研究所
证券分析师：刘金沪 S0350510120005
0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn
联系人：韩雪
0755-83716906 hanx@ghzq.com.cn

# 这个 ODM 不简单

## ——兆驰股份深度报告

## 投资要点：

- **技术创新能力强的 ODM 生产商。**公司的 ODM 模式不是简单的代工，而是以技术研发和创新为基础，提高产品附加值和对市场需求快速响应能力的模式。公司非常注重技术创新，设立了创新奖励机制，鼓励全员参与创新过程，主要技术人员长期从事技术开发，有多行业产品创新经验。公司每年至少推出一个大类新产品，每月至少推出一、两个差异化产品，不断在产品已有功能的基础上研究、开发新功能，注重差异化。

- **具备领先的经营理念和卓越的成本控制能力。**管理层把成为世界一流电子产品设计、销售、制造商作为长期战略目标。通过自主技术研发降低成本，提高毛利；通过产品创新引领市场需求；通过管理创新加强内部管控、提高企业经营效率。公司凭借整体的竞争力成为国内成长最快的液晶电视生产企业之一，在黑电行业不景气的环境下，依然订单饱满。

- **大尺寸、直下式 LED 电视比重上升。**根据 NPD DisplaySearch 季度全球平面显示器出货及预测报告，2012 年全球液晶电视机需求面积估计将达到 850 万平方米，年增长约 17%，2013 年全球液晶电视需求面积估计达到 930 万平方米，年增长约 9%。2012 年上半年直下式 LED 电视出货 20 万台，占上半年电视机销售额的 15%。预计今年全年 32 寸及以上的大尺寸 LED 电视销售额将占所有电视机销售额的约 50%左右。与传统的电视机相比，直下式 LED 电视简化了整机结构，大幅降低了成本，毛利率高于侧光式 LED 电视，同时极大的提高了产能利用率，预计单位时间内的产量将提高 70%以上。

- **LED 业务有望成为新的增长点。**在 LED 封装方面，公司已经直接和韩国、日本、台厂竞争，在国内处于领先地位。在 LED 电视背光方面，节能照明公司是国内首家生产出电视背光用 3528 封装 LED 灯珠的企业，并且设计出 LED 透镜，成功掌握了直下式 LED 所有封装透镜的技术。

- **盈利预测与投资建议** 顺应电视机委外生产和 LED 照明需求释放的行业趋势，公司不断通过技术更新降低生产成本、通过推出新产品提高产品附加值，以及开拓新兴市场国家的客户，有望保持电视 ODM 和 LED 业务订单的快速增长。我们预计公司未来三年 EPS 分别为 0.81、1.13 及 1.44 元，对应目前股价 PE 分别为 15.68、11.16 及 8.75 倍，给予“增持”评级。

| 预测指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|
| 主营收入（百万元） | 4,473 | 6,864 | 9,592 | 12,568 |
| 增长率(%) | 48% | 53% | 40% | 31% |
| 净利润（百万元） | 408 | 571 | 802 | 1024 |
| 增长率(%) | 19% | 40% | 40% | 28% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.58 | 0.81 | 1.13 | 1.44 |
| ROE(%) | 13.9% | 16.9% | 19.9% | 21.1% |

# 目　　录

1、ODM 生产商，创新研发能力强 ..... 3
1.1、市场地位不断稳固 ..... 4
1.2、ODM 业务的三大优势 ..... 4
2、领先的经营理念和卓越的成本控制能力 ..... 5
2.1、领先的经营理念 ..... 5
2.2、优秀的内部运营管理体系和成本控制能力 ..... 5
3、消费类电子产业国际化分工明确，中国是全球重要生产基地 ..... 7
4、公司未来增长点 ..... 8
4.1、大尺寸液晶电视 ..... 8
4.2、LED 业务 ..... 9
5、毛利率稳定、净利率高于品牌商 ..... 10
6、盈利预测和投资建议 ..... 11

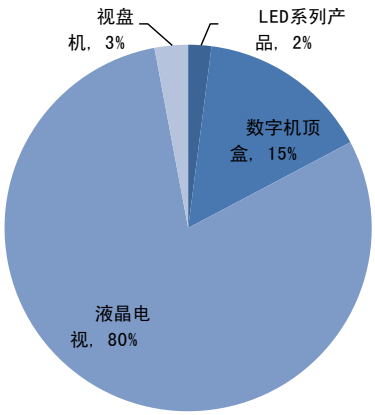
## 1、ODM 生产商，创新研发能力强

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，产品以出口为主。目前公司主要有以下四大类产品：数字液晶电视、数字高清机顶盒、蓝光视盘机等，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 产品一方面用于公司生产的液晶电视机背光，另一方面用于开发 LED 照明产品。

公司的 ODM 模式不是简单的代工，而是以技术研发和创新为基础，提高产品附加值和对市场需求快速响应能力的模式。

公司非常注重技术创新，设立了创新奖励机制，鼓励全员参与创新过程，主要技术人员长期从事技术开发，有多行业产品创新经验。公司每年至少推出一个大类新产品，每月至少推出一、两个差异化产品，不断在产品已有功能的基础上研究、开发新功能，注重差异化。公司通过不断开发出高新产品抢占市场，为企业产品的更新换代和形成新的经济增长点提供高新技术支持和新产品储备。

**图 1、2011 年公司收入结构**




资料来源：公司公告、国海证券研究所

**图 2、公司液晶电视、数字机顶盒的部分核心技术**

| 技术类别 | 技术名称 | 技术特点 | 技术阶段 | 技术水平 |
|---|---|---|---|---|
| 液晶电视 | 高光无痕注塑技术 | 液晶电视边框表面处理采用最新的注塑工艺“高光无痕注塑技术”，取代传统对环境污染严重的喷涂工艺，从而彻底消除边框表面的凹/凸不平、溶接痕、波纹、斑纹等，极大提高边框表面的光洁度、强度、硬度，使边框表面产生镜面效果 | 大批量生产 | 国际领先水平 |
| | 一体化电源板(LIPS)技术 | 采用Inverter+Power为一体的一块电源主板来替代从前的Inverter和Power两块电路板，在整体结构上省去了Inverter和T-con两块主要电路板，从而简化了整机结构和生产工艺，提高了生产效率，降低了功耗，节约了成本 | 大批量生产 | 国内领先水平 |
| 数字机顶盒 | 硅高频头(SiliconTuner)技术 | 支持全球所有电视制式，优化了模拟电视信号的数字化解调处理、进一步解决了模拟器件易受电磁干扰的问题，从根本上保证了信号的回放质量和最终显示效果 | 大批量生产 | 国际领先水平 |

资料来源：公司公告、国海证券研究所

**图 3、公司液晶电视的部分研发项目（已完成或进行中）**

| | |
|---|---|
| 支持WIFI传输的高清数字液晶电视 | 通过WIFI将液晶电视与电脑主机无线连接，液晶电视作为一个远程显示终端，可自动搜索电脑的IP地 址 ，实现无线搜索、无线传输、无线共享电脑硬盘上的视频 、电影、图片、音乐、小说等内容 |
| 内置硬盘、支持刻录功能的高清数字液晶电视 | 目前带硬盘刻录功能的电视机刻录的全部是模拟电视信号，在回放时画质很差。数字电视刻录功能是直接将数字电视信号以TS流的方式刻录到硬盘上，这样刻录和播放全部使用的是数字信号，信号没有受到任何损失，提高了画质质量 |
| IPTV高清数字液晶电视 | 通过IPTV，在电视上接收通过宽带网络向用户提供的高清数字广播电视、视频服务、信息服务、互动社区、互动休闲娱乐、电子商务等宽带业务 |
| LED超薄高清液晶电视 | 采用LED(发光二极管)作为背光源的液晶电视，而目前市面上的传统液晶电视采用CCFL(冷阴极荧光灯管)作为背光源。LED液晶电视在机身厚度、能耗、环保、寿命以及色彩等方面更有优势。从外观看，传统液晶电视的厚度通常为10厘米左右，LED液晶电视则能把厚度普遍做到3-5厘米；在能耗上，LED液晶电视比传统液晶电视要节能40%-50%；在使用寿命 |
| 3D高清液晶电视 | 将液晶屏发出的光转换为左旋和右旋的圆偏振光发送，经过高精度作业粘贴在电视屏上的3D转换膜，将左右眼图像独立送入人眼，从而形成立体图像。人类是通过两眼之间“视差”(Parallax)来产生立体感觉，由于两眼观看到场景轮廓不尽相同，看到的影像有细微差别，大脑根据这两个场景进行综合处理，产生出精确的3D立体图像。 |

资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 1.1、市场地位不断稳固

公司从 2007 年起开始批量生产液晶电视，2007 年出口液晶电视 37 万台，全球市场占有率为 0.56％；2008 年销售液晶电视 40 万台，全球市场占有率为 0.44％；2009 年销售液晶电视 105 万台，全球市场占有率提升至 0.75％。

公司 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。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，出口市场占有率分别为 24%、19.27%、25.61%，全球市场占有率分别为 13%、12.14%、18.57%。

## 1.2、ODM 业务的三大优势

公司在 2009 年、2011 年和 2012 年上半年，收入增速均在 40%以上，表现远超过彩电行业增长。公司 ODM 业务表现出色的主要原因是公司具备以下优势:

一是供货快，即从接到订单至发货的周期较短;

二是能根据品牌制造商的要求开发设计出多种产品供其选择，满足其在价格 、功能、外观等方面个性化的要求;

三是成本控制能力强，可较好地平衡产品功能与成本的关系，保证公司利润。

我们认为这三大优势形成是以企业整个体系具有优势为基础，以企业经营理念的领先为根源。

## 2、领先的经营理念和卓越的成本控制能力

公司 ODM 业务的三大优势形成是以企业整个体系具有优势为基础，以企业经营理念的领先为根源。下面将对公司领先的经营理念和内部运营管理体系进行分析。

### 2.1、领先的经营理念

公司管理层坚持“用产品推动市场，用市场拉动企业”的经营理念，把成为世界一流电子产品设计、销售、制造商作为长期战略目标，大力实施“领先、差异化”产品战略。通过自主技术研发降低成本，提高毛利；通过产品创新引领市场需求；通过管理创新加强内部管控、提高企业经营效率。

### 2.2、优秀的内部运营管理体系和成本控制能力

**1、坚持自主技术研发和产品创新，保证了产品的“领先、差异化”和快速响应订单的能力**

公司现有研发工程师 110 多人，技术人员 500 多人，研发费用逐年增加，占收入比重保持在 3%以上。公司技术开发项目一方面是对现有产品的深度开发和优化，不断推出新产品；另一方面则是根据行业技术的发展方向进行前瞻性技术研究工作，为公司的长远发展提供技术储备。

**图 4、公司研发费用占收入比重（人民币：百万）**

| | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|---|---|---|
| 研发支出 | 88 | 97 | 138 |
| 研发费用占收入比重 | 3.10% | 3.21% | 3.08% |

资料来源：公司公告、国海证券研究所

产品创新方面，公司在产品开发上擅长将多个产品系列的功能和技术相互渗透、彼此融合，如将 DVB-T、DVD、PVR、WIFI 等功能模块灵活的集成在产品内，通过这些功能组合，积极开发有市场针对性及满足用户个性化、差异化需求的产品。公司差异化组合产品的特色，提高了利润率。

**2、完善的激励机制赋予技术创新以生命力**

公司建立适合自身特点的、能有效激励创新的机制，推行激励创新的企业文化。

**对核心技术人员股权激励：**公司核心技术人员康健、刘泽喜、王万寿、张海波、李相宏、谭双庆、唐道忠、吴钊剑共 8 人合计持有公司约 4%的股权。通过持股安排，上述人员的个人利益与公司利益的结合更加紧密。这不仅能够进一步激发

其技术创新热情，从而不断提高公司整体的技术水平，而且还能鼓励其增强技术保密意识。

**对技术研发人员的激励：**公司在薪酬管理上对技术研发人员实行不同的工资体系，工资标准高于公司其他部门职工，并依据技术创新、产品开发活动所取得的实际效果(如销售收入增加、利润增长等)，对研发人员或者研发小组进行分别的考核和奖励。

公司针对研发人员的股权激励机制和业绩激励机制，有效调动了研发人员的工作积极性，确保了公司持续且高效的产品优化和技术革新，产品不但能够贴近市场需求，而且能够及时反馈对客户在产品设计和生产方面的个性化要求。

**3、卓越的成本控制能力**

**依靠技术研发和提高自制比例降低成本：**技术研发不仅能通过产品升级提高售价，还能在新材料应用、工序简化、产品零部件设计标准化等方面降低生产成本。例如，产品设计环节将零部件标准化，外购零部件种类由 1 万减至 3 千。标准化的部件设计可以降低产品采购成本和制造成本，通用化程度很高，在采购过程中可以做到大批量采购，议价能力强，呆滞物料少。标准化的设计也有利于提高开发效率、降低制造成本。公司仅用了一年时间就实现了模组、LED 灯珠、导光板、扩散板、透镜等 100%自制，极高比例的深度自制为公司提供了极具竞争力的产品，同时降低了成本。

**全面信息系统控制降低成本、提高效率：**通过使用 ERP 系统和 OA 系统，对生产制造、供应链、销售、财务等各重要环节进行一体化信息管理，公司从材料进厂到产品出库整个生产运行环节始终处于受控状态。例如，采用信息系统对采购价格进行管控，通过招标确定通用原材料供应商后，所有采购的历史价格信息将在系统中保存，后期的采购价格不能高于限定价格，从源头上控制了采购成本。例如，采用“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，其中将红运用到订单进度的掌控是行业首创的订单管理方法。这样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。

**4、主动创新的菜单式营销和快速响应的量身定做**

公司主要采用“菜单式”和“量身定做”营销两种方式：

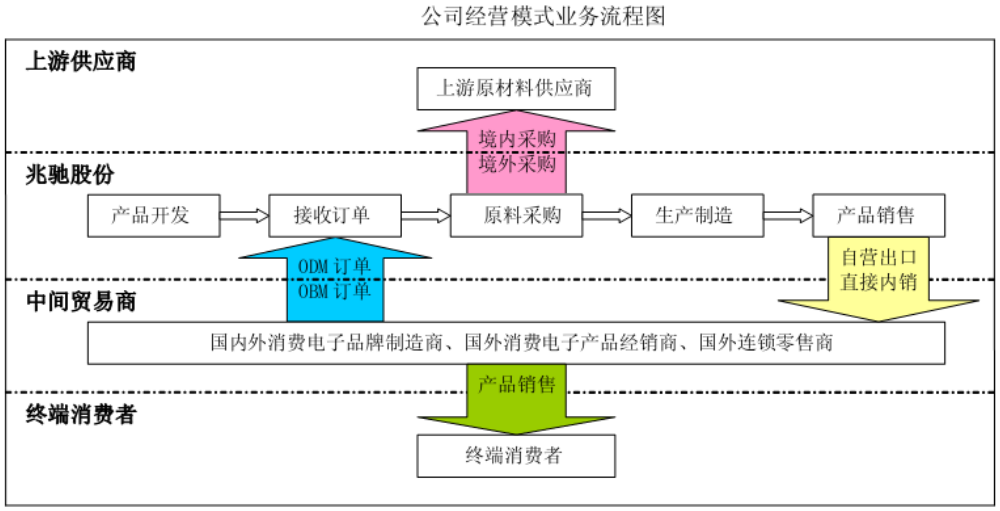
(1)“菜单式”营销：用产品创新和技术研发推动市场

公司研发和销售人员通过对目标市场进行调研，就目标消费群、销售通道、卖点、功能、价格、产品趋势等进行详尽分析，将公司的技术开发与市场需求紧密结合，使技术开发服务于市场。开发出具有集成化、多功能化的消费电子产品，然后由客户选择下单后公司进行生产，产品生产完成后贴上客户的品牌销售给客户。因此，在此方式下，公司是通过产品集成的高技术附加值获取利润。

(2)“量身定做”产品：用市场需求拉动企业设计和研发快速响应

公司根据品牌商的产品规划要求进行产品设计和开发，然后按品牌商的订单进行生产，产品生产完成后贴上客户的品牌进行销售。“量身定做”产品的关键，一方面公司产品设计人员对于客户产品需求的理解程度决定了公司设计出来的产品能否符合客户产品需求；另一方面，公司产品开发设计、样品试制周期长短一定程度上构成公司对客户需求的响应速度，较快的响应速度保证了公司持续获得客户订单的能力。

**图 5、公司经营模式业务流程图**

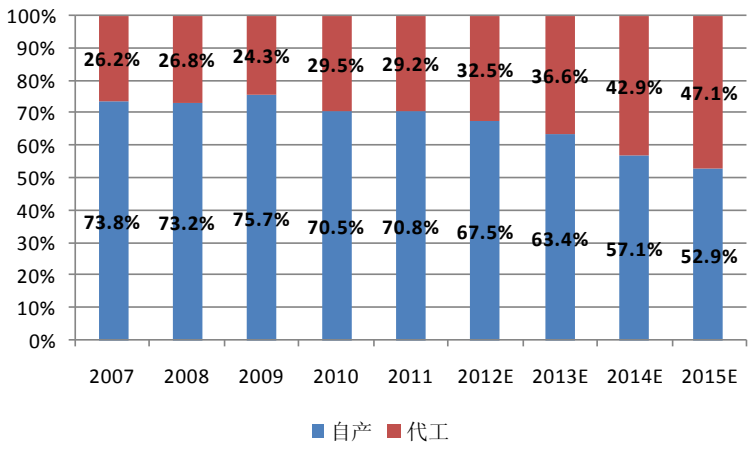



资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 3、消费类电子产业国际化分工明确，中国是全球重要生产基地

近年来，受液晶电视价格持续降低和利润率下降，许多品牌厂商不断加大液晶电视 ODM/OEM 委外代工的比例，以降低成本和提高产能。根据 Displaysearch，2009 年全球液晶电视外包比率不到 25%，总规模只有 3,500 万台。2010 年全球液晶电视外包占比 29.5%。预计 2015 年全球液晶电视外包生产业务占比达到 47.1%。

**图 6、全球液晶电视代工比例不断上升**




资料来源：Displaysearch、国海证券研究所整理

**全球消费电子产业国际分工进程加快，专业化协作程度日益深化。**未来全球范围内的品牌商和 ODM 制造商分工将更加明显，双方相辅相成，各具优势：一方面，国际知名品牌厂商掌握了主导产业发展方向的核心技术和标准，逐渐将发展重心放在关键技术的研发，委外代工的比例不断加大，以降低成本和提高产能；另一方面，ODM 厂商通过不断的技术和生产经验积累，将会以规模化的制造、良好的质量、低廉的价格等优势，在 ODM 领域取得进一步发展。而中国的 ODM 厂商，更会因“中国制造”的地缘优势，取得更好的发展。

**高端电器制造正逐渐从台湾转向大陆。**消费类电子产品研发周期缩短，区域需求多样化，订单量减少。随着大陆高端制造商在外观设计，响应速度和服务意识上不断提升，以及大陆在劳动力成本方面具有优势，使得许多进口商和超市客户将订单逐渐从台湾厂转向大陆制造商，且这一趋势在未来的几年将变得更加显著。

中国有上万家消费电子产品研发、设计、制造和销售公司，是全球重要的消费电子产品生产基地，2011 年中国依然位列产值规模的榜首，产值到达 5226.95 亿美元，同比增长 6.72%，占全球总产值的 29%，继续保持世界第一大电子产品制造大国的地位。

# 4、公司未来增长点

## 4.1、大尺寸液晶电视

市场研究机构 NPD DisplaySearch 指出，2011 年底液晶电视市场出现尺寸快速朝大型化趋势发展，特别是在北美及中国等市场。新尺寸液晶电视机和更低廉的价格，及智能型互动电视机、3D 显示效果、超窄边框、直下式 LED 背光设计等特点，均鼓励终端消费者选择较大尺寸电视、以追求更佳视觉体验，这些因素都激励了终端消费者对大尺寸液晶电视机的需求。根据 NPD DisplaySearch 季度

全球平面显示器出货及预测报告，2012 年全球液晶电视机需求面积估计将达到 850 万平方米，年增长约 17%，2013 年全球液晶电视需求面积估计达到 930 万平方米，年增长约 9%。2014 年到 2018 年期间，全球液晶电视需求面积每年仍可望维持 3%-6%的年成长幅度，到 2018 年，全球液晶电视需求面积估达 1.16 亿平方米。

公司在 2011 年之前液晶电视主要是 32 寸及以下尺寸的侧光式 LED 电视及 CCFL 电视。公司在 2011 年下半年及时调整了产品策略，开发了 29、37、39、42、46、50 等中大尺寸液晶电视机。今年随着直下式 LED 电视的研发成功和大批量生产，公司的 32 寸-55 寸大尺寸 LED 电视产品也极具市场竞争力。2012 年上半年，公司完成了 32 寸、39 寸、42 寸直下式 LED 电视机的批量生产。29 寸侧光式 LED 一体机及 37 寸、46 寸、55 寸直下式 LED 一体机预计在今年第三季度进入批量生产。2012 年上半年直下式 LED 电视出货 20 万台，占上半年电视机销售额的 15%。预计今年全年 32 寸及以上的大尺寸 LED 电视销售额将占所有电视机销售额的约 50%左右。

与传统的电视机相比，直下式 LED 电视简化了整机结构，大幅降低了成本，毛利率高于侧光式 LED 电视，同时极大的提高了产能利用率，预计单位时间内的产量将提高 70% 以上。

## 4.2、LED 业务

公司在 2010 年底投资设立了全资子公司—深圳市兆驰节能照明有限公司（以下简称“节能照明公司”）。节能照明公司的主营业务是 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 照明产品的研发、设计、制造、销售。

在 LED 封装方面，封装产品小、中、大功率齐全，产品系列较完善，已经直接和韩国、日本、台厂竞争，在国内处于领先地位。除了继续保持行业领先的技术水平外，也实现了量上的飞跃。在 LED 电视背光方面，节能照明公司是国内首家生产出电视背光用 3528 封装 LED 灯珠的企业，并且设计出 LED 透镜，成功掌握了直下式 LED 所有封装透镜的技术，公司已向国家知识产权局申请发明和实用新型专利。公司为了进一步提升产品的竞争力，将采用更大功率、更少灯珠、更少透镜、更新封装技术的产品应用在直下式 LED 产品。

LED 业务能够与公司原有业务形成较好协同：一方面，公司技术和销售模式与目前主业的叠加优势；另一方面，公司 LED 电视对 LED 产品等有巨大的自用需求，可以加快技术成熟。

未来规划：25% 用于自身电视的背光、50% 用于 LED 照明灯具、25% 对外销售。

## 5、毛利率稳定、净利率高于品牌商

与同行业上市公司比较，公司销售毛利率分别低于同行业上市公司平均值，这是由于上述同行业上市公司基本都是品牌制造商，品牌商享有品牌溢价，其产品售价普遍高于 ODM 制造商，因此品牌商的销售毛利率较高。

公司销售毛利率虽不及大部分品牌商，但在 ODM 制造商中处于较高水平且比较稳定。公司主要从提高产品附加值和降低成本方面保证毛利率：一是利用研发优势进行产品研发和升级，推出高附加值的高集成度、多功能、差异化产品，在产品功能、外观、价格等方面形成多种不同组合，丰富产品线的同时也保证了产品的利润；二是利用研发优势，通过新材料应用、工序简化、零部件设计标准化等手段降低生产成本。

公司的净利率高于同行业上市公司均值。主要原因是公司的期间费用率较低，不但覆盖了毛利率差额，还造成公司销售净利率高于同行业上市公司平均值。

公司期间费用率较低的原因：一是 ODM 制造商管理流程短，较少考虑终端渠道建设，不直接面对终端客户，客户服务对象较少，产品销售及推广费用、客户维护成本低较低。而品牌商基于加强品牌推广，维持品牌知名度，维护销售渠道等原因，其销售费用、管理费用等期间费用较高；二是由于本公司成立时间较短，且成立以来紧跟市场需求及时进行产品升级换代，不存在产品重大转型而逐步淘汰落后生产线的历史包袱；三是公司各项费用得到有效控制。公司成本控制理念贯穿于经营管理各个环节中，例如公司通过使用 ERP 系统和 OA 系统，对生产制造、供应链、销售、财务等各重要环节进行一体化信息管理，先进的信息管理系统实现了内部各部门之间的协同运作与信息共享，不但提高了公司管理效率，还有效降低了管理成本。

**图 7、与同行业上市公司的毛利率和净利率比较**

| 代码 | 简称 | 毛利率（%） | | | | | 净利率（%） | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012H | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012H |
| 600060.SH | 海信电器 | 17.8 | 19.0 | 17.3 | 20.9 | 17.8 | 1.6 | 2.7 | 3.9 | 7.3 | 5.8 |
| 002420.SZ | 毅昌股份 | 15.6 | 18.4 | 17.7 | 15.9 | 16.4 | 5.8 | 8.9 | 7.9 | 2.8 | 2.8 |
| 000100.SZ | TCL集团 | 19.1 | 13.7 | 10.7 | 15.6 | 16.0 | 2.3 | 2.5 | 1.5 | 0.6 | 1.6 |
| 600839.SH | 四川长虹 | 15.7 | 15.2 | 14.1 | 12.8 | 15.8 | 1.1 | 1.6 | 0.9 | 1.7 | 0.8 |
| 600870.SH | ST厦华 | 17.5 | 18.8 | 16.3 | 11.7 | 11.5 | 0.9 | 1.1 | 1.1 | 0.4 | 0.8 |
| 000016.SZ | 深康佳A | 8.7 | 18.5 | 15.6 | 16.4 | 18.7 | -28.5 | 1.7 | 0.6 | 0.1 | 0.2 |
| 002429.SZ | 兆驰股份 | 10.9 | 12.7 | 16.2 | 13.7 | 13.6 | 5.3 | 8.8 | 11.4 | 9.1 | 9.3 |
| 行业均值(整体法) | | 16.6 | 17.0 | 15.4 | 16.4 | 16.3 | 0.2 | 1.5 | 1.5 | 2.2 | 1.7 |
| 行业中值 | | 15.7 | 18.4 | 16.2 | 15.6 | 16.0 | 1.6 | 2.5 | 1.5 | 1.7 | 1.6 |

资料来源：Wind、国海证券研究所

**图 8、与同行业上市公司的费用率比较**

| 代码 | 简称 | 销售费用率（%） | | | | | 管理费用率（%） | | | | | 财务费用率（%） | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012H | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012H | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012H |
| 600060.SH | 海信电器 | 12.8 | 13.6 | 10.6 | 10.6 | 8.6 | 2.3 | 2.0 | 1.7 | 2.0 | 2.2 | 0.5 | 0.2 | 0.2 | -0.2 | -0.1 |
| 002420.SZ | 毅昌股份 | 2.1 | 2.4 | 2.5 | 2.7 | 2.8 | 4.9 | 5.2 | 5.9 | 7.5 | 8.9 | 1.5 | 1.0 | 0.6 | 1.0 | 1.6 |
| 000100.SZ | TCL集团 | 9.5 | 8.8 | 9.8 | 9.0 | 9.7 | 4.7 | 4.5 | 4.2 | 4.6 | 5.0 | 0.7 | 0.3 | 0.1 | -0.1 | 0.9 |
| 600839.SH | 四川长虹 | 10.7 | 11.5 | 10.4 | 9.5 | 9.1 | 4.1 | 4.1 | 3.9 | 4.0 | 4.1 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.8 |
| 600870.SH | ST厦华 | 15.3 | 6.5 | 4.7 | 5.2 | 5.9 | 2.7 | 1.9 | 1.9 | 2.5 | 3.0 | 4.0 | 1.5 | 2.1 | 3.7 | 2.1 |
| 000016.SZ | 深康佳A | 12.5 | 12.6 | 11.8 | 13.1 | 13.8 | 3.5 | 3.4 | 3.2 | 3.6 | 3.9 | 0.0 | 0.4 | -0.2 | 0.3 | 1.6 |
| 002429.SZ | 兆驰股份 | 2.3 | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.0 | 1.4 | 1.8 | 1.7 | 1.0 | 0.2 | -0.3 | -0.5 | -1.1 |
| 行业均值(整体法) | | 9.3 | 8.2 | 7.3 | 7.4 | 7.3 | 3.4 | 3.2 | 3.2 | 3.7 | 4.1 | 1.2 | 0.6 | 0.4 | 0.6 | 0.8 |
| 行业中值 | | 10.7 | 8.8 | 9.8 | 9.0 | 8.6 | 3.5 | 3.4 | 3.2 | 3.6 | 3.9 | 0.7 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.9 |

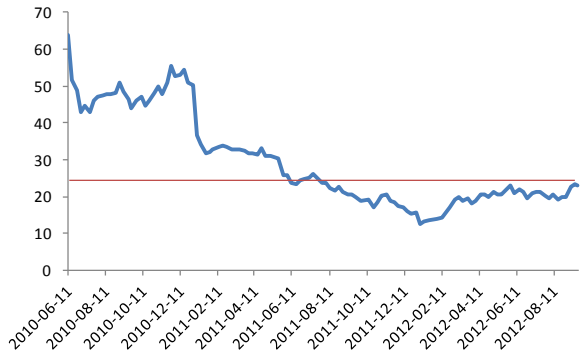
资料来源：Wind、国海证券研究所

## 6、盈利预测和投资建议

顺应电视机委外生产和 LED 照明需求释放的行业趋势，公司不断通过技术更新降低生产成本、通过推出新产品提高产品附加值，以及开拓新兴市场国家的客户，有望保持电视 ODM 和 LED 业务订单的快速增长。2014 年上半年“兆驰产业园”一期建成后，产能、生产效率、管理效率将大幅提升，目前产能瓶颈问题将得到有效缓解。

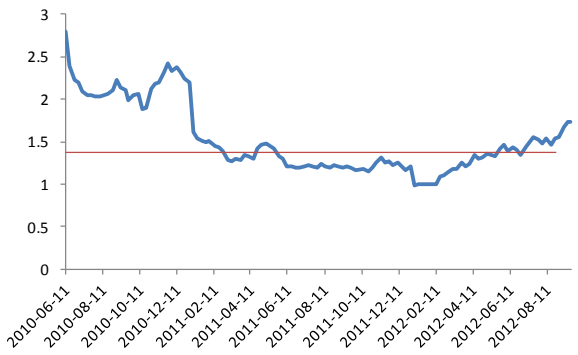
我们预计公司未来三年 EPS 分别为 0.81、1.13 及 1.44 元，对应目前股价 PE 分别为 15.68、11.16 及 8.75 倍，给予“增持”评级。

**图 9、公司历史 PE**




资料来源：WIND、国海证券研究所

**图 10、公司相对家电板块的估值倍数（剔除负值）**




资料来源：WIND、国海证券研究所

# 财务预测

| 财务指标 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|
| **盈利能力** | | | | |
| ROE | 14% | 17% | 20% | 21% |
| 毛利率 | 14% | 13% | 13% | 12% |
| 期间费率 | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 销售净利率 | 9% | 8% | 8% | 8% |
| **成长能力** | | | | |
| 收入增长率 | 48% | 53% | 40% | 31% |
| 利润增长率 | 19% | 40% | 40% | 28% |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.88 | 1.17 | 1.42 | 1.58 |
| 应收账款周转率 | 4.31 | 4.31 | 4.31 | 4.31 |
| 存货周转率 | 6.11 | 37.65 | -35.42 | -17.98 |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 43% | 42% | 40% | 39% |
| 流动比 | 2.23 | 2.26 | 2.37 | 2.47 |
| 速动比 | 1.93 | 2.20 | 2.46 | 2.67 |

| 资产负债表（百万元） | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|
| 现金及现金等价物 | 2419 | 2782 | 3161 | 3684 |
| 应收款项 | 1039 | 1594 | 2228 | 2919 |
| 存货净额 | 632 | 158 | (236) | (614) |
| 其他流动资产 | 631 | 900 | 1190 | 1560 |
| **流动资产合计** | **4721** | **5435** | **6343** | **7549** |
| 固定资产 | 161 | 165 | 218 | 256 |
| 在建工程 | 16 | 36 | 6 | (14) |
| 无形资产及其他 | 193 | 193 | 174 | 155 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **资产总计** | **5108** | **5845** | **6758** | **7963** |
| 短期借款 | 1415 | 1415 | 1415 | 1415 |
| 应付款项 | 649 | 918 | 1177 | 1551 |
| 预收帐款 | 20 | 30 | 42 | 55 |
| 其他流动负债 | 37 | 37 | 37 | 37 |
| **流动负债合计** | **2121** | **2401** | **2672** | **3058** |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 62 | 62 | 62 | 62 |
| **长期负债合计** | **62** | **62** | **62** | **62** |
| **负债合计** | **2182** | **2463** | **2733** | **3120** |
| 股本 | 709 | 709 | 709 | 709 |
| 股东权益 | 2926 | 3382 | 4024 | 4843 |
| **负债和股东权益总计** | **5108** | **5845** | **6758** | **7963** |

| 每股指标与估值 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|
| **每股指标** | | | | |
| EPS | 0.58 | 0.81 | 1.13 | 1.44 |
| BVPS | 4.13 | 4.77 | 5.68 | 6.83 |
| **估值** | | | | |
| P/E | 21.96 | 15.68 | 11.16 | 8.75 |
| P/B | 3.06 | 2.65 | 2.22 | 1.85 |
| P/S | 2.00 | 1.30 | 0.93 | 0.71 |

| 利润表（百万元） | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **4473** | **6864** | **9592** | **12568** |
| 营业成本 | 3862 | 5943 | 8362 | 11017 |
| 营业税金及附加 | 5 | 8 | 11 | 14 |
| 销售费用 | 66 | 74 | 104 | 136 |
| 管理费用 | 79 | 88 | 94 | 123 |
| 财务费用 | (22) | 66 | 61 | 55 |
| 其他费用/（-收入） | (9) | (9) | (9) | (9) |
| **营业利润** | **473** | **677** | **951** | **1214** |
| 营业外净收支 | 11 | 2 | 2 | 2 |
| **利润总额** | **484** | **679** | **953** | **1216** |
| 所得税费用 | 77 | 108 | 151 | 193 |
| **净利润** | 408 | 571 | 802 | 1024 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属于母公司净利润** | **408** | **571** | **802** | **1024** |

| 现金流量表（百万元） | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **(132)** | **(24)** | **37** | **(8)** |
| 净利润 | 408 | 571 | 802 | 1024 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 15 | 35 | 36 | 39 |
| 公允价值变动 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 营运资金变动 | (554) | (630) | (800) | (1070) |
| **投资活动现金流** | **(727)** | **(28)** | **(58)** | **(37)** |
| 资本支出 | (46) | (4) | (54) | (38) |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | **1221** | **(114)** | **(160)** | **(205)** |
| 债务融资 | 1415 | 0 | 0 | 0 |
| 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它 | (19) | 0 | 0 | 0 |
| **现金净增加额** | **363** | **(166)** | **(181)** | **(249)** |

## 【分析师承诺】

xxx，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

# 机构销售部人员联系方式

**北京区：**北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

| 姓　名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 林　莉 | 010-88576898-836 | 13824397011 | linl@ghzq.com.cn |
| 张志鹏 | 010-88576898-832 | 13552580746 | zhangzhipeng@ruc.edu.cn |
| 刘盛宇 | 010-88576898-832 | 13581912759 | liushengyu1@163.com |

**上海区：**上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

| 姓　名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 郭　强 | 021-20281098 | 13381965719 | guoq01@ghzq.com.cn |
| 陈　蓉 | 021-20281099 | 13801605631 | chenr@ghzq.com.cn |
| 曹　莹 | 021-20281095 | 15013819353 | caoy01@ghzq.com.cn |
| 胡　超 | 021-20281096 | 13761102952 | huc@ghzq.com.cn |
| 颜　彦 | 0771- 5536202 | 15978141626 | yany@ghzq.com.cn |

**广深区：**深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

| 姓　名 | 固话 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 徐伟平 | 0755-83705955 | 15012898363 | xuwp@ghzq.com.cn |
| 张亦潇 | 0755-83702462 | 13725559855 | zhangyx01@ghzq.com.cn |
| 程一天 | 0755-83702072 | 13684915160 | chengyt@ghzq.com.cn |
| 王　帆 | 0755-83025049 | 13509639899 | wangf01@ghzq.com.cn |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 张宇松 | 0755-83700919 | 13530666614 | zhangys01@ghzq.com.cn |