

## 兆驰股份 (002429.SZ) 视听器材行业

评级: 买入 上调评级

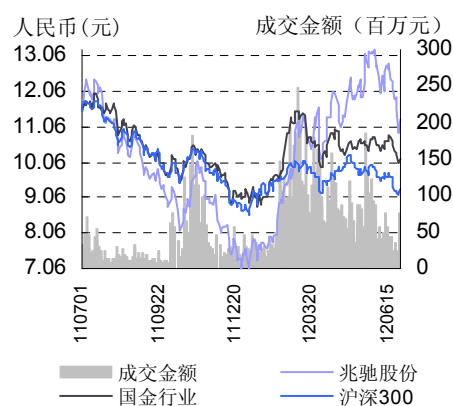
公司研究简报

市价(人民币): 11.30元  
目标(人民币): 15.42-16.37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)	80.10
年内股价最高最低(元)	13.24/7.06
沪深300指数	2461.61
中小板指数	5165.40



## 相关报告

- 《订单饱满,中报增速有望接近预告上限》, 2012.5.16
- 《1Q 净利同增 58%,1H 预增 40-70%》, 2012.4.18
- 《追加两条直下式产线,业绩还有超预期可能》, 2012.4.17

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

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

## 电视业务高歌猛进, LED 对外销售开始发力

## 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

2012年6月28日我们到兆驰股份总部,与管理层就公司近期经营情况以及未来发展进行了交流。

- **直下式 LED 放量, 推动二季度业绩增长。**光明工厂直下式 LED 产能从 4 月份开始逐步释放, 到 6 月份已基本完成产能爬坡; 根据我们推算, 二季度直下式 LED 出货量超 30 万台, 贡献约 4 亿的收入, 是公司增长最大推动力, 预计公司上半年利润增速有望超 60%。随着 39、42、46 等大尺寸产品销量的上升, 下半年公司仍将保持较高增速。
- **技术进步, 压缩成本仍有空间。**直下式 LED 的一体化设计使其具备成本优势, 公司下半年将把一体化延伸至 32 寸以下产品, 单品成本至少降 2 个百分点; 另外改进设计可减少背光源上灯珠, 降低直下式 LED 电视的成本。
- **LED 是公司未来发展重点, 下半年将开始发力。**公司目前有 4 条灯具组装线, 22 条灯珠封装线 (估算 22 条线月产值为 2000 万元左右), 灯珠封装线产能已不足, 7 月将增加 15 条产线, 8 月再增 10 条。公司产品已得到客户认可, 订单增长将在下半年显现, 增强公司对全年实现 3 亿元对外销售的信心, 期待明年收入实现翻倍增长。
- **董事长顾伟先生增持公司股票显示其对公司未来发展信心。**6.29 日董事长顾伟先生在二级市场增持公司 61.8 万股股票, 均价 11.36 元, 占总股本 0.09%。未来 2 个月内增持不超过总股本的 2% (含本次)。一方面显示其对公司未来发展信心, 另一方面说明现在股价较低。

## 盈利预测

- 维持前期盈利预测, 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 11.30 元, 对应 13.1X12PE/10.4X13PE。短期来看, 直下式 LED 推动公司增长, 中报利润增速超 60% 概率大, 全年接近 50%。长期来看, 明年电视业务仍能快速增长且 LED 业务收入占比提升有望提升公司估值。12 个月合理估值为 18X12PE-15X13PE 即 15.42-16.37 元, 距离现价 37%-44% 的上涨空间, 将评级由“维持”上调为“买入”。

## 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。

## 内容目录

直下式 LED 放量，推动二季度业绩增长 .....	3
光明工厂产能爬坡基本结束，二季度直下式 LED 出货超 30 万台 .....	3
下半年更大尺寸产品增加，对收入贡献更大 .....	3
预计 1H12 业绩增速超 60% .....	3
技术进步，压缩成本仍有空间 .....	3
一体化产品延伸至小尺寸、背光源灯珠可进一步节省 .....	3
LED 是公司未来发展重点，下半年将开始发力 .....	4
获得客户认可，订单将增加 .....	4
明年公司资源将向 LED 项目倾斜 .....	4
高管增持将催化股价上升 .....	4
董事长顾伟先生增持公司股票显示其对公司未来发展信心 .....	4
盈利预测及投资建议 .....	4
风险提示 .....	5
附录：三张报表预测摘要 .....	5

## 图表目录

图表 1：公司电视产能测算 .....	3
图表 2：1H12 收入，净利润预测 .....	3

## 直下式 LED 放量，推动二季度业绩增长

### 光明工厂产能爬坡基本结束，二季度直下式 LED 出货超 30 万台

- 光明工厂的 8 条直下式从 4 月份开始有产出。产能逐步释放，目前 7 条线满产，第 8 条也即将满产。2Q12 直下式 LED 出货超 30 万台。
- 产能完全释放后，年产能可达 800 万台以上（图表 1）。预计今年电视销量 600 万台左右，明年达到 800 万台（全球最大电器零售商百思买和欧洲最大电器零售商万得城将成为公司重要客户，明年新增订单或达百万台），产能完全释放后可以满足今年明年订单的需要。其中松岗工厂的 10 条测光式 LED 生产线可改为直下式 LED，目前已改 4 条。因此直下式 LED 最高单月产能可达 25-28 万台。

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	12 个月（非实际情况，因为有淡旺季和产能释放过程）
主要产品	26 寸以下	26-32 寸	32 寸以上		
	测光式 LED	侧光式/直下式 LED	直下式 LED		
生产线数量	10 条	10 条（4 条直下式）	8 条		
产能（万台/月）	30	20	18.7	68.7	825
产值估算（亿元/月）	1.9	1.7	2	5.6	67

来源：公司调研，国金证券研究所

### 下半年更大尺寸产品增加，对收入贡献更大

- 下半年 39、42、46 寸的直下式 LED 将上量。上半年公司直下式 LED 产品基本上都是 32 寸的，39 寸只有 3 万台左右。公司 42、46 寸产品已有样机给客户验机，8 月后将量产，预计 46 寸单价在 3500 元至 4000 元之间，对公司收入和利润贡献更大。因此下半年可保持较高增速。

### 预计 1H12 业绩增速超 60%

- 如上文所述，由于 2Q12 直下式 LED 的产出使收入增速加快，并且大尺寸直下式 LED 毛利率更高，预计 2Q12 净利率环比持平或略有上升，1H12 净利润增速略超 60%（图表 2）。

图表2：1H12 收入，净利润预测

	收入（亿元）	收入 YoY	净利润（亿元）	净利率	净利润 YoY	EPS
1Q12A	10.30	53.5%	1.05	10.17%	55.5%	0.15
2Q12E	13.97	56.0%	1.42	10.20%	70. %	0.20
1H12E	24.27	54.9%	2.47	10.19%	64.0%	0.35

来源：公司资料，国金证券研究所

## 技术进步，压缩成本仍有空间

### 一体化产品延伸至小尺寸、背光源灯珠可进一步节省

- 技术进步使公司仍有压缩成本空间。相比台湾的富士康、冠捷等代工企业，公司优势在于以 ODM 为主，在设计上有更大自主性，可以通过设计改进降低成本。

- 测光式 LED: 主要是 29 寸及以下的小尺寸产品, 下半年将改造成一体化, 单个产品成本降低至少 2 个百分点。
- 直下式 LED: 通过对背光源设计的改造, 能够进一步减少灯珠, 降低成本。
- 另外公司一季度储备了较多低价面板 (1Q12 存货环比增加约 1 亿元, 这也一定程度影响了 1Q12 的净现金流), 因此近期液晶面板价格上涨对公司成本影响不大。

## LED 是公司未来发展重点, 下半年将开始发力

### 获得客户认可, 订单将增加

- 上半年 LED 销售较少, 主要因客户需慢慢培养。灯珠在自身产品上使用效果良好, 得到客户认可, 订单大幅增加; 灯具客户如超霸电子、三雄极光、三菱化学等下的单个订单从过去的几千台上至几万台。
- 灯珠产能将增加。公司目前有 4 条灯具组装线, 22 条灯珠封装线 (估算 22 条线月产值为 2000 万元左右), 灯珠封装线产能已不足, 7 月将增加 15 条产线, 8 月再增 10 条。公司产品已得到客户认可, 订单增长将在下半年显现, 增强公司对全年实现 3 亿对外销售收入的信心, 期待明年收入实现翻倍增长。

### 明年公司资源将向 LED 项目倾斜

- 通过延长生产时间提升产能。明年年底工业园将建成, 搬入之前将通过延长生产时间来提升产能, 可满足明年销售需要。搬入后再增加生产线。
- 明年公司资源将向 LED 项目倾斜, 将音响、DVD 等市场规模不大的业务人员转到 LED 业务。

## 高管增持将催化股价上升

### 董事长顾伟先生增持公司股票显示其对公司未来发展信心

- 6.29 日董事长顾伟先生在二级市场增持公司 61.8 万股股票, 均价 11.36 元, 占总股本 0.09%。
- 基于对公司持续发展信心, 董事长计划在未来 2 个月增持不超过总股本 2%, 不低于 0.09% 的股份 (含本次)。
- 一方面显示其对公司未来发展信心; 另一方面说明现在股价较低, 公司现价具备足够安全边际。

## 盈利预测及投资建议

- 我们维持前期盈利预测, 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%。
- 目前股价 11.30 元, 对应 13.1X12PE/10.4X13PE。短期来看, 直下式 LED 推动公司增长, 中报净利润增速超 60% 概率大, 全年接近 50%。长期来看, 明年电视业务仍能快速增长且 LED 业务收入占比提升有望提升公司估值。12 个月合理估值为 18X12PE-15X13PE 即 15.42-16.37 元, 距离现价 37%-44% 的上涨空间, 将评级由“维持”上调为“买入”。

## 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。

### 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
<b>主营业务收入</b>	<b>2,842</b>	<b>3,019</b>	<b>4,473</b>	<b>6,591</b>	<b>8,539</b>	<b>10,763</b>	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%		应收款项	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	<b>资产总计</b>	<b>1,311</b>	<b>3,145</b>	<b>5,108</b>	<b>5,873</b>	<b>7,214</b>	<b>8,552</b>
% 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%	<b>负债</b>	<b>626</b>	<b>483</b>	<b>2,182</b>	<b>923</b>	<b>1,430</b>	<b>1,845</b>
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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,311</b>	<b>3,145</b>	<b>5,108</b>	<b>5,873</b>	<b>7,214</b>	<b>8,552</b>
税前利润	277	401	484	714	910	1,086	<b>比率分析</b>						
利润率	9.7%	13.3%	10.8%	10.8%	10.7%	10.1%		2009	2010	2011	2012E	2013	2014
所得税	-27	-58	-77	-107	-137	-163	<b>每股指标</b>						
所得税率	9.8%	14.5%	15.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.599	0.726	0.575	0.856	1.091	1.302
净利润	250	343	408	607	774	923	每股净资产	1.644	5.634	4.127	4.987	4.160	5.462
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.462	-0.348	-0.186	1.549	0.665	0.843
归属于母公司的净	250	343	408	607	774	923	每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
净利率	8.8%	11.4%	9.1%	9.2%	9.1%	8.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	36.46%	12.88%	13.93%	17.17%	26.24%	23.84%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	19.04%	10.91%	7.98%	13.62%	17.67%	16.14%
净利润	250	343	408	607	774	923	投入资本收益率	30.68%	12.88%	8.87%	16.50%	23.39%	21.44%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	12	28	37	21	21	31	主营业务收入增长率	53.47%	6.21%	48.20%	47.33%	29.55%	26.05%
非经营收益	0	-12	-35	-24	0	14	EBIT增长率	116.79%	42.89%	14.83%	51.41%	28.55%	20.91%
营运资金变动	-69	-526	-569	494	-324	-371	净利润增长率	154.65%	37.44%	18.83%	48.94%	27.43%	19.28%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>192</b>	<b>-167</b>	<b>-159</b>	<b>1,098</b>	<b>471</b>	<b>597</b>	总资产增长率	46.18%	139.91%	62.42%	41.88%	22.83%	18.54%
资本开支	-23	-15	-208	-160	-60	-260	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	21.8	38.5	47.4	40.0	40.0	40.0
其他	-163	-1,239	-518	0	0	0	存货周转天数	44.0	67.7	57.0	55.0	55.0	55.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-186</b>	<b>-1,254</b>	<b>-727</b>	<b>-161</b>	<b>-60</b>	<b>-260</b>	应付账款周转天数	54.9	62.9	49.9	50.0	50.0	50.0
股权募资	0	1,680	0	0	0	0	固定资产周转天数	14.4	13.9	13.1	10.9	10.1	17.5
债权募资	42	-141	1,416	33	312	118	<b>偿债能力</b>						
其他	-48	-61	-186	1	-10	-24	净负债/股东权益	-57.25%	-69.18%	-34.34%	-94.21%	-128.59%	-106.02%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-6</b>	<b>1,478</b>	<b>1,231</b>	<b>34</b>	<b>301</b>	<b>93</b>	EBIT利息保障倍数	55.8	-40.0	-21.3	-67.9	-105.6	394.3
<b>现金净流量</b>	<b>1</b>	<b>57</b>	<b>345</b>	<b>971</b>	<b>713</b>	<b>430</b>	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
买入	0	0	1	5	11
增持	0	0	1	4	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.50	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	增持	10.14	15.42 ~ 16.37
2 2012-04-17	增持	12.00	15.42 ~ 16.37
3 2012-04-18	增持	11.99	15.42 ~ 16.37
4 2012-05-16	增持	12.18	15.42 ~ 13.67

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**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作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