

兆驰股份 (002429.SZ)

视听器材行业

评级: 买入 维持评级

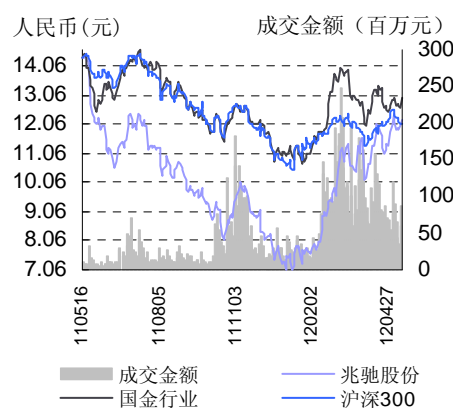
公司研究简报

市价(人民币): 12.21元
目标(人民币): 15.42-13.67元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	233.45
总市值(百万元)	8,654.62
年内股价最高最低(元)	14.41/7.06
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



相关报告

1. 《1Q 净利同增 58%, 1H 预增 40-70%》, 2012.4.18
2. 《追加两条直下式产线, 业绩还有超预期可能》, 2012.4.17

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

蒋毅 联系人
(8636)11937527
jiangyi@gjzq.com.cn

订单饱满, 中报增速有望接近预告上限

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.726	0.575	0.856	1.091	1.302
每股净资产(元)	5.63	4.13	4.99	4.16	5.46
每股经营性现金流(元)	-0.35	-0.19	1.55	0.66	0.84
市盈率(倍)	36.59	13.30	14.26	11.19	9.38
行业优化市盈率(倍)	33.49	32.88	32.88	32.88	32.88
净利润增长率(%)	37.44%	18.83%	48.94%	27.43%	19.28%
净资产收益率(%)	12.88%	13.93%	17.17%	26.24%	23.84%
总股本(百万股)	472.54	708.81	708.81	708.81	708.81

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

近期我们跟踪调研兆驰股份, 与总经理、负责 LED 业务的副总、董秘就公司近期运营状况及长期发展进行了交流。

- **订单饱满, 产能爬坡顺利, 中报业绩增速有望接近预告上限。**向上游延伸和技术领先使公司直下式 LED 产品具备价格优势, 海外客户订单持续增长, 而且也获得国内品牌企业认可, 订单饱满。光明工厂的 8 条直下式 LED 生产线产能爬坡顺利, 如按目前进度释放产能, 公司中报业绩增速有望接近预告上限(70%)。
- **紧跟产品趋势, 下半年公司将在智能电视上持续发力。**公司不断向附加值更高的产品延伸, 从而保持盈利能力。除直下式 LED 外, 智能电视是公司下半年另一突破点。产品分为安卓智能电视、固定功能的 Internet TV、智能机顶盒。智能机顶盒已在香港接了 7 万台订单, 其他产品也正在积极投入并与客户谈订单。
- **公司的 LED 业务规模不可小觑, 是未来最大的增长点。**自用+外销, 需求既有保障又有潜力。灯具客户不断增加, 已有欧普、三菱化学、劲霸、喜万年、TCL 照明等, 最近又接了德国 Lidl 超市的订单, 并正与美国灯具超市谈合作。公司在面板灯方面有技术优势, 灯具产品将侧重于面板灯。
- **和竞争对手相比, 公司的核心竞争力就是在技术降成本上招招领先。**

盈利预测及投资建议

- **维持前期预测:** 预计公司 2012-2014 年收入为 65.9、85.4、107.6 亿元, 增速为 47.3%、29.6%、26.0%; EPS 为 0.856、1.091、1.302 元, 净利润增速 48.9%、27.4%、19.3%。
- 目前股价 12.21 元, 对应 14.3X12PE/11.2 X13PE。今年来看, 直下式 LED 订单饱满, 如产能继续顺利释放, 中报业绩增速有望接近预告上限(70%)。明年总体业绩还能快速增长, 且 LED 业务有望成为未来重要收入、利润来源, 有利于估值上行(同类 LED 上市公司的估值较高)。12 个月合理估值为 18X12PE-15X13PE 即 15.42-16.37 元, 距现价仍有 26-34% 的上涨空间, 维持买入评级。小非减持和或有股权激励如对股价有负面影响的话是配置机会。

风险

- 公司为争取订单, 毛利率和净利率的下行速度有超我们预期的风险。
- 公司销售规模迅速扩大将增加管理难度, 公司需储备人才。

内容目录

订单饱满，产能爬坡顺利，中报业绩增速有望接近预告上限**错误！未定义书签。**

公司直下式 LED 具备成本优势，订单饱满.....	3
产能释放顺利，按此进度，中报业绩增速有望接近预告上限	3
紧跟市场潮流，下半年公司将在智能电视上持续发力	4
智能电视是公司下半年另一突破点.....	4
公司的 LED 业务规模不可小觑，是未来最大的增长点	4
公司的 LED 业务规模不可小觑.....	4
灯具客户不断增加	4
面板灯有技术优势.....	5
盈利预测	5
投资建议	5
风险提示	5
附录：公司其他相关情况	错误！未定义书签。
附录：三张报表预测摘要	6

订单饱满，产能爬坡顺利，中报业绩增速有望接近预告上限

公司直下式 LED 具备成本优势，订单饱满

- 向上游延伸，技术领先。除 LED 灯珠、导光板自供外，导光板上的灯条也将实现 100% 自制：
 - 现在采购夏普的灯条要 11 多美金，公司自制灯条成本只需 5 个多美金，从 6 月起将实现全部自制。
 - 3 月底业绩说明会的时候还没做出来，现在已近一半自制。
 - 今年生意这么好主要就靠自制导光板的 D-LED。透镜很难贴装，因为要做到散光，很容易显示不均匀，有技术含量。
- 成本优化无止境，公司还在考虑节省反射片：现在的工艺有一个反射片（8 元人民币含税）；公司考虑试试看直接在背板里面喷一层高亮的白色，从而把反射片去掉。
- 直下式 LED 毛利率比平均毛利率高 5-6 个百分点。光明工厂的产品均价在 170 美金以上（售价现在还没有竞争压力），毛利率相对还比较高（D-LED 成本能省 15 美金，出厂价比侧光式 LED 便宜 5-6 美金，所以利润有 9 个美金），比平均毛利率高 5-6 个点。
- 订单饱满。除海外超市订单持续增长外，国内一二线品牌除长虹外都有给公司订单，上个月康佳 1 万台，海信 4 万台，近期海信又追加了 1.5 万台 32 寸 DLED。海尔小尺寸已经以兆驰为主。由于订单多，员工加班较多，4 月兆驰普通员工的工资都要 3800 元，去年平均 3000 元左右。
- 公司订单的季节性：4 月份订单跟 3 月份差不多。5 月份订单比 4 月份多很多，尤其 TV 订单，销售收入不会低于 4 月份。6 月份订单 5 月上旬已经落实 80-90%。7 月份开始订单回升。8 月份就进入旺季。9-10 月份是出货最大的时候。11-12 月会有回落。

产能释放顺利，按此进度，中报业绩增速有望接近预告上限

- 光明工厂从 6 条直下式 LED 生产线扩到 8 条生产线。近期可能再增加一条生产线。
- 现在单条线产量为 770 台/天，还处于调试阶段，到比较稳定的情况下单条线产能可达 900 台/天，这样算下来月产量可以接近 19 万台（900 台/天/产线*8 条产线*26 天/月=18.72 万台）。（图表 1）
- 根据我们推算，光明工厂释放的产能使公司收入在二季度环比可增加 5 亿元以上，毛利率略有提升，预计上半年业绩同比增速靠近业绩预告上限即 70%。

图表 1：公司电视产能测算

液晶电视	沙井工厂	松岗工厂	光明工厂	合计	
主要产品	26 寸以下	26-32 寸	32-42 寸		
		侧光式 LED	直下式 LED		
产品均价（美元/台）	100	130-140	170		12 个月（非实际情况，因为有淡旺季和产能释放过程）
产能（万台/月）	30	20	18.72	68.72	825
产值（亿元/月）	1.89	1.70	2.00	5.60	67

来源：公司调研，国金证券研究所

紧跟市场潮流，下半年公司将在智能电视上持续发力

智能电视是公司下半年另一突破点

- 公司不断向附加值更高的产品延伸,从而保持盈利能力。除直下式 LED 外,智能电视是公司下半年另一突破点。智能电视分两种: Internet TV (实现定制功能)、带智能系统的电视。
 - Internet TV: 要做超市客户,如百思买 26 日来考察,他们是固定做 netflix 的运营。兆驰报的价格就是普通电视增加 4-5 个美金的价格。
 - 安卓智能电视,公司想做成公众的智能平台,主芯片相对贵一些,应用也相对多一些,开发难度比较大。公司准备再增加 30 个工程师,持续加大力度。4 月去台湾主要谈了智能电视和 3D 的合作。
 - 网络机顶盒也在香港接了 7-8 万台的订单。

兆驰和竞争对手的比较

- 本土竞争对手: 在海外市场主要是天乐、同方,这两家每年都是不到 200 万台,还有一家康冠。
 - 天乐: 在浙江,产品自制程度低(外壳、解码板都外购),技术沉淀没有兆驰好。天乐相对还比较稳。天乐给海尔做一些大尺寸。
 - 同方: 集中在美国市场,推自有品牌而且价格很低。
 - 康冠: 东南亚有竞争力,在欧洲一般。国内客户跟 TCL、统帅有一些合作。产品和运营不如兆驰有竞争力。
- 台湾竞争对手: 瑞轩、冠捷、唯冠
 - 冠捷还想给兆驰下订单,但兆驰不愿意和竞争对手合作。
 - 今年兆驰材料成本有竞争力,而且是依靠设计在零部件和工艺上累加起来的竞争力(如后壳全部一样,不存在呆滞物料,全部标准化)。现在台湾厂的效率甚至慢过国内的一线大厂,竞争优势越发不明显。
- 公司的核心竞争力就是在技术降成本上招招领先
 - 2012 年是 TV 创新产品特别多的一年,兆驰的核心竞争力就是快。别人拿兆驰的产品分拆后模仿至少需要半年。而且公司是招招领先,所以公司利润率的持续性好。

公司的 LED 业务规模不可小觑,是未来最大的增长点

公司的 LED 业务规模不可小觑

- 自用+外销,需求有保障有潜力。今年兆驰电视 95%都是 LED,因此 LED 自用需求量就很大。未来规划: 50%用于自己的灯具、25%用于自身电视的背光、25%对外销售。
- 今年 LED 收入有望达 3 亿元,这超过去年瑞丰光电的年收入。

灯具客户不断增加

- 公司原有欧普、三雄极光、三菱化学、劲霸、喜万年等, TCL 照明现在以兆驰为主。

- 最近公司接了德国 Lidl 超市的灯具订单，目前在验厂，15 日以后估计可以下单。原来 Lidl 的电视订单是通过一个进口商找兆驰代工的，可见超市客户的协同性。
- 现在和美国两大最大的灯具超市谈合作，如西屋电气。

面板灯有技术优势

- 灯具方面公司会侧重多做些内置电源的面板灯。LED 面板灯是采用类似液晶电视背光源技术的一种新型光源，公司背光做的好，电源技术又通用，因此具备技术优势。

盈利预测

- 预计公司 2012-2014 年收入为 65.9、85.4、107.6 亿元，增速为 47.3%、29.6%、26.0%；EPS 为 0.856、1.091、1.302 元，净利润增速 48.9%、27.4%、19.3%。

投资建议

- 目前股价 12.21 元，对应 14.3X12PE/11.2 X13PE。今年来看，直下式 LED 订单饱满，如产能继续顺利释放，中报业绩增速有望接近预告上限（70%）。明年总体业绩还能快速增长，且 LED 业务有望成为未来重要收入、利润来源，有利于估值上行（同类 LED 上市公司的估值较高）。12 个月合理估值为 18X12PE-15X13PE 即 15.42-16.37 元，距现价仍有 26-34% 的上涨空间，维持买入评级。小非减持和或有股权激励如对股价有负面影响的话是配置机会。

风险提示

- 公司为争取订单，毛利率和净利率的下行速度有超我们预期的风险。
- 公司销售规模迅速扩大将增加管理难度，公司需储备人才。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,842	3,019	4,473	6,591	8,539	10,763	货币资金	533	1,842	2,419	3,391	4,103	4,534
增长率		6.2%	48.2%	47.3%	29.6%	26.0%	应收账款	230	467	1,039	931	1,202	1,511
主营业务成本	-2,480	-2,531	-3,862	-5,668	-7,345	-9,298	存货	364	575	632	854	1,107	1,401
%销售收入	87.3%	83.8%	86.3%	86.0%	86.0%	86.4%	其他流动资产	14	86	631	172	222	281
毛利	362	488	612	922	1,193	1,464	流动资产	1,142	2,970	4,721	5,348	6,634	7,727
%销售收入	12.7%	16.2%	13.7%	14.0%	14.0%	13.6%	%总资产	87.1%	94.4%	92.4%	91.1%	92.0%	90.4%
营业税金及附加	-3	-1	-5	-7	-9	-11	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	113	115	177	314	352	581
营业费用	-48	-44	-66	-100	-131	-167	%总资产	8.6%	3.7%	3.5%	5.3%	4.9%	6.8%
%销售收入	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	无形资产	52	50	195	210	226	242
管理费用	-30	-41	-79	-119	-157	-202	非流动资产	169	175	387	525	580	825
%销售收入	1.0%	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.9%	%总资产	12.9%	5.6%	7.6%	8.9%	8.0%	9.6%
息税前利润 (EBIT)	281	401	461	698	897	1,085	资产总计	1,311	3,145	5,108	5,873	7,214	8,552
%销售收入	9.9%	13.3%	10.3%	10.6%	10.5%	10.1%	短期借款	141	0	1,415	60	312	428
财务费用	-5	10	22	10	8	-3	应付款项	501	454	698	862	1,117	1,414
%销售收入	0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	0.0%	其他流动负债	-16	0	13	1	1	2
资产减值损失	-3	-15	-21	-4	-5	-6	流动负债	626	454	2,127	923	1,430	1,844
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	13	0	0	0	其他长期负债	0	29	56	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	626	483	2,182	923	1,430	1,845
营业利润	273	396	473	704	900	1,076	普通股股东权益	685	2,662	2,926	3,535	2,948	3,871
营业利润率	9.6%	13.1%	10.6%	10.7%	10.5%	10.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	5	11	10	10	10	负债股东权益合计	1,311	3,145	5,108	5,873	7,214	8,552
税前利润	277	401	484	714	910	1,086							
利润率	9.7%	13.3%	10.8%	10.8%	10.7%	10.1%							
所得税	-27	-58	-77	-107	-137	-163							
所得税率	9.8%	14.5%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	250	343	408	607	774	923							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	250	343	408	607	774	923							
净利率	8.8%	11.4%	9.1%	9.2%	9.1%	8.6%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013	2014
净利润	250	343	408	607	774	923	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.599	0.726	0.575	0.856	1.091	1.302
非现金支出	12	28	37	21	21	31	每股净资产	1.644	5.634	4.127	4.987	4.160	5.462
非经营收益	0	-12	-35	-24	0	14	每股经营现金净流	0.462	-0.348	-0.186	1.549	0.665	0.843
营运资金变动	-69	-526	-569	494	-324	-371	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	192	-167	-159	1,098	471	597	回报率						
资本开支	-23	-15	-208	-160	-60	-260	净资产收益率	36.46%	12.88%	13.93%	17.17%	26.24%	23.84%
投资	0	0	0	-1	0	0	总资产收益率	19.04%	10.91%	7.98%	13.62%	17.67%	16.14%
其他	-163	-1,239	-518	0	0	0	投入资本收益率	30.68%	12.88%	8.87%	16.50%	23.39%	21.44%
投资活动现金净流	-186	-1,254	-727	-161	-60	-260	增长率						
股权募资	0	1,680	0	0	0	0	主营业务收入增长率	53.47%	6.21%	48.20%	47.33%	29.55%	26.05%
债权募资	42	-141	1,416	33	312	118	EBIT增长率	116.79%	42.89%	14.83%	51.41%	28.55%	20.91%
其他	-48	-61	-186	1	-10	-24	净利润增长率	154.65%	37.44%	18.83%	48.94%	27.43%	19.28%
筹资活动现金净流	-6	1,478	1,231	34	301	93	总资产增长率	46.18%	139.91%	62.42%	41.88%	22.83%	18.54%
现金净流量	1	57	345	971	713	430	资产管理能力						
							应收账款周转天数	21.8	38.5	47.4	40.0	40.0	40.0
							存货周转天数	44.0	67.7	57.0	55.0	55.0	55.0
							应付账款周转天数	54.9	62.9	49.9	50.0	50.0	50.0
							固定资产周转天数	14.4	13.9	13.1	10.9	10.1	17.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-57.25%	-69.18%	-34.34%	-94.21%	-128.59%	-106.02%
							EBIT利息保障倍数	55.8	-40.0	-21.3	-67.9	-105.6	394.3
							资产负债率	47.77%	15.35%	42.73%	20.70%	32.66%	32.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	5	9	10	11
买入	0	3	7	10	10
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.38	1.42	1.45	1.48

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-29	买入	10.14	15.42 ~ 16.37
2 2012-04-17	买入	12.00	15.42 ~ 16.37
3 2012-04-18	买入	11.99	15.42 ~ 16.37

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B