

兆驰股份 (002429.SZ)

视听器材行业

评级: 买入 维持评级

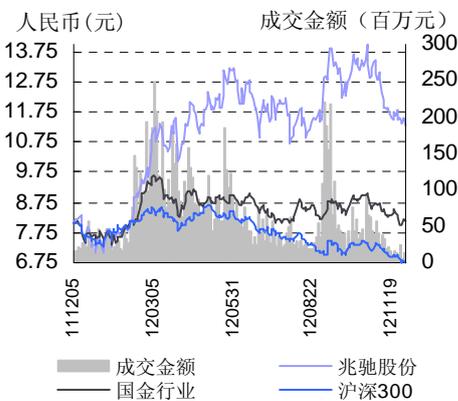
公司研究简报

市价(人民币): 11.70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)	80.10
年内股价最高最低(元)	14.00/7.06
沪深300指数	2131.47
中小板指数	4121.19



相关报告

- 《高增长亦有高质量,结构改善提升毛利率》, 2012.10.23
- 《三季报预增上调,全年超50%可能性增强》, 2012.10.15

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

面板供应已解决, 1Q13 或有高增长

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	0.867	1.132	1.399
每股净资产(元)	5.63	4.13	5.00	4.20	5.60
每股经营性现金流(元)	-0.35	-0.19	0.23	0.49	0.81
市盈率(倍)	36.59	13.30	13.50	10.33	8.36
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%	50.71%	30.63%	23.56%
净资产收益率(%)	12.88%	13.93%	17.34%	26.95%	24.98%
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12月3日我们与兆驰股份总经理及董秘就近期经营情况以及明年规划进行了交流。

- **12月面板供应已恢复正常, 公司开始布局明年的面板采购。**10月面板紧张影响公司销售收入, 11月与京东方签订采购大单, 12月供应已恢复正常。公司开始为明年布局, 明年大量出货的39寸将由台企供应。公司判断明年一季度需求淡季时是采购面板的最佳时机。面板供应缓解有利于公司收入增速恢复, 全年收入增速或接近50%, 主要看12月生产情况。
- **明年重点大尺寸, 第二代DLED提升产品优势。**公司将通过工厂的调整提升明年的产能, 39寸及更大尺寸的销量将明显增加。第二代DLED年底出样机, 明年出货, 成本比第一代低, 产品优势进一步增加。明年单月最高产能可达80万台, 最大产值可达10亿元。另外公司考虑在泰国或欧洲设厂以降低出口欧盟的关税。预计明年一季报、半年报或有高速增长。
- **公司未来对手是台湾加工企业, 其成本控制力不如兆驰。**台企以OEM为主, 不做品牌、不做背光、不做板材, 单赚加工费。兆驰是ODM, 优势在创新, 通过设计降低成本, 并向上游延伸, 降低每一个环节的成本, 因此公司降成本的空间大于台企, 这是公司盈利能力高于对手的根本原因, 也是公司争夺份额的有力武器。

盈利预测及投资建议

- 考虑到四季度受面板供应紧张的影响, 我们下调2012年收入1.6%, 下调EPS1.3%, 维持2013、2014年预测不变: 预计2012-2014年公司营业收入分别为66.3、88.5、111.6亿元, 增速为48.3%、33.4%、26.1%; EPS为0.867、1.132、1.399元, 净利润增速为50.7%、30.6%、23.6%。
- 面板紧张对公司的影响在11月已减弱, 12月已解决供应, 前期股价已反应市场悲观预期; 公司即将推出的第二代DLED使产品优势进一步提升, 从已有意向的订单来看, 1Q13有望大幅增长。现价对应13.5X12PE/10.3X13PE, 3-12个月合理估值为18X12PE-15X13PE即15.80-16.98元, 维持“买入”评级。

风险

- 公司松岗工厂的2条生产线在整改, 或影响12月收入。
- 如新品市场反应一般, 或影响明年增长。

内容目录

12月面板供应已恢复正常，现已布局明年的面板采购	3
明年重点大尺寸，第二代 DLED 提升产品优势	3
公司未来对手是台湾加工企业，其成本控制力不如兆驰	4
盈利预测及投资建议	4
风险	5
附录：三张报表预测摘要	5

图表目录

图表 1：4Q12 下调收入后，全年业绩增速仍近 50%	3
图表 2：今年上半年 DLED 未量产，低基数下 1Q13、2Q13 收入有望实现高增长	4

12月面板供应已恢复正常，现已布局明年的面板采购

- 今年上半年公司囤了一些面板，但到10月已经不足，加之10月工作日少一周，因此10月销售额不如9月。面板价格上涨，公司产品价格也有所上调，32寸涨价约20元，消除约60%的面板涨价影响。
- 11月已与京东方签订面板采购大单，预计40万片左右，但由于供应需要时间，因此11月销售还是受一定面板紧缺的影响，但环比已有改善。12月公司面板需求基本可以消除，1Q13的面板供应或进一步缓解。
- 松岗目前有2条生产线在改造成一体机生产线，前期已改好2条。12月光明工厂大尺寸DLED订单超20万台，但正常产能不到19万台，公司正通过优化生产时间安排，努力追赶进度。
- 公司近期已与台湾友达、奇美接洽，布局明年大尺寸的供应。奇美、友达将供应公司39寸。39寸是公司目前除32寸外销量最好的大尺寸LED，预计三季度销量近20万台。
- 公司对明年面板价格判断：台湾面板厂对2013年上半年需求偏悲观，下半年需求较乐观。公司认为明年一季度是拿屏的好时机。

国金点评：近2个月的面板供应紧张，影响10月销售额，11月小幅缓解，股价已经体现。京东方32寸的供货12月到位，只要4Q12环比持平，即可实现全年收入50%的增长。单季度来看，4Q12虽增速环比下降，但由于46、50寸出货，可提升净利率。

图表1: 4Q12 下调收入后，全年业绩增速仍近50%

4Q12E						
收入 (亿元)	收入 YoY	净利润 (亿元)	净利率	净利润 YoY	EPS	全年占比
20.37	25%	2.00	9.8%	39%	0.282	32%
2012E						
收入 (亿元)	收入 YoY	净利润 (亿元)	净利率	净利润 YoY	EPS	全年占比
66.33	48%	6.14	9.3%	51%	0.867	100%

来源：公司财报，国金证券研究所

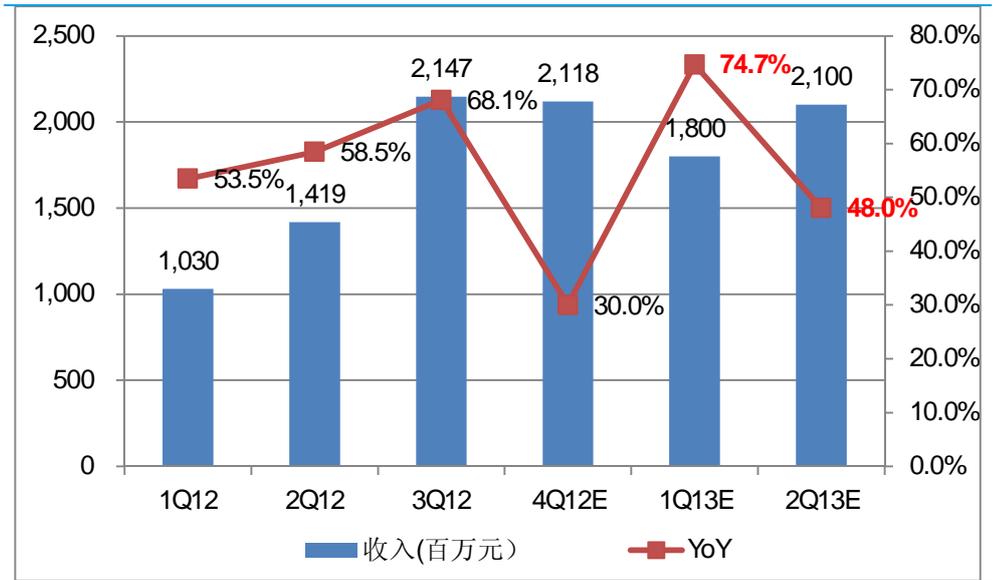
明年重点大尺寸，第二代DLED提升产品优势

- 公司通过产线的调整可提升产能，根据我们测算：2013年单月最高产能可达80万台，9、10月产值高峰可超10亿元。公司目前主要生产32、39尺寸的DLED。46、50寸也已各出货近2万台。未来将增加28、55、58等尺寸。工厂、仓库调整，配合大尺寸产能提升需求。公司在松岗租了仓库，可满足松岗产能需求。明年光明或主做37寸及更大尺寸，松岗主做29、32寸。
- 公司现在已与客户就明年上半年采购达成意向协议。从可见订单来看，大尺寸需求较大，5.1前个别单一客户的46、50寸订单就可达10万台。海外亦或有新的电器超市客户将采购大尺寸DLED，购买公司的产品可能性大。
- 第二代直下式LED电视年底样机出来，明年出货。成本比第一代低：厚度减少；灯珠3*8，省9颗；33个透镜省了3元/台。节能补贴：能效分三种，能效系数大于1.9的电视，公司可加价20元，但成本增加不多，实现共赢。提高能效需使用高亮灯珠，膜片用复合膜。另外公司也在研发第三代DLED，成本更低，但外观不会有太大变化。
- 欧盟进口中国产品关税较高达14%，但进口印度的关税是5%。公司考虑在印度和欧盟建厂，以提高产品价格竞争力。

- 近期公司研发工程师经常加班，为了赶明年新品。
- 其他产品近期有意向签下大订单：印度谈了 100 万台付费机顶盒（相当于 11 年全年销量的 1/6），这个月出货 5 万台，单价为 240 元（相当于 11 年均价的 2 倍）。和沃尔玛谈了 300 万台的 DVD，单价 100 多元。PAD 将做 3 个尺寸：7、9.7、10.1 寸，这个月 15 号试产，单价 60 美金，客户是海外超市。
- LED 产品全年收入预计在 2.5 亿左右。

国金点评：第二代 DLED 的推出进一步提升公司产品竞争力。今年上半年 DLED 尚未投产使基数较低，明年上半年随着 46、50 等产品占比提升，预计公司明年一季报及半年报有望实现高增长。

图表2：今年上半年 DLED 未量产，低基数下 1Q13、2Q13 收入有望实现高增长



来源：公司公告，国金证券研究所

公司未来对手是台湾加工企业，其成本控制力不如兆驰

- 台企以 OEM 为主，赚的是加工费，优势是生产管理，但人力成本的上涨对 OEM 企业不利。冠捷和纬创买 CVT 的主版，灯珠也是外购。说明其产品创新能力差，成本也高。台企不做品牌、不做背光、不做板材，单赚加工费。
- 兆驰的优势在创新，是 ODM 企业。通过设计降低成本，并向上游延伸，降低每一个环节的成本，因此公司降成本的空间大于台企，这是公司盈利能力高于对手的根本原因。

国金点评：兆驰规模快速提升，未来将与台企抢夺订单。ODM 和 OEM 模式的差别使公司竞争力优于对手。

盈利预测及投资建议

- 考虑到四季度受面板供应紧张的影响，我们将 2012 年收入下调 1.6%，EPS 下调 1.3%，维持 2013、2014 年预测不变：预计 2012-2014 年公司营业收入分别为 66.3、88.5、111.6 亿元，增速为 48.3%、33.4%、26.1%；EPS 为 0.867、1.132、1.399 元，净利润增速为 50.7%、30.6%、23.6%。

- 面板紧张对公司的影响在 11 月已减弱, 12 月已解决供应, 前期股价已反应市场悲观预期; 公司即将推出的第二代 DLED 使产品优势进一步提升, 从已有意向的订单来看, 1Q13 有望大幅增长。现价对应 13.5X12PE/10.3X13PE, 3-12 个月合理估值为 18X12PE-15X13PE 即 15.80-16.98 元, 维持“买入”评级。

风险

- 公司松岗工厂的 2 条生产线在整改, 或影响 12 月收入。
- 新品如市场反应一般, 或影响明年增长。

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	6,633	8,847	11,158	货币资金	533	1,842	2,419	2,000	2,600	3,200
增长率		6.2%	48.2%	48.3%	33.4%	26.1%	应收款项	230	467	1,039	1,437	1,857	2,267
主营业务成本	-2,480	-2,531	-3,862	-5,707	-7,601	-9,622	存货	364	575	632	826	1,100	1,392
%销售收入	87.3%	83.8%	86.3%	86.0%	85.9%	86.2%	其他流动资产	14	86	631	835	980	1,131
毛利	362	488	612	926	1,247	1,537	流动资产	1,142	2,970	4,721	5,098	6,537	7,990
%销售收入	12.7%	16.2%	13.7%	14.0%	14.1%	13.8%	%总资产	87.1%	94.4%	92.4%	90.5%	88.1%	87.7%
营业税金及附加	-3	-1	-5	-17	-22	-28	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	113	115	177	309	637	851
营业费用	-48	-44	-66	-103	-150	-184	%总资产	8.6%	3.7%	3.5%	5.5%	8.6%	9.3%
%销售收入	1.7%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%	1.7%	无形资产	52	50	195	209	225	240
管理费用	-30	-41	-79	-113	-155	-184	非流动资产	169	175	387	533	882	1,116
%销售收入	1.0%	1.4%	1.8%	1.7%	1.8%	1.7%	%总资产	12.9%	5.6%	7.6%	9.5%	11.9%	12.3%
息税前利润 (EBIT)	281	401	461	694	919	1,141	资产总计	1,311	3,145	5,108	5,631	7,418	9,106
%销售收入	9.9%	13.3%	10.3%	10.5%	10.4%	10.2%	短期借款	141	0	1,415	1,041	1,693	2,034
财务费用	-5	10	22	47	44	45	应付款项	501	454	698	971	1,293	1,636
%销售收入	0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.7%	-0.5%	-0.4%	其他流动负债	-16	0	13	11	16	22
资产减值损失	-3	-15	-21	-19	-16	-16	流动负债	626	454	2,127	2,022	3,002	3,692
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	1	其他长期负债	0	29	56	66	71	76
%税前利润	0.0%	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.1%	负债	626	483	2,182	2,088	3,073	3,769
营业利润	273	396	473	722	947	1,170	普通股股东权益	685	2,662	2,926	3,542	2,977	3,969
营业利润率	9.6%	13.1%	10.6%	10.9%	10.7%	10.5%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	5	11	9	8	10	负债股东权益合计	1,311	3,145	5,108	5,631	7,418	9,106
税前利润	277	401	484	731	955	1,180	比率分析						
利润率	9.7%	13.3%	10.8%	11.0%	10.8%	10.6%		2009	2010	2011	2012E	2013	2014
所得税	-27	-58	-77	-117	-153	-189	每股指标						
所得税率	9.8%	14.5%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	#REF!	0.726	0.575	0.867	1.132	1.399
净利润	250	343	408	614	802	992	每股净资产	1.644	5.634	4.127	4.998	4.200	5.599
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	0.227	0.488	0.813
归属于母公司的净利润	250	343	408	614	802	992	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%	9.3%	9.1%	8.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	36.46%	12.88%	13.93%	17.34%	26.95%	24.98%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	19.04%	10.91%	7.98%	10.91%	13.26%	12.81%
净利润	250	343	408	614	802	992	投入资本收益率	30.68%	12.88%	8.87%	12.61%	16.38%	15.83%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	12	28	37	41	42	57	主营业务收入增长率	53.47%	6.21%	48.20%	48.27%	33.39%	26.12%
非经营收益	0	-12	-35	51	28	48	EBIT增长率	116.79%	42.89%	14.83%	50.55%	32.50%	24.09%
营运资金变动	-69	-526	-569	-545	-527	-520	净利润增长率	154.65%	37.44%	18.83%	50.71%	30.63%	23.56%
经营活动现金净流	192	-167	-159	161	346	576	总资产增长率	46.18%	139.91%	62.42%	#DIV/0!	31.74%	22.75%
资本开支	-23	-15	-208	-159	-362	-260	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	21.9	39.1	48.1	55.0	52.5	50.0
其他	-163	-1,239	-518	0	0	1	存货周转天数	44.5	69.1	58.6	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-186	-1,254	-727	-159	-362	-259	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	10.6	9.1	15.9
债权募资	42	-141	1,416	-375	652	342	偿债能力						
其他	-48	-61	-186	-47	-36	-59	净负债/股东权益	-57.25%	-69.18%	-34.34%	-27.08%	-30.46%	-29.35%
筹资活动现金净流	-6	1,478	1,231	-422	616	283	EBIT利息保障倍数	55.8	-40.0	-21.3	-14.7	-21.1	-25.5
现金净流量	1	57	345	-419	600	600	资产负债率	47.77%	15.35%	42.73%	37.09%	50.79%	48.71%

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	1	11	12	27
增持	0	0	4	6	11
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.25	1.29	1.32

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 2012-04-17	增持	12.00	15.42 ~ 16.37
2 2012-04-18	增持	11.99	15.42 ~ 16.37
3 2012-05-16	增持	12.18	15.42 ~ 13.67
4 2012-07-02	买入	11.74	15.42 ~ 16.37
5 2012-07-18	买入	12.02	15.42 ~ 16.37
6 2012-07-31	买入	10.69	15.42 ~ 16.37
7 2012-10-15	买入	13.53	15.42 ~ 16.37
8 2012-10-23	买入	13.50	15.80 ~ 16.98

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