

## 兆驰股份 (002429.SZ) 视听器材行业

评级: 买入 维持评级

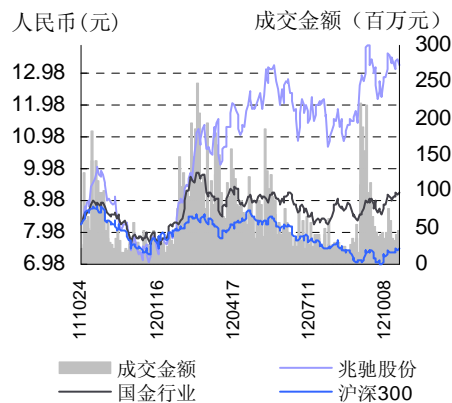
业绩点评

市价(人民币): 13.29元  
目标(人民币): 15.80-16.98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)	238.07
总市值(百万元)	94.20
年内股价最高最低(元)	13.89/7.06
沪深300指数	2341.59
中小板指数	5007.11



## 相关报告

- 《三季报预增上调,全年超50%可能性增强》, 2012.10.15
- 《直下式及LED产品放量将继续令业绩高增长》, 2012.7.31
- 《收入高增长,下半年净利率可回升》, 2012.7.18

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

## 高增长亦有高质量, 结构改善提升毛利率

## 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	0.878	1.132	1.399
每股净资产(元)	5.63	4.13	5.01	4.20	5.60
每股经营性现金流(元)	-0.35	-0.19	-0.31	0.39	0.66
市盈率(倍)	36.59	13.30	15.13	11.74	9.50
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%	52.74%	28.93%	23.58%
净资产收益率(%)	12.88%	13.93%	17.53%	26.96%	24.99%
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

## 业绩简评

- 兆驰股份 2012 年前三季度实现收入 46.0 亿元 (YoY+61.6%), 归属于上市公司股东的净利润 4.2 亿元 (YoY+56.9%), EPS0.585 元。其中第三季度实现收入 31.5 亿元 (YoY+68.1%), 归属于上市公司股东的净利润 1.87 亿元 (YoY+64%), 单季 EPS0.0.264 元。
- 公司预计 2012 年全年净利润同比增长 30%-60%。
- 公司同时发布限制性股票激励计划草案修订稿。

## 经营分析

- 收入高增速且高质量, 3Q12 毛利率同比上升 1.9 个百分点。**大尺寸直下式 LED 产能的释放, 不仅使 3Q12 收入同比增长 68%, 同时毛利率也同比上升 1.9 个百分点 (图表 1、2)。尽管液晶面板价格有所上升, 但 32 寸及以上产品的占比提升 (3Q12 主要是 32 寸, 同时也有部分 39、42 和 46 寸产品), 带动了毛利率的提高。
- 规模效应显现, 期间费用率环比下降。**相比上半年, 由于光明工厂产能在 3Q12 充分释放, 公司管理费用率环比下降 0.3 个百分点、销售费用率持平。前三季度净利率同比下降 0.3 个百分点的主要原因是第三季度计提了较多坏账准备和存货跌价准备, 以及所得税率有所增加 (图表 3、4)。
- 经营性现金流量净额明显改善, 由去年的-2.2 亿上升至 2.8 亿元。**应收票据背书给供应商, 从而较期初下降 38%, 说明公司对上游话语权增强。收入快速增长使应收账款较期初增长 54%, 处于合理范围内。存货维持正常水平。(图表 5、6)
- 32 寸以上电视占比上升, 增强全年净利增速超 50% 的确定性。**近期 32 寸面板供应紧张而涨价, 对公司业绩有负面影响。但越大尺寸的电视 (50 寸电视 10 月开始产出), 其毛利率越高, 随着 32 寸以上占比提升, 有利于公司业绩增长。
- 限制性股票激励计划草案修订稿并无大变化。**增加了对净资产收益率指标的考核 (2013-2015 年不低于 11%、12%、13%), 另外由于员工个人原因, 激励股数减少了 23 万股。方案有利于留住人才、提升员工满意度, 且方案对净利润影响不足 1%。我们认为方案中较低的净利润考核目标不能作为公司增长预期的参考。

### 盈利调整

- 公司增长势头劲猛，我们上调盈利预测约 3%：预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 67.4、88.5、111.6 亿元，增速为 50.8%、31.2%、26.1%；EPS 为 0.878、1.132、1.399 元，净利润增速为 52.7%、28.9%、23.6%。

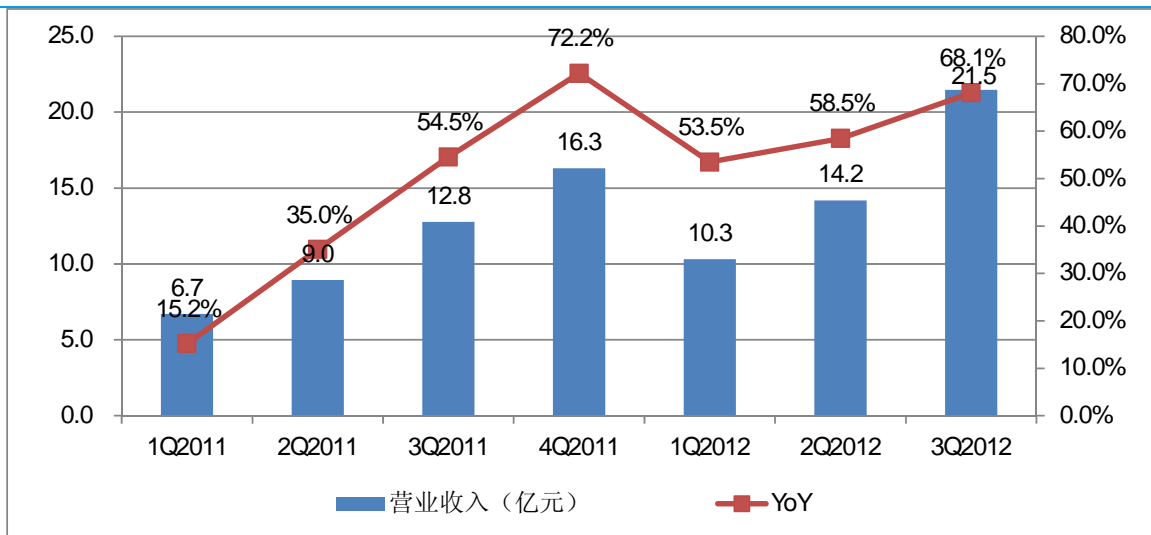
### 投资建议

- 公司全年业绩超 50%增长，且还有超预期可能。直下式 LED 产能充分释放以及 LED 灯珠和灯具明年对外销售有望大幅增长的情况下，明年业绩仍可保持约 30%的增速。现价对应 15.1X12PE/11.7XPE，3-12 个月合理估值为 18X12PE-15X13PE 即 15.80-16.98 元，尚有 18-28%空间，维持“买入”评级。

### 风险提示

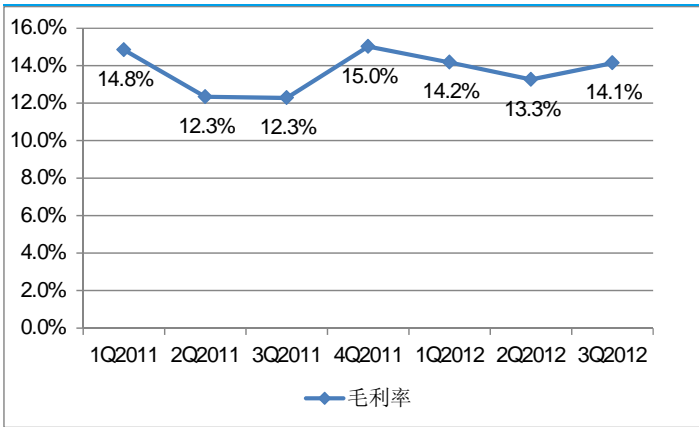
- 面板供应不顺畅，影响公司正常生产进度。
- 面板价格上涨降低公司盈利能力。

图表1：公司单季收入及增速



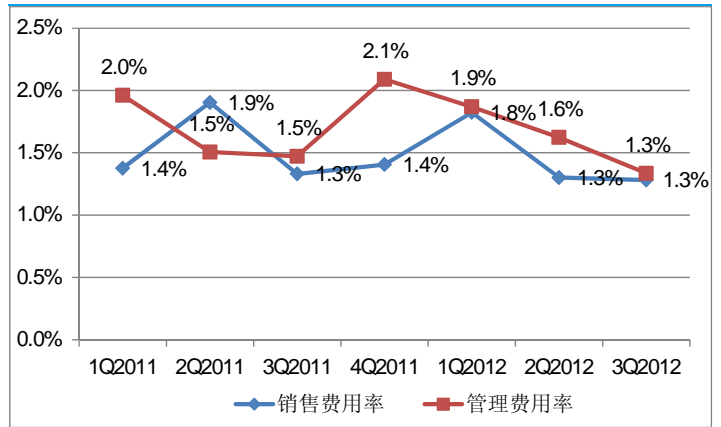
来源：公司财报，国金证券研究所

图表2: 3Q12 毛利率回升



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表3: 期间费用率下降

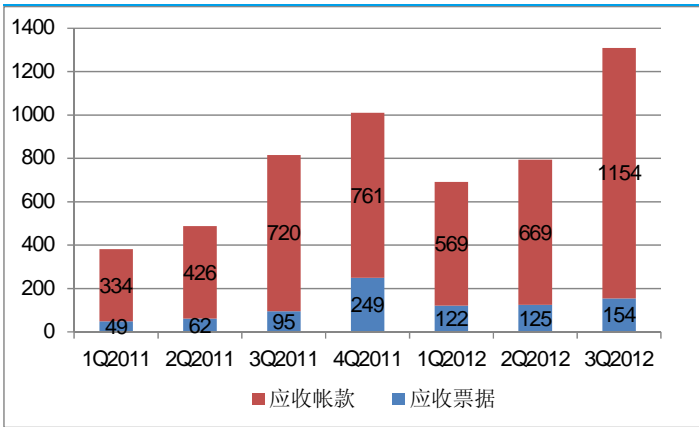


图表4: 利润表分拆及点评

(百万元)		1H11	3Q11	1-3Q11	1H12	3Q12	1-3Q12	3Q12	1-3Q12	点评
								同比	同比	
单季收入及增速	营业收入	1567	1277	2844	2449	2147	4596	68.1%	61.6%	光明工厂产能充分释放
	收入YoY		54.5%	37.2%	56.3%	68.1%	61.6%			
利润表结构百分比	毛利率	13.4%	12.3%	12.9%	13.6%	14.1%	13.9%	1.9	1.0	大尺寸LED提升毛利率
	-销售费用率	1.7%	1.3%	1.5%	1.5%	1.3%	1.4%	-0.0	-0.1	规模效应
	毛利率-费用率	11.7%	10.9%	11.4%	12.1%	12.9%	12.5%	1.9	1.1	
	-管理费用率	1.7%	1.5%	1.6%	1.7%	1.3%	1.5%	-0.1	-0.1	规模效应
	-财务费用率	-0.9%	-0.7%	-0.8%	-1.1%	-0.4%	-0.8%	0.3	-0.0	
	-资产减值损失	-0.2%	0.3%	0.0%	0.2%	1.5%	0.8%	1.2	0.8	坏账和存货跌价准备上升
	公允价值变动收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
	+投资收益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0	
	+营业外收支	0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.0%	0.1%	-0.2	-0.2	政府补助减少
	=利润总额	11.3%	10.0%	10.7%	11.0%	10.4%	10.7%	0.4	0.0	
	-所得税费用	14.6%	10.8%	13.0%	15.4%	16.0%	15.7%	5.2	2.6	
-少数股东损益	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0	0.0		
归属于母公司所有者净利润率	9.6%	8.9%	9.3%	9.3%	8.7%	9.0%	-0.2	-0.3	计提了较多坏账和存货跌价, 所得税有所增加	
单季净利润及增速	净利润(百万元)	150.8	113.6	264.4	227.9	187	415	64.5%	56.9%	
	净利润YoY		17%	7%	51.2%	64%	57%			

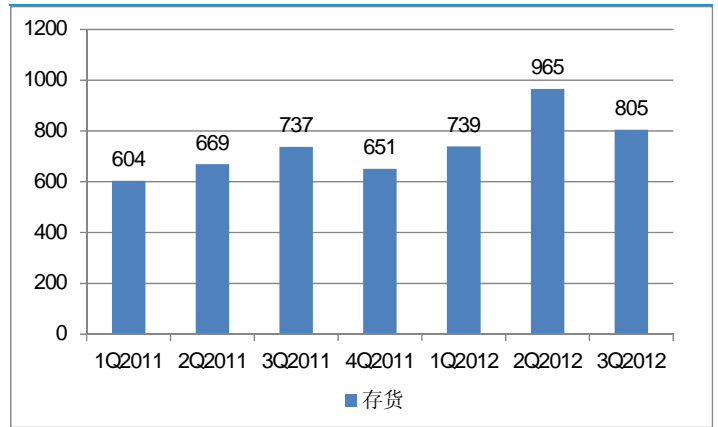
来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表5: 应收占款及应收票据 (百万元)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表6: 存货处于正常水平



图表7: 三张报表及摘要

损益表 (人民币百万元)

	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>6,744</b>	<b>8,847</b>	<b>11,158</b>
增长率		6.2%	48.2%	50.8%	31.2%	26.1%
主营业务成本	-2,480	-2,531	-3,862	-5,817	-7,620	-9,629
<b>% 销售收入</b>	<b>87.3%</b>	<b>83.8%</b>	<b>86.3%</b>	<b>86.2%</b>	<b>86.1%</b>	<b>86.3%</b>
毛利	362	488	612	927	1,227	1,529
% 销售收入	12.7%	16.2%	13.7%	13.8%	13.9%	13.7%
营业税金及附加	-3	-1	-5	-7	-9	-11
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-48	-44	-66	-108	-142	-179
% 销售收入	1.7%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-30	-41	-79	-118	-150	-190
% 销售收入	1.0%	1.4%	1.8%	1.8%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	281	401	461	695	926	1,150
% 销售收入	9.9%	13.3%	10.3%	10.3%	10.5%	10.3%
财务费用	-5	10	22	47	27	28
% 销售收入	0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-3	-15	-21	-11	-12	-13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	13	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	273	396	473	731	941	1,165
营业利润率	9.6%	13.1%	10.6%	10.8%	10.6%	10.4%
营业外收支	4	5	11	10	10	10
税前利润	277	401	484	741	951	1,175
利润率	9.7%	13.3%	10.8%	11.0%	10.7%	10.5%
所得税	-27	-58	-77	-119	-148	-183
所得税率	9.8%	14.5%	15.9%	16.0%	15.6%	15.6%
净利润	250	343	408	623	803	992
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>250</b>	<b>343</b>	<b>408</b>	<b>623</b>	<b>803</b>	<b>992</b>
净利率	8.8%	11.4%	9.1%	9.2%	9.1%	8.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	250	343	408	623	803	992
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	28	37	32	37	51
非经营收益	0	-12	-35	50	43	66
营运资金变动	-69	-526	-569	-925	-609	-641
<b>经营活动现金净流</b>	<b>192</b>	<b>-167</b>	<b>-159</b>	<b>-221</b>	<b>273</b>	<b>468</b>
资本开支	-23	-15	-208	-258	-260	-260
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-163	-1,239	-518	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-186</b>	<b>-1,254</b>	<b>-727</b>	<b>-258</b>	<b>-260</b>	<b>-260</b>
股权募资	0	1,680	0	0	0	0
债权募资	42	-141	1,416	106	640	467
其他	-48	-61	-186	-47	-53	-76
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-6</b>	<b>1,478</b>	<b>1,231</b>	<b>59</b>	<b>587</b>	<b>392</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1</b>	<b>57</b>	<b>345</b>	<b>-419</b>	<b>600</b>	<b>600</b>

来源: 公司财报, 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	533	1,842	2,419	2,000	2,600	3,200
应收款项	230	467	1,039	1,731	2,211	2,713
存货	364	575	632	850	1,114	1,407
其他流动资产	14	86	631	841	981	1,131
流动资产	1,142	2,970	4,721	5,422	6,906	8,452
% 总资产	87.1%	94.4%	92.4%	89.5%	88.7%	88.3%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	113	115	177	410	639	855
% 总资产	8.6%	3.7%	3.5%	6.8%	8.2%	8.9%
无形资产	52	50	195	209	225	240
非流动资产	169	175	387	634	884	1,121
% 总资产	12.9%	5.6%	7.6%	10.5%	11.3%	11.7%
<b>资产总计</b>	<b>1,311</b>	<b>3,145</b>	<b>5,108</b>	<b>6,056</b>	<b>7,790</b>	<b>9,572</b>
短期借款	141	0	1,415	1,522	2,161	2,628
应付款项	501	454	698	873	1,144	1,445
其他流动负债	-16	0	13	45	61	78
流动负债	626	454	2,127	2,439	3,365	4,150
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	29	56	66	71	76
<b>负债</b>	<b>626</b>	<b>483</b>	<b>2,182</b>	<b>2,505</b>	<b>3,436</b>	<b>4,227</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>685</b>	<b>2,662</b>	<b>2,926</b>	<b>3,551</b>	<b>2,978</b>	<b>3,969</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,311</b>	<b>3,145</b>	<b>5,108</b>	<b>6,056</b>	<b>7,790</b>	<b>9,572</b>

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013	2014
<b>每股指标</b>						
每股收益	#REF!	0.726	0.575	0.878	1.132	1.399
每股净资产	1.644	5.634	4.127	5.009	4.201	5.600
每股经营现金净流	0.462	-0.348	-0.186	-0.311	0.386	0.661
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	36.46%	12.88%	13.93%	17.53%	26.96%	24.99%
总资产收益率	19.04%	10.91%	7.98%	10.28%	12.51%	12.10%
投入资本收益率	30.68%	12.88%	8.87%	11.42%	15.08%	14.60%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	53.47%	6.21%	48.20%	50.76%	31.19%	26.11%
EBIT增长率	116.79%	42.89%	14.83%	50.76%	33.33%	24.13%
净利润增长率	154.65%	37.44%	18.83%	52.74%	28.93%	23.58%
总资产增长率	46.18%	139.91%	62.42%	#DIV/0!	28.63%	22.88%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	21.9	39.1	48.1	55.0	52.5	50.0
存货周转天数	44.5	69.1	58.6	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	10.5	9.2	16.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-57.25%	-69.18%	-34.34%	-13.48%	-14.73%	-14.39%
EBIT利息保障倍数	55.8	-40.0	-21.3	-14.7	-34.6	-40.6
资产负债率	47.77%	15.35%	42.73%	41.37%	53.58%	51.57%

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	1	3	4	14	20
增持	0	3	4	7	9
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.47	1.43	1.40

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
5 2012-07-02	买入	11.74	15.42 ~ 16.37
6 2012-07-18	买入	12.02	15.42 ~ 16.37
7 2012-07-31	买入	10.69	15.42 ~ 16.37
8 2012-10-15	买入	13.53	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“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