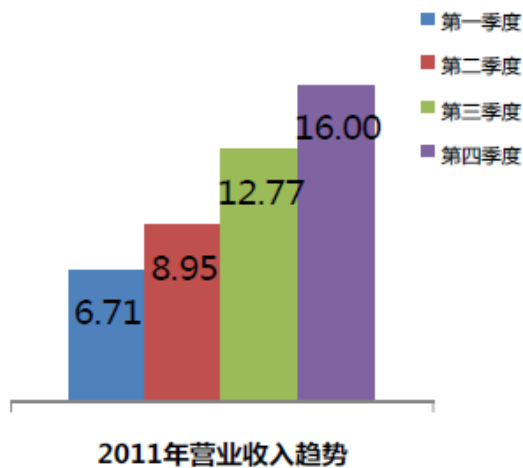
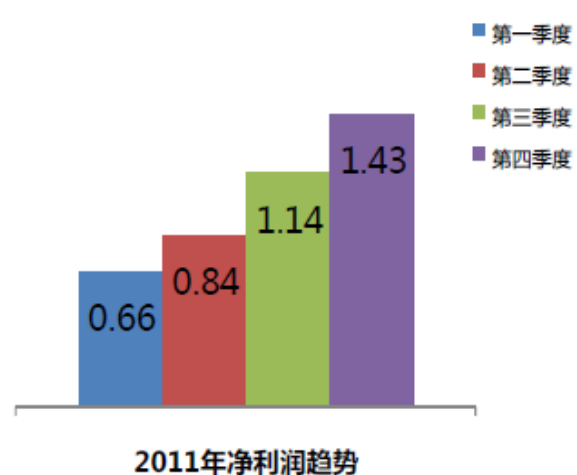


图 2: 公司利润分季度 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

(二) 发挥彩电出口优势, 培育新增长点

公司以出口代工为主, 出口占八成以上。2011 年公司内外销均有较大增长, 其中, 内销实现收入 7.7 亿元, 低基数下实现翻倍增长。出口增长 40%, 达 36.8 亿元。

表格 1: 公司收入分地区 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入 (2011)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入 (2010)	收入占比构成
内销	767.65	17.2%	99.8%	384.15	12.7%
出口	3684.98	82.8%	39.9%	2634.48	87.3%
合计	4452.63	100.0%	47.5%	3018.63	100.0%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

2011 年受益全球彩电制造加速向中国转移, 公司液晶电视机业务增长大幅超预期。全年实现电视机收入 35 亿元, 同比增长 84%, 收入占比从 2009 年 50%, 提升至 2011 年 78.5%。

数字机顶盒实现收入 7.5 亿, 主要出口欧洲, 受欧债经济影响, 同比下滑 22%。视盘机实

现收入 1.6 亿元，同比增长 31.8%。

2011 年公司 LED 系列产品，实现销售总收入 2.7 亿元（主要为背光模组自用）。其中，外销部分实现收入 3000 万元。预计未来随着产能逐渐释放，LED 灯珠以及 LED 灯具收入增速可观，预计 2012 年能够实现 3 亿元收入。LED 产品将成为公司未来实现高速增长的亮点。

表格 2: 公司收入分产品 (单位: 百万, %)

分产品	营业收入(2011)	收入占比构成	营业收入同比	营业收入(2010)	收入占比构成
液晶电视	3511	78.5%	84.0%	1908	63.2%
数字机顶盒	750	16.8%	-22.4%	966	32.0%
视盘机	162	3.6%	31.8%	123	4.1%
LED 系列产品	30	0.7%	45.3%	-	
其他	21	0.5%	-99.3%	21	0.7%
合计	4,473	100.0%	48.2%	3019	100.0%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

(三) 股权结构

公司主要股东中，新疆兆驰和鑫驰投资分别持有公司 64.19% 和 2.99% 股权。公司董事长顾伟先生为公司实际控制人，持有新疆兆驰 91.65% 股权，间接持有公司 58.83% 股权。

其中，新疆兆驰由公司管理层出资设立；鑫驰投资是由公司核心业务人员出资设立。通过新疆兆驰和鑫驰投资，形成了公司特有的股权结构。我们认为，这种股权安排，通过激励约束机制，能够充分调动各方积极性，统一公司主要参与者的利益，稳定和凝聚团队合作，保持公司稳定经营和快速发展。

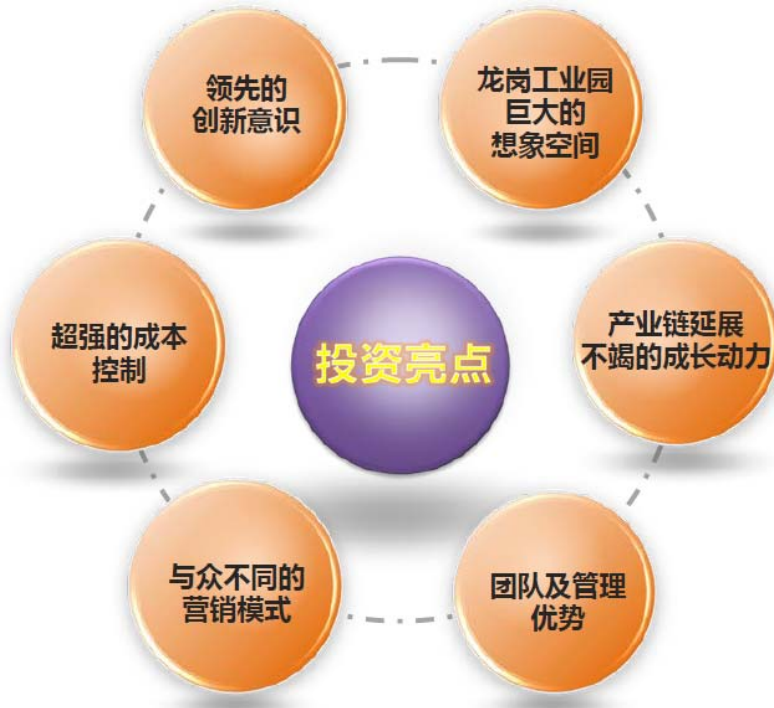
表格 3: 公司股本结构 (截止至 2011 年 12 月 31 日, 单位: 万股, %)

控股股东	控股比例	持股总数 (万股)	持有有限售条 件股份数量	解禁时间
新疆兆驰股权投资合伙企业	64.19%	45499	45499	2013 年 6 月 10 日
深圳市创新资本投资有限公司	3.94%	2795	0	
乌鲁木齐鑫驰四海股权投资合伙企业	2.99%	2116	0	
康健(总经理)	1.11%	788	591	高监管, 每年解禁总股本 25%
全劲松(副总经理)	0.83%	591	591	高监管, 每年解禁总股本 25%
其他	26.94%	19093	-	
合计	100%	70881	-	

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

二、投资看点:

图 3: 公司投资亮点



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

(一) 市场响应速度快, 运营效率高

公司多年代工业业务累积很强订单处理能力。近年来, 通过技术创新、工艺改进等措施大幅提升运营效率。

根据公司年报, 2011 年公司人均营收达 110 万元, 人均净利润达 10 万元, 位列同行前列。

表格 4: 2011 年国内主要彩电企业人均营收及净利润 (单位: 百万, %)

公司名称	员工人数	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	人均营收 (万元)	人均净利润 (万元)
兆驰股份	4055	45	4.08	110	10
海信电器	15776	235	16.89	149	11
TCL 集团	56190	608	10.13	108	2

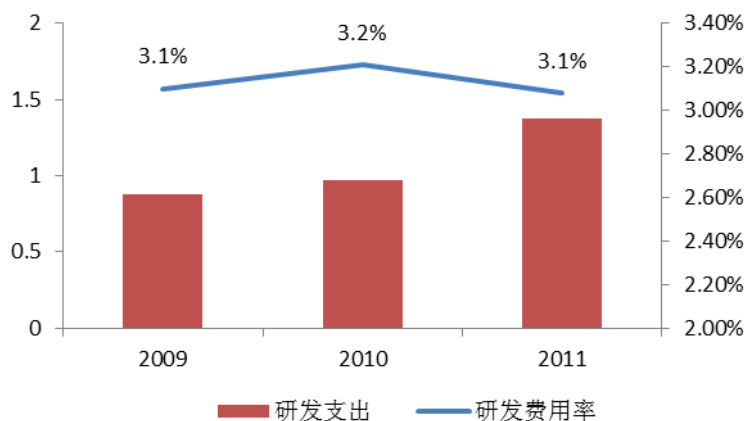
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

公司运营效率领先的核心竞争力主要体现在：

1. 领先的研发创新能力

公司主要生产和销售消费类电子产品，消费类电子行业的显著特点是产品和技术更新速度快。公司自 2005 年成立至今，在产品和技术上不断推陈出新，占据行业技术研发前沿。公司围绕液晶电视，发展数字机顶盒和蓝光视盘机，形成传统业务三驾马车，在技术集成、研发和创新上走在行业前列。对研发的重视最直接体现在公司长期较高的研发支出。2011 年，公司研发支出 1.4 亿元，研发支出占收入 3.1%，过往 3 年，公司研发费用率保持 3% 以上。

图 4：公司研发支出与研发费用率（单位：亿元，%）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

公司通过自主研发，在产品制造、功能整合以及外观设计上，强化创新优势：

- 自主研发 LED 灯条，发明透镜贴片技术（通过电路控制扩大散光），减少 LED 背光模组中所用灯珠颗数，降低了制造、人工成本，提高了生产效率，**单位产量提高 70%**。
- 自主研发设计电路，属行业内首创。由传统的解码、电源、背光驱动三块分体板成一体板，大幅节省成本，提高效率。
- 产业链深化自主研发。目前公司已实现从 LED 灯珠封装到 LED 直下式一体机自主设计制造，电视机模组达 100%。2012 年，公司还将增加导光板自制，进一步深化产业链自主研发制造。
- 满足并创造客户需求，通过功能整合，提供差异化产品。公司产品整合开发优势明显，如集成高清机顶盒+蓝光+网络智能 LEDTV 一体机等产品，将家庭视听产品集成到电视上，简化用户操作，极大的满足海外客户需求。
- 拥有自主知识产权的最前沿外观设计。外观设计上，公司紧跟行业前沿，在金属拉丝、玻璃面板以及窄边框等外观上拥有自主知识产权。2012 年公司还将推出一体化直下式 LED 电视，简化了整机结构（将屏与整机的前框合二为一、后壳与后背板合二为一），减轻了整机重量，美化了外观，目前已申请专利。

2. 精细化管理

公司自主发明单板、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，首创全球自动化测试设备，测试人员由 156 人减至 26 人，极大减少人力成本，生产效率大幅提升。

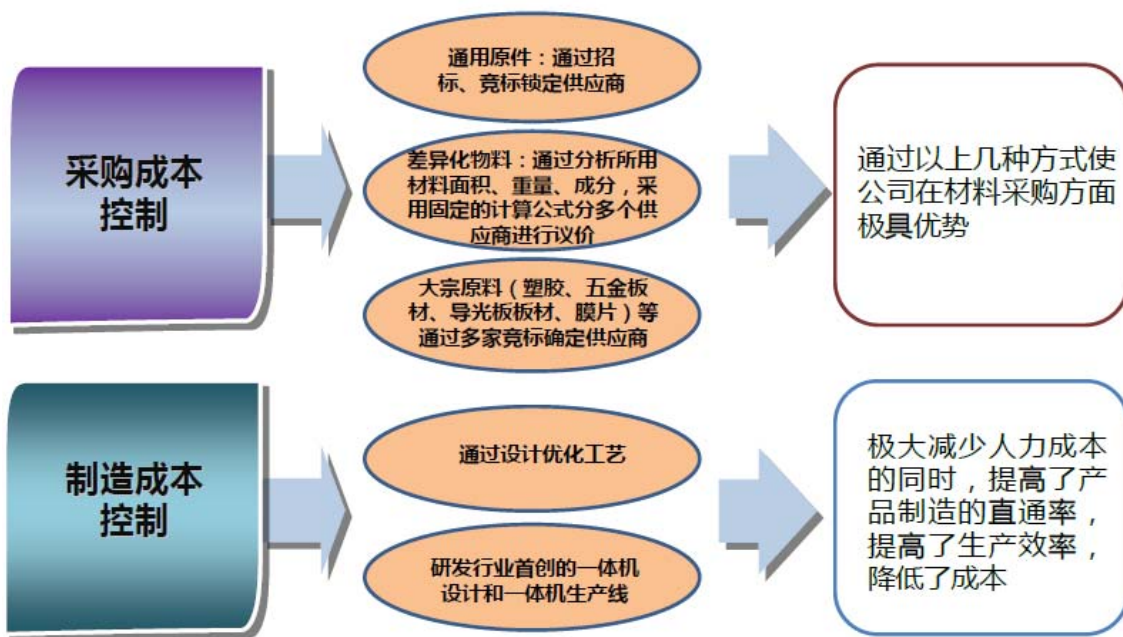
同时，2012 年公司引入自动化一体机生产线，将模组和整机组装整合到一条生产线，整条生产线工人约 45 人左右，相比行业平均 80 人，大幅节省人工。

此外，公司充分重视信息技术的应用。在各个重要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。

(二) 成本控制能力强

公司多年 ODM 经营中，公司在技术创新、成本控制、工艺流程优化等方面，有较强积累，公司的成本优势非常明显。公司彩电代工毛利率在 11% 左右，显著高于台湾冠捷等彩电代工企业（冠捷毛利率在 5% 左右）。

图 5: 公司超强成本控制能力



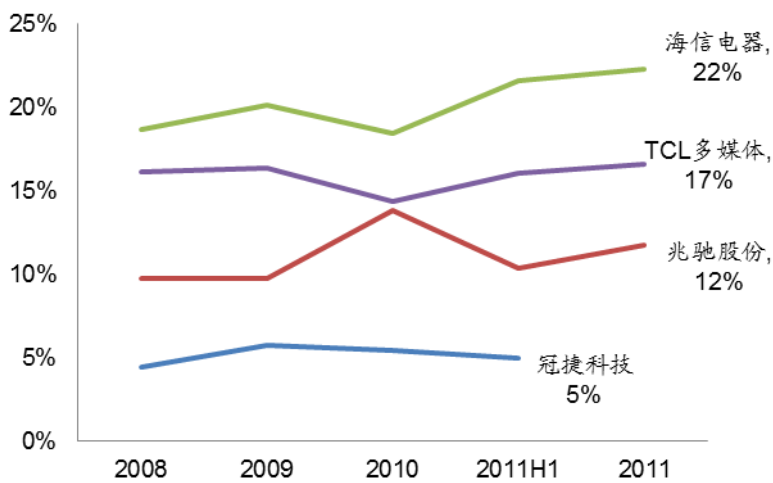
资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

表格 5: 公司毛利率分产品 (单位: %)

分产品	毛利率(2011)	毛利率(2010)	同比变化
液晶电视	11.7%	13.8%	-2.1%
数字机顶盒	23.5%	20.5%	3.0%
视盘机	11.8%	17.7%	-5.9%
LED 系列产品	5.9%	-	-
合计	13.7%	16.2%	-2.5%

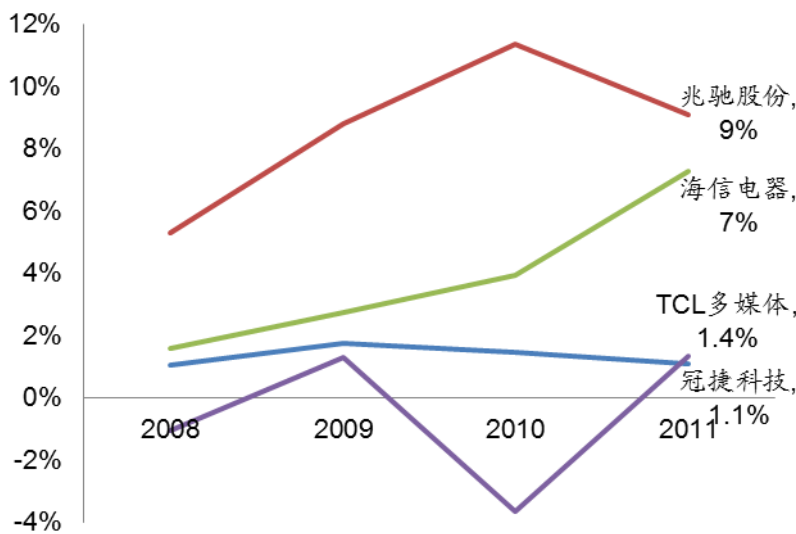
资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

图 6: 主要彩电厂商电视产品毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

图 7: 主要彩电厂商销售净利率 (单位: %)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

公司执行严格的采购成本控制和制造成本控制将成本控制做到极致。超强成本控制能力源于：

1. 通过标准化采购，建立功能模块数据库，外购零部件种类由 1 万减至 3 千。
2. 通过招标、竞标锁定供应商，有效控制成本。
3. 通过设计研发，优化工艺流程，一体化生产线，节省人工成本，提高生产效率。
4. 深化生产自动化，首创全球自动化测试设备，测试人员由 156 人减至 26 人，生产效率大幅提升。
5. 超强产品创新开发能力。2012 年，开发直下式 LED 电视，发明贴片技术，大幅减少所用灯珠数量（32 英寸电视直下式 LED 背光所需灯珠为 3*11 颗，成本从 11 美金降至 4.5 美金）。引入直下式液晶电视一体机，简化了机体结构，大幅节省成本。
6. 自主研发了解码、电源、背光驱动一体化的解码板，简化了零件数目。
7. 产业链纵向一体化，LED 背光源自制，实现 100% 模组自制。2012 年开始自主完成导光板贴膜，进一步深化模组自制。
8. LED 领域，技术创新带来成本优势明显。自主研发透镜贴片技术，通过电路板控制扩大散光，实现透光 70% 以上，LED 照明销售均价已下降到 0.8 美元/瓦。

（三）稳定、优质的客户资源，培养潜质客户

多年的 ODM 业务中，公司在技术创新、成本控制、工艺流程优化等方面，有较强积累。在业内享有较高声誉，与主流的彩电品牌客户（TCL、海信等）以及海外超市客户（DIXONS、CARREFOUR、WOOLWORTHS）保持长期合作关系。

由于公司优秀的成本控制能力，及与品牌客户长期密切合作的关系，在品牌厂商加速产品外包的趋势中将给公司带来前所未有的机遇。

同时，公司大力发展的 LED 照明业务，已与欧普、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建立了合作关系。未来，照明业务能够充分共享公司现有的海外大型电器卖场和超市渠道资源。渠道资源共享将对照明业务增长提供有力支撑。

表格 6: 公司主要客户

品牌制造商	TCL	电视
	海信	电视
	海尔	电视
	TOSHIBA	电视
	Pioneer	电视
	熊猫	电视
	SHARP	电视/照明
	PHILIPS	视盘机/电视
	SYLVANIA(喜万年)	照明
	MITSUBISHI	照明
	SIEMENS	照明
	欧普照明	照明
	三雄极光	照明
零售商	CARREFOUR	机顶盒
	METRO	电视
	Auchan	电视
	TESCO	电视
	Dixons	电视
	KESA	电视
	WOOLWORTHS	电视/照明
	LIDL	LED 照明
	ALDI	LED 照明

资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

(四) 创业团队凝聚力强, 管理层激励到位

公司管理团队为多年创业团队, 在公司成立前有 3 年的 DVD 创业合作。公司自 2005 年成立以来, 发展迅猛, 2010 年公司高清机顶盒的市场占有率将达到 30%, 成为全球最大数字机顶盒制造商。2011 年, 公司液晶电视同比增速 84%, 是国内彩电出口增速最快的公司。管理团队稳定, 向心力强, 这是公司业务能够快速发展起来的关键。

公司主要股东中, 新疆兆驰和鑫驰投资分别持有公司 64.19% 和 2.99% 股权。其中, 新疆兆驰由公司管理层出资设立; 鑫驰投资是由公司核心业务人员出资设立。通过新疆兆驰和鑫驰投资, 形成了公司特有的股权结构。我们认为, 这种股权安排, 通过激励约束机制, 能够充分调动各方积极性, 统一公司主要参与者的利益, 稳定和凝聚团队合作, 保持公司稳定经营和快速发展。

三、未来增长动力强劲:

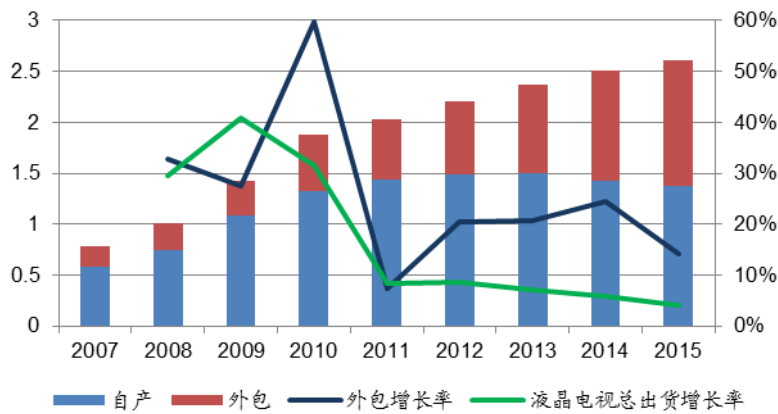
(一) 全球彩电外包向中国转移

受多种因素影响, 许多处境不佳的日本品牌厂商, 纷纷宣布进一步增加外包比例。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%，在未来几年内提高到 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。日资彩电厂商，索尼、夏普和松下，预计 2011 财年分别亏损 27 亿美元、38 亿美元和 102 亿美元。预计 2012 年，日资企业外包比例还将逐步加大。

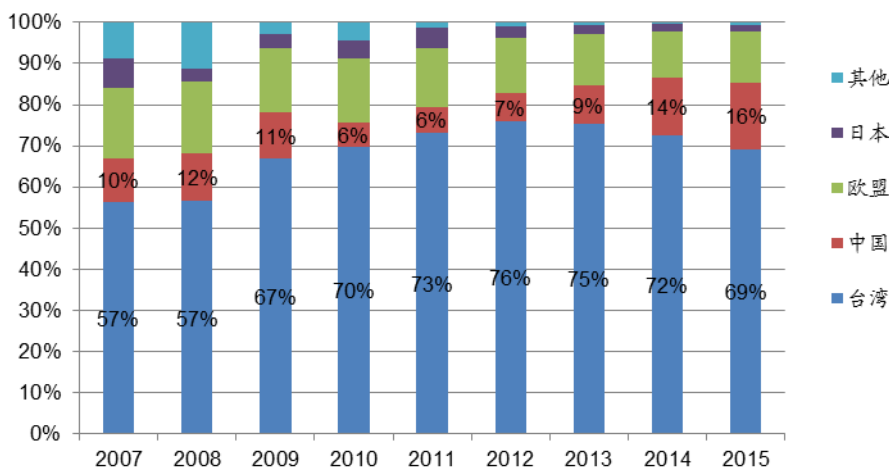
于此同时，原先承担大量外包业务的台企出现不同程度亏损。台资最大彩电外包企业，冠捷科技，2011 年中期彩电出货量 610 万台，同比下降 3%。彩电毛利率 4.9%，同比下降 6 个百分点。三季度，冠捷科技液晶电视代工业务已产生经营性亏损。台资彩电企业经营状况恶化，给国内具备较强成本控制能力和规模优势的 ODM 企业扩大增长的机会。根据 DisplayBank 预测，2012 年开始，中国企业液晶电视外包业务在全球市场占比将逐步提升。

图 8: 全球液晶电视自产及外包出货量 (单位: 亿台, %)



资料来源: DisplayBank, 中国银河证券研究部

图 9: 全球液晶电视外包占比 (单位: %)



资料来源: DisplayBank, 中国银河证券研究部

（二）多年积累，成本控制与研发创新优势明显，产能释放推动业绩跨越式增长

公司多年 ODM 经营中，公司在技术创新、成本控制、工艺流程优化等方面，有较强积累。与主流的彩电品牌客户以及海外超市客户保持长期合作关系。外包市场的扩大，公司成为最大受益者。

公司管理层秉持“一流的外观；二流的质量；三流的价格”理念，构建了很强的竞争能力，为未来培养了许多新的增长点。

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 年下半年开发了中大尺寸液晶电视机，将在 2012 年的第二季度批量生产。

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 年二季度释放。

光明工厂新增 8 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。

产能释放推动下，规模和业绩预计实现跨越式增长。2012 年计划 LED 生产线扩充到 50 条。电视机产能扩充 50%，预计产能达 800 万台。

表格 7：公司主要产能布局

工厂	生产线	2012 年产能
松岗	8 条中大尺寸 LED 电视	
沙井	12 条小尺寸液晶电视	
光明	8 条大尺寸直下式 LED 电视	
福永	50 条 LED 封装线	
彩电合计	28 条生产线	800 万台/年
LED 封装合计	50 条生产线	2.5 万 KK/月

资料来源：中国银河证券研究部

2013 年，新开工龙岗工业园，厂房面积：47.6 万平方米，是现有产能的将近 4 倍。新工业园建成后，现有四个工业基地将会全部集中起来，解决工厂分散问题，预计能够节省物流成本 4000 万左右，大大提升运营效率。预计龙岗工业基地 2013 年下半年建成达产。新工业园建成后，产能进一步扩充，满足市场增长。

（三）LED 照明培养新增长点

另外，公司 LED 照明也有较强市场竞争力，市场前景广阔。

在保持原有的三个产品（液晶电视机、数字机顶盒、蓝光视盘机）稳健成长的基础上，公司将加大对 LED 照明、封装、背光的投入。LED 照明与封装业务与现有电视业务形成产

业链协同。同时，随着 LED 照明行业的发展和成熟，公司 LED 照明将成为公司下一个利润增长点。

目前公司子公司兆驰节能照明公司共有 22 条封装线，2012 年计划生产线扩充到 50 条，每条产线每月产能约 500 万颗，其中 15% 为公司液晶电视提供背光模组，其余外销给其它客户。预计 2012 年 LED 产品收入将达 3 亿元。

依托公司强大的产品创新、成本以及出口渠道优势，通过技术、管理以及资源共享，公司 LED 照明产业增长潜力巨大：

1. 客户资源共享。公司原有电视、机顶盒以及视盘机业务中，累积了广泛的客户资源。与全球电子电器公司品牌厂商建立了战略合作关系。LED 照明市场的兴起，主要的电器品牌厂商（飞利浦、东芝、TCL 等）加大在 LED 照明领域布局和开拓，为公司 LED 照明 ODM 业务拓展提供天然渠道。

2. 拓展技术研发，发挥成本领先优势。公司在消费类电子行业多年发展中，累积了丰富的研发经验。目前，自主研发透镜贴片技术，通过电路板控制扩大散光，实现透光 70% 以上，LED 照明销售均价已下降到 0.8 美元/瓦。

3. 自供电视背光模组，提高晶元利用率。公司 LED 封装供应 LED 照明和封装两部分，相比仅做 LED 照明的封装类企业，能够消化不同功率灯珠，减少废料，最大化晶元利用率。

我们预计 2012 年公司 LED 产品将贡献收入 3 亿元左右。LED 照明较高的毛利率也促进公司盈利能力的提升。

四、盈利预测及估值：

综合考虑，预计公司 2012/2013 年业绩分别为 0.84 和 1.13 元。公司目前处快速增长的上升通道。考虑到海外彩电加快转移，下半年旺季来临，公司增长还有进一步超预期可能。公司目前股价相对 2012 年 PE 在 14 倍左右，给予“推荐”评级。

风险提示：海外经济波动，限售股解禁后减持。

表格 8: 盈利预测 (单位: 百万, %)

科目	2010 年 A	2011 年 A	2012 年 E	2013 年 E
一、营业总收入	3,019	4,473	6,513	8,793
营业收入增长率	6.2%	48.2%	45.6%	35.0%
二、营业总成本	2,623	4,012	5,803	7,824
其中: 营业成本	2,531	3,862	5,583	7,529
毛利率(简单测算)	16.2%	13.7%	14.3%	14.4%
营业税金及附加	1	5	6	7
销售费用	44	66	101	142
销售费用率	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%
管理费用	41	79	118	153
管理费用率	1.4%	1.8%	1.8%	1.7%
财务费用	-10	-22	-21	-18
资产减值损失	15	21	15	10
加: 公允价值变动收益	0	-0	0	0
投资收益及其它	0	13	11	8
三、营业利润	396	473	722	977
加: 营业外收入	5	12	10	7
减: 营业外支出	0	1	1	1
四、利润总额	401	484	731	983
减: 所得税费用	58	77	133	179
综合所得税率	14.5%	15.9%	15.8%	15.8%
五、净利润	343	408	598	804
归属于母公司净利润	343	408	598	804
净利润率	11.4%	9.1%	9.2%	9.1%
少数股东损益	0	0	0	0
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
六、总股本	709	709	709	709
七、按期末股数简单每股收益:	0.48	0.58	0.84	1.13
净利润增长率	36.9%	18.8%	46.7%	34.4%

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司收入分季度 (单位: 亿元, %)	2
图 2: 公司利润分季度 (单位: 亿元, %)	2
图 3: 公司投资亮点	4
图 4: 公司研发支出与研发费用率 (单位: 亿元, %)	5
图 5: 公司超强成本控制能力	6
图 6: 主要彩电厂商电视产品毛利率 (单位: %)	7
图 7: 主要彩电厂商销售净利率 (单位: %)	7
图 8: 全球液晶电视自产及外包出货量 (单位: 亿台, %)	10
图 9: 全球液晶电视外包占比 (单位: %)	10

表格目录

表格 1: 公司收入分地区 (单位: 百万, %)	2
表格 2: 公司收入分产品 (单位: 百万, %)	3
表格 3: 公司股本结构 (截止至 2011 年 12 月 31 日, 单位: 万股, %)	3
表格 4: 2011 年国内主要彩电企业人均营收及净利润 (单位: 百万, %)	4
表格 5: 公司毛利率分产品 (单位: %)	7
表格 6: 公司主要客户	9
表格 7: 公司主要产能布局	11
表格 8: 盈利预测 (单位: 百万, %)	13

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn