

UBS Investment Research

兆驰股份

继续受益电视外包趋势，LED有望成为新亮点

■ 产业链分工细化和新进入者众多，加快电视生产外包步伐

2012年全球液晶电视销量2.3亿台，预计未来几年将保持约8%的稳步增长。目前电视生产外包比例约40%，由于激烈竞争要求产业链分工细化，且智能电视的广阔前景吸引了众多IT和新媒体企业的进入，我们预计外包趋势将更加明显。

■ 成本控制、标准化部件生产和快速跟进能力是核心优势

兆驰对电视新技术和新产品保持密切跟踪，一旦出现需求放量则快速跟进。公司成本控制能力强，标准化生产程度高，周转速度快，可快速提供性价比高的产品，获得代工订单。公司电视订单量从2008年的40万台上升至2012年的约550万台，我们预计未来几年仍有望保持20%左右的快速增长。

■ LED背光和LED照明有望成为新的增长点

液晶电视LED背光化已接近完成，未来LED背光外包料将逐步增加，进一步细化电视产业链。同时随着LED芯片价格快速下滑，LED照明需求开始启动，未来有望成长为继LED背光后的庞大市场。兆驰2012年LED业务实现收入2.2亿元，相对LED同行，公司在背光产能消化、客户和渠道共享及产品价格上有优势，我们预计今年收入将达8.5亿元，未来有望成为新的增长点。

■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价12元

我们预计公司2013-2015年EPS分别为0.59/0.79/0.98元，基于瑞银VCAM贴现现金流模型，在WACC假设为9.7%的情况下，推导出目标价12.00元，对应2013/14/15年PE分别为20/15/12倍，给予“买入”的投资评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	4,473	6,457	7,306	9,027	11,195
息税前利润 (UBS)	461	665	710	890	1,166
净利润 (UBS)	408	536	634	848	1,052
每股收益 (UBS, Rmb)	0.38	0.50	0.59	0.79	0.98
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.13	0.13	0.18	0.24	0.30

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	10.2	10.3	9.7	9.9	10.4
ROIC (EBIT) %	-	30.5	26.2	28.2	32.8
EV/EBITDA (core) x	-	9.8	12.8	10.3	7.8
市盈率 (UBS) (x)	-	15.3	16.3	12.2	9.8
净股息收益率 (%)	-	1.7	1.8	2.5	3.1

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年08月16日19时33分的股价 (Rmb9.67) 得出。

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

全球证券研究报告

中国

家具及电器业

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb12.00/US\$1.96

股价

Rmb9.67/US\$1.58

路透代码: 002429.SZ 彭博代码002429 CH

2013年8月19日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb11.05-7.33/US\$1.81-1.16

市值 Rmb10.3十亿/US\$1.69十亿

已发行股本 1,068百万 (ORDA)

流通股比例 24%

日均成交量 (千股) 12,261

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb117.4

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb3.83十亿

市净率 (UBS) 2.7x

净现金 (债务) Rmb0.86十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +24.1%

预测股息收益率 1.8%

预测股票回报率 +25.9%

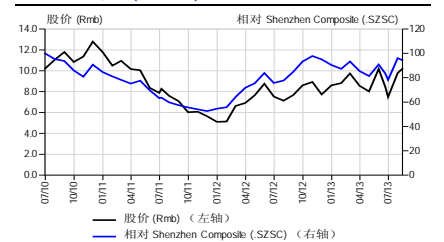
市场回报率假设 8.5%

预测超额回报率 +17.4%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E		12/12	12/12
	从	到市场预测		
Q1	-	0.14	-	0.10
Q2	-	0.09	-	0.12
Q3E	-	0.24	-	0.18
Q4E	-	0.12	-	0.11
12/13E	-	0.59	-	-
12/14E	-	0.79	-	-

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

目录	页
投资主题	3
— 关键催化剂.....	3
— 风险	4
— 估值和推导我们目标价的基础.....	4
— 乐观/悲观情景分析.....	6
— 瑞银预期对比市场一致预期	6
— 敏感性分析.....	7
风险分析	7
竞争分析	8
— 行业吸引力评估	9
— 竞争优势	14
— 管理层策略.....	16
LED 业务有望成为新的亮点	18
— LED背光外包开始启动，LED照明需求将快速释放.....	18
— LED业务开始贡献兆驰收入，未来有望成为主要增长点	19
— 兆驰LED业务有规模、客户和渠道优势.....	21
财务状况	22
— 分业务收入和毛利率预测	22
— 主要财务指标预测.....	23
公司背景	24

廖欣宇
分析师
S1460512120001
xinyu.liao@ubssecurities.com
+86-213-866 8907

投资主题

我们首次覆盖兆驰股份，给予“买入”评级，在充分考虑了公司电视代工销量增速以及盈利能力的下行风险后，预测公司2013-2015年EPS分别为0.59/0.79/0.98元，目标价12.00元。主要原因是：1) 全球电视行业高速增长，外包渐成主流趋势；2) 公司成本控制能力强，对新产品新技术反应迅速，在经营上具备分享行业增长的能力；3) LED业务今年开始发力，未来有望成为新的利润增长点。

■ 全球电视行业稳步增长，生产外包已成趋势

近年来，全球电视行业的产值稳步增长，主要的驱动因素是电视显示技术革新所带来的产品发生革命性的变化，纯平且纤薄的液晶电视快速替代CRT电视成为电视需求的主流。电视行业也越来越趋近于消费电子行业，消费电子行业普遍出现的生产外包也在电视行业涌现，已经成为未来的发展趋势。2012年全球液晶电视销量2.3亿台，预计未来将维持约8%左右的稳步增长。目前电视生产外包比例约40%，由于竞争激烈带来产业链分工细化，及未来新的竞争者如IT企业或新媒体公司进入电视行业，电视外包趋势预计将更加明显。

■ 公司成本控制能力强，对新产品反应迅速，有望分享行业高增长

公司对相关领域的新技术和新产品保持密切跟踪，一旦出现需求放量则快速跟进，且成本控制能力强，标准化制造程度高，可快速提供性价比高的产品，获得代工订单。同时积极扩建产能，提高接单能力。公司电视订单量从2008年的40万台上升至2012年的约550万台，我们预计未来几年仍有望保持20%左右的快速增长。

■ 历次转型均获成功，LED业务有望成为新的增长点

公司的LED业务包括LED背光和LED照明两个方面，液晶电视LED背光化已接近完成，未来LED背光外包料将逐步增加。由于LED芯片价格快速下滑，LED通用照明开始启动，未来有望成为一个大体量、高成长的新兴市场。公司LED业务自2010年底成立以来发展迅速，2012年营收达到2.2亿元，今年上半年有望超过去年全年水平。相对其他LED公司，兆驰在LED背光的产能消化、客户和渠道及产品价格上有优势，我们预计未来LED业务有望成为公司新的主要增长点。

关键催化剂

我们认为以下因素在未来可能成为利好公司业绩的催化剂：

- 更多的大型电视制造厂商将生产业务外包给中国代工企业，电视产业链分工更为清晰
- 国内部分企业去生产化及一些进军电视领域的互联网企业和新传媒企业所带来的机会
- LED业务未来继续保持高速增长，规模效应发挥带来毛利率提升，对公司的净利润贡献上升
- 公司抓住机会，进入到更多的新领域

风险

- 5月度中国节能家电补贴政策退出，3季度液晶电视需求受到显著影响，4季度该影响可能消退，液晶电视销量或将重归增长，引发液晶面板供需紧张，并带动面板价格出现上涨
- 企业规模逐渐变大，面板采购方式由现货变为订单以保证供应，但面板价格调整灵活度将下降，在价格下跌时受益程度降低
- LED业务规模效应较电视业务低，初期的管理费用和销售费用率可能会较高

估值和推导我们目标价的基础

我们预计公司2013-2015年EPS分别为0.59/0.79/0.98元，基于瑞银VCAM贴现现金流模型，在WACC假设为9.7%的情况下，推导出目标价12.00元，对应2013/14/15年PE分别为20/15/12倍，给予“买入”的投资评级。

表1: 兆驰股份[002429.SZ]瑞银VCAM估值表

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	710	890	1,166	1,478	1,799	1,807	1,927	2,026	2,088	2,094
折旧及摊销*	24	28	29	30	27	95	114	138	166	201
资本支出	(136)	(103)	(86)	(53)	(70)	(95)	(114)	(138)	(166)	(201)
运营资本变动	(388)	(252)	(329)	(442)	(469)	(565)	(742)	(904)	(1,104)	(1,350)
所得税(营运)	(112)	(138)	(181)	(227)	(277)	(452)	(482)	(506)	(522)	(524)
其他	(25)	(52)	(65)	(67)	(73)	(95)	(116)	(141)	(172)	(210)
自由现金流	73	373	534	718	937	695	588	475	291	11
增长		411.4%	43.1%	34.5%	30.5%	-25.8%	-15.5%	-19.2%	-38.7%	-96.2%

估值		长期假设值			加权平均资本成本		
项目	值	相对年	+10E	+15E	+25E	项目	值
明计现金流现值	3,028	销售额增长	21.0%	18.0%	13.0%	无风险利率	3.50%
期末价值(第15年)现值	7,926	息税前利润率	5.2%	3.7%	1.5%	权益风险溢价	5.0%
企业价值	10,954	资本支出/销售收入	0.5%	0.2%	0.2%	贝塔系数	1.25
占永续价值百分比	72%	投资资本回报率	17.3%	13.9%	6.7%	债务/权益比	4.6%
联营公司及其他	0	估值对应指标			边际税率	25.0%	
-少数股东权益	0	财年	2013E	2014E	1年预期	权益成本	9.7%
现金盈余**	1,417	企业价值/息税折旧摊销前利润	14.9x	11.9x	12.9x	债务成本	5.6%
-债务***	498	企业价值/息税前利润	15.4x	12.3x	13.3x	WACC	9.7%
权益价值	11,873	自由现金流收益率	0.7%	3.4%	2.4%	期末假设值	
已发行股数[m]	1,067.9	市盈率(现值)	18.7x	14.0x	15.5x	VCH(年数)	15
每股权益价值(Rmb/股)	11.10	市盈率(目标)	20.2x	15.1x	16.7x	对应的自由现金流增长	NM
权益成本	9.7%				投资资本回报率增幅	10.3%	
股息收益率	2.1%				企业价值/息税折旧摊销前利润	6.2x	
1年期目标价(Rmb/股)	12.00						

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

■ 关键假设

- 电视代工量2013/2014/2015年分别达到578万台/682万台/818万台，同比分别增长5%/18%/20%，今年较低主要受中国节能补贴政策退出和电视出口较差影响，预计明年增速将有回升。液晶电视代工毛利率预计将从去年的13.4%下降至今年的12.1%，未来几年预计将小幅稳定下滑，主要是因为公司接单客户结构今年后开始稳定，国内外的代工订单同步增长。
- LED业务今年预计实现销售收入8.5亿元，同比增长280%，主要源自去年开拓的客户订单开始放量，液晶电视背光客户如创维、TCL等给公司的订货量显著上升。LED照明由于价格大幅下降，需求开始爆发，公司开始给阳光照明等企业供货。预计未来几年仍将维持快速增长。

从可比公司估值角度看，2013/14/15年的平均动态PE水平分别为18.0/15.0/7.9倍，剔除数据偏高的深康佳后分别为13.5/11.0/7.9倍。公司目前股价相对2013/14/15年动态PE为15.6/12.1/10.2倍，高于行业平均水平，我们认为主要原因是兆驰新产品新业务不断开拓，业绩增长快于同行。

未来几年我们预计公司较快增长可望延续，估值有望持续较高。且LED业务占比提升亦有助公司估值上升。目前LED板块的平均估值约35x（相对2013年PE），远高于家电行业估值。若按今年电视代工等业务利润比重85%，LED业务利润比重15%，电视代工业务18x的估值，LED业务35x估值计算，公司今年的合理估值为21x。

表2: 兆驰股份可比公司估值表

证券代码	证券简称	当前股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
000100.SZ	TCL集团	2.25	0.22	0.29	0.33	10.2	7.8	6.8
600060.SH	海信电器	12.12	1.50	1.72	1.91	8.1	7.0	6.3
000651.SZ	格力电器	26.80	2.92	3.47	4.10	9.2	7.7	6.5
600690.SH	青岛海尔	11.92	1.41	1.62	1.84	8.5	7.4	6.5
000527.SZ	美的电器	14.02	1.35	1.60	1.86	10.4	8.8	7.5
002429.SZ	兆驰股份	9.67	0.62	0.80	0.95	15.6	12.1	10.2
000016.SZ	深康佳A	3.80	0.07	0.08		54.3	47.5	
002052.SZ	同洲电子	8.86	0.37	0.48	0.79	23.9	18.5	11.2
002519.SZ	银河电子	11.12	0.51	0.60		21.8	18.5	
	平均值					18.0	15.0	7.9

数据来源：Wind，数据截至2013年08月16日

表3:LED板块可比上市公司估值对比

代码	简称	最新价格 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB	PS
				12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E		
002005.SZ	德豪润达	9.50	114.1	0.15	0.33	0.47	0.62	65.5	29.0	20.3	15.2	2.7	4.0
002449.SZ	国星光电	7.30	32.6	0.09	0.20	0.35	0.49	79.8	35.6	20.9	15.0	1.6	3.3
002638.SZ	勤上光电	12.06	48.7	0.28	0.51	0.70	0.75	43.1	23.6	17.1	16.2	2.3	5.5
300241.SZ	瑞丰光电	12.55	29.2	0.44	0.36	0.48	0.66	28.7	35.1	26.0	18.9	5.1	4.7
300301.SZ	长方照明	10.64	29.7	0.19	0.59	0.95	1.39	56.6	18.1	11.2	7.7	4.1	4.9
300303.SZ	聚飞光电	20.70	48.5	0.70	0.60	0.83	1.11	29.6	34.2	24.9	18.6	5.7	8.0
300346.SZ	南大光电	33.91	36.3	2.15	1.00	1.31	1.66	15.8	33.9	25.8	20.4	3.3	23.0
600460.SH	士兰微	6.55	59.9	0.02	0.11	0.17	0.24	327.5	59.5	38.5	27.3	3.4	4.1
600703.SH	三安光电	19.73	304.4	0.56	0.76	0.97	1.19	35.2	25.9	20.3	16.6	4.9	8.3
	行业均值	14.77	78.1	0.51	0.50	0.69	0.90	75.7	32.8	22.8	17.3	3.7	7.3
002429.SZ	兆驰股份	10.20	108.9	0.76	0.62	0.80	0.95	13.4	16.5	12.8	10.7	3.2	1.7

数据来源: Wind, 数据截止至2013年8月16日

乐观/悲观情景分析

乐观情景

国内外电视需求快速回升, 带来液晶电视行业增长加速。同时智能电视被消费者接受, 更多内容或平台企业介入, 电视行业代工规模扩大。兆驰凭借优秀的成本控制能力获取较多订单, 液晶电视销量快速回升。

上半年成功开拓更多LED背光和LED照明客户后, 下半年LED业务的收入表现超出我们预期, 或达到公司年初制定的目标10亿元。

乐观预期下半年增速将重回35%以上, 全年收入增长达到20%以上, EPS达到0.62元, 比我们现在的预测高6%, 在PE估值不变的情况下, 对应的每股估值可达13元。

悲观情景

下半年国内需求受节能补贴政策退出影响, 电视销量下滑超预期, 且在4季度仍未能恢复。电视品牌企业和内容企业结盟, 生产外包未能释放, 影响电视行业外包规模。

LED业务在经历了初期的快速增长后, 从单个客户获取的收入碰到瓶颈, 增速显著放缓。行业景气度高导致竞争激烈, 新客户开拓困难。

悲观情景下, 公司下半年收入增长未见起色, 仍然维持在5%的较低水平, 全年收入增长亦在5%左右。则全年业绩将为0.56元, 按照相同的PE估值, 公司的每股估值降至11.8元。

瑞银预期对比市场一致预期

我们对公司2013/2014年EPS预测分别低于市场一致预期4.8%/1.3%, 2015年高于一致预期3.2%, 主要基于以下原因:

- 液晶电视代工业务今年2季度受出口下滑，出货量增速较低，导致业绩低于市场预期，将对今年业绩有一定影响。明年世界杯到来刺激需求，预计销量增速将恢复。
- 公司今年LED业务开始发力，LED背光和LED照明预计均将获得较快增长，且公司自身的电视整机业务可望消化部分产能，同时分摊成本以实现规模效应。我们看好公司LED业务的持续快速增长，预计到2015年将拉动公司的业绩超出市场预期。

表4: 瑞银预测对比市场一致预期

	2013E	2014E	2015E
市场一致预期EPS (元)	0.62	0.80	0.95
瑞银预测EPS (元)	0.59	0.79	0.98
瑞银对比市场预期	-4.8%	-1.3%	3.2%

数据来源: Wind, 瑞银证券估算

敏感性分析

我们认为公司业绩对于液晶电视销量增速和液晶电视毛利率比较敏感。我们的分析结果显示: 2013年液晶电视销售收入增速每增加10个百分点, EPS增加0.05元; LED收入增速每增加100个百分点, EPS增加0.02元。

表5: 兆驰股份2013年预测EPS敏感性分析 (元)

2013年EPS (元)	液晶电视收入增长和基准的差异 (%)				
	-10%	-5%	0%	5%	10%
-100%	0.52	0.54	0.57	0.59	0.62
-50%	0.53	0.56	0.58	0.60	0.63
0%	0.54	0.57	0.59	0.61	0.64
50%	0.55	0.58	0.60	0.62	0.65
100%	0.56	0.59	0.61	0.64	0.66

数据来源: 瑞银证券估算

风险分析

电视代工可能面临瓶颈

公司电视代工规模扩大后, 客户可能出于保持议价能力的考虑, 限制单个外包代工企业的订单, 导致兆驰电视出货量增长面临瓶颈, 且可能会压低订单价格, 导致兆驰毛利率下滑。我们认为目前兆驰在主要客户中的份额还较小, 未来3~5年仍有上升空间, 仍将维持较快的增速。

短期看, 公司2季度受出口不佳影响电视出货量出现下降, 3季度国内节能补贴政策退出, 增长仍将较低。但我们预计9月国内品牌企业将为国庆销售旺季备货, 11月国外客户为圣诞和元旦备货, 公司4季度的销量增速将有提升。

企业规模逐渐变大, 面板采购方式由现货变为订单。企业规模逐渐变大, 面板采购方式由现货变为订单以保证供应, 但面板价格调整灵活度将下降, 在价格下跌时受益程度降低。

LED 业务拓展存在不确定

由于LED在国内属新兴产业，波动性较大，容易受到诸如价格下滑过快、需求波动和技术更新以及产业政策补贴等的影响。同时国内厂商进入者众多，从而造成激烈的竞争。我们认为公司LED业务收入能否实现和保持高速增长，利润率能否提升，仍存在一定的不确定。

表6: 兆驰股份液晶电视和LED业务对比

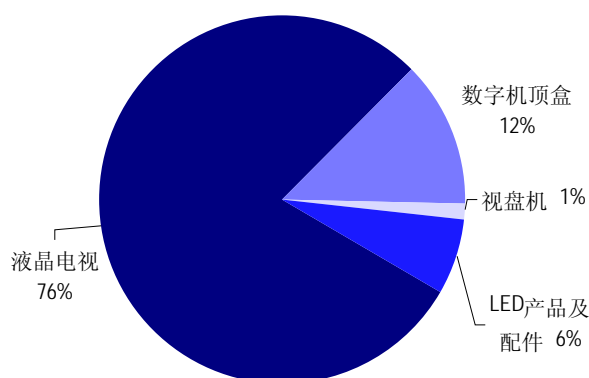
	液晶电视业务	LED业务	数字机顶盒	DVD机
单价	整机价格高，往往以千元计	产品单价低，LED灯泡单价一般在几十元左右	安卓系统等高端机顶盒价格较高，一般产品在500元以内	传统DVD机在500元左右，蓝光机会更高
规模	2012年液晶电视业务收入52亿元，占总收入的81%	2012年LED业务收入2.2亿元，占总收入的3%	2012年机顶盒业务收入7.5亿元，占总收入的12%	2012年DVD机业务收入1.4亿元，占总收入的2%
销售	产品主要销往韩日等地，少量国内厂商	目前部分内部消化部分外销，未来计划逐步加大外销比重	产品主要销往韩日等地，少量国内厂商	产品主要销往韩日等地，少量国内厂商
产能	近年来产能扩张较快，但由于品牌企业的限制，增长空间很有限	起步阶段，产能扩张迅速，并于2011年进入LED封装和应用领域	由于订单增长缓慢，一直以来产能始终没有明显变化	近年来该业务市场基本无增长，因此相应产能也没有扩张
费用率	由于业务已经趋于成熟，费用率相对稳定	业务处于扩张阶段，初期费用率相对较高	由于业务已经趋于成熟，费用率相对稳定	由于业务已经趋于成熟，费用率相对稳定
毛利率	毛利率维持在10%-15%之间，波动不大	毛利率上升较快，2012年达12%	毛利率在公司产品中相对较高，保持在20%以上	毛利率维持在10%左右，对综合毛利率影响很小

数据来源：公司公告，瑞银证券整理

竞争分析

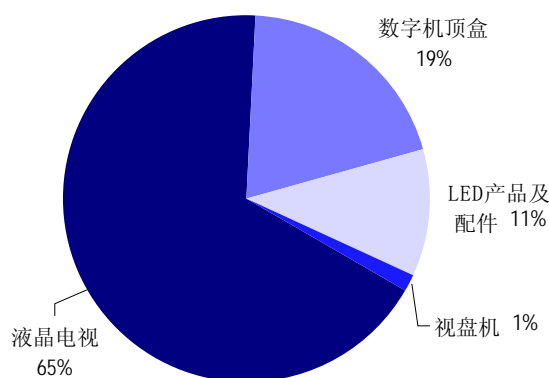
兆驰股份是一家消费电子代工企业，主营液晶电视、数字机顶盒、视盘机和LED产品及配件的代工生产。目前液晶电视代工占比营业收入约76%，占比营业利润约65%，而公司2011年拓展的新业务LED产品及配件，2013H1占比营业收入6%，占营业利润比重11%。

图1: 兆驰股份2013H1分业务收入构成



数据来源：公司公告

图2: 兆驰股份2013H1分业务营业利润构成

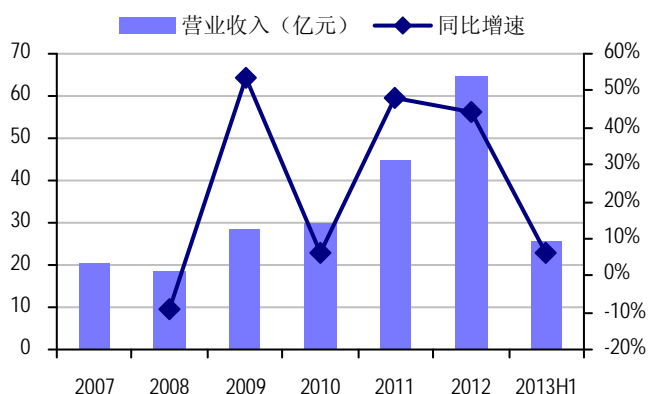


数据来源：公司公告

自2008年液晶电视代工业务占收入比重达到一半左右后，随着电视代工订单的放量，公司营业收入和净利润维持快速增长的势头。2012年公司营收达到65亿

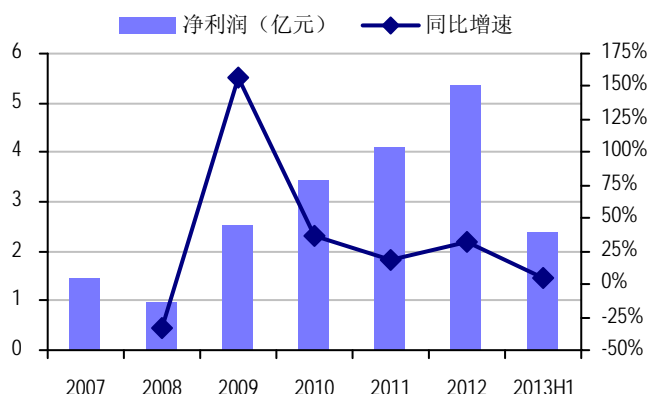
元，净利润5.4亿元。2008-2012五年时间，营业收入CAGR为37%，净利润CAGR达到53%，远超国内电视行业整体增速。

图3: 兆驰股份营收及同比增长



数据来源：公司公告

图4: 兆驰股份净利润及同比增长

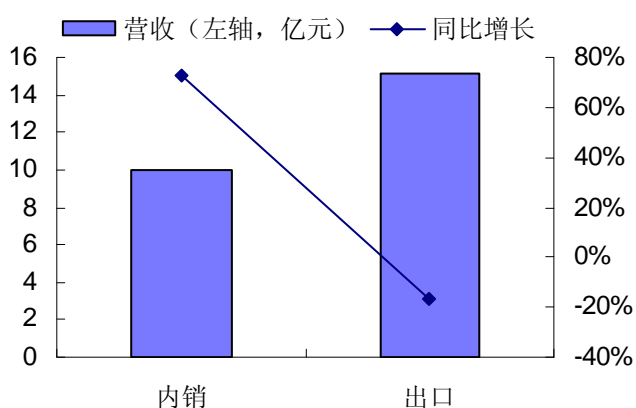


数据来源：公司公告

2013年上半年，公司营业收入同比增长5.9%，净利润增长5.4%，增速相对前几年显著下滑，主要受电视出口下滑影响。公司从出口起家，过去几年出口占比显著高于内销。今年上半年由于海外电视需求疲弱，公司出口营收同比下滑17%，虽然内销增长73%，但仍不足以完全抵消出口下滑的负面影响，导致营收和利润增长低于市场预期。

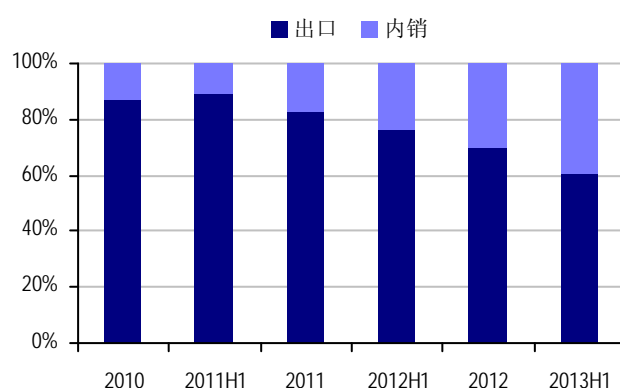
我们认为电视生产外包的趋势将延续，且随着新进入者增多，外包趋势将加强，预计下半年公司的电视销量增长将提升。加之LED业务下半年继续快速增长，有助下半年收入和利润增长。明年受世界杯刺激，行业销量增速有望向上。

图5: 兆驰股份2013H1内销和出口营收及增长



数据来源：公司公告

图6: 兆驰股份历年内销出口结构变化



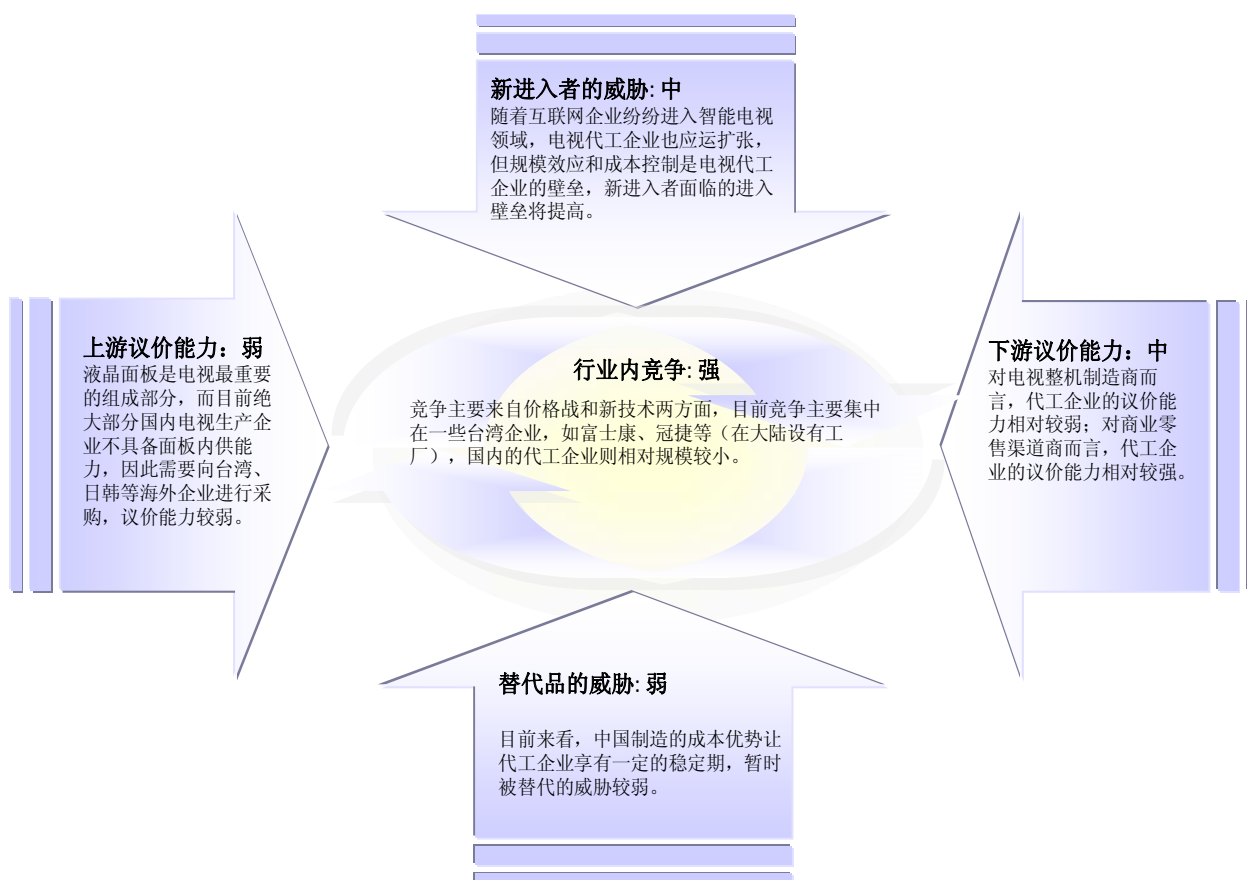
数据来源：公司公告

行业吸引力评估

电视行业的特性决定了其生产外包需求的持续增长。作为一个技术升级换代快、品牌间竞争激烈以及生产流程标准化的行业，将生产制造环节进行外包，有助于发包企业更好的进行成本控制和及时调整发展方向，而对于接包企业而言，尽管不能享受品牌溢利，但由于规模效应的存在，亦能获利颇丰。由于电

视行业消费电子化越来越明显，因此我们认为这种双赢的合作模式有望长期存在，电视行业生产外包乃大势所趋。

图7: 波特五力分析

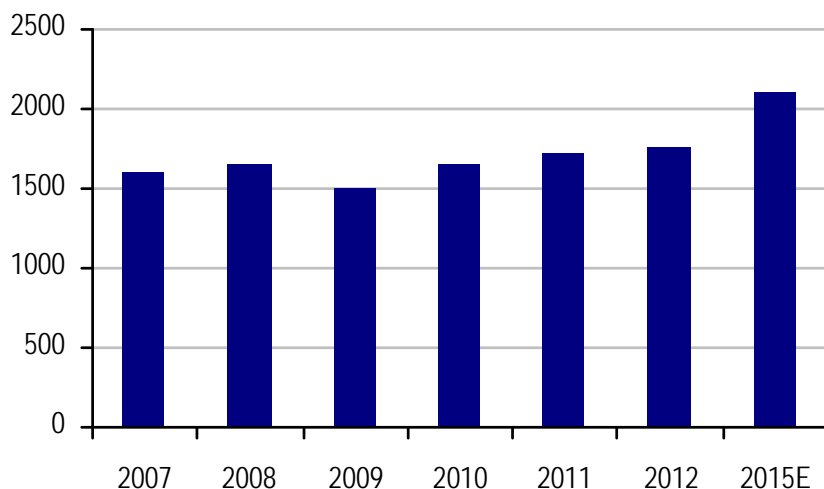


数据来源：瑞银证券研究部整理

消费电子特别是电视生产外包是大趋势

兆驰所处的是消费电子行业，具体从事消费电子的生产代工。“消费电子”是指围绕着消费者应用而设计的与生活、工作娱乐息息相关的电子类产品，主要侧重于个人购买并用于个人消费。近二十年来，随着科技的进步，整个电子制造行业不断扩展，目前已经形成超过1.5万亿美元的产值规模，未来仍有望进一步增长。

图8: 全球电子制造业产值持续增长 (十亿美元)



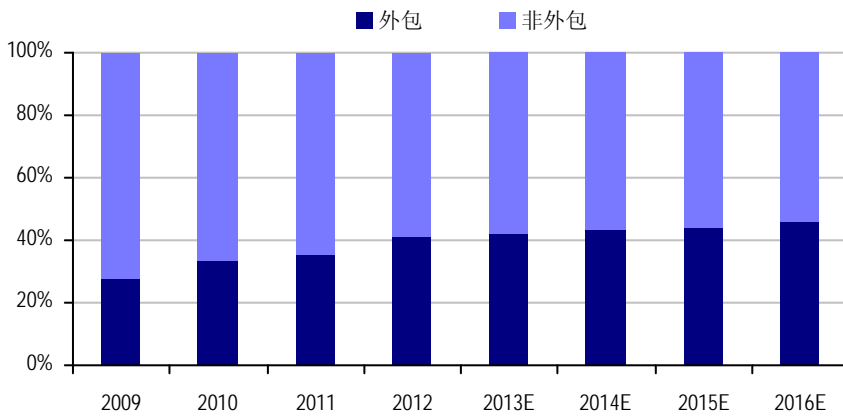
数据来源：世界电子数据年鉴，IDC，《2012年世界信息技术产业发展年度报告》，瑞银证券估算

消费电子行业较为突出的特点之一是，市场竞争激烈，产品更新换代周期较短。在产品进入生命周期的成熟阶段后，激烈竞争导致毛利率降幅较大。而消费电子的生产制造流程标准化程度很高，生产具有规模效应，生产外包是大趋势。一般而言，当消费电子产品内部制造的毛利率低于15%，净利率低于5%时，该产品就可以进行外包生产。

同时由于消费电子行业的产业升级速度越来越快，行业竞争日趋激烈。对于品牌企业而言，需要投入更多的精力专注于技术研发和产品推广，消费电子产业链分越来越细，中间的代工制造业规模不断扩大。

液晶电视成为电视的主流后，越来越趋近消费电子，行业内的公司也向消费电子产品不断融合。电视消费电子化后，生产外包成为大势所趋。据iSuppli统计，液晶电视的外包生产比例已由2009年时的27.5%上升至2012年的38.2%，其并预计未来几年内该比例将持续攀升，2016年有望达到43.7%。

图9: 液晶电视行业生产外包比例变化



数据来源: iSuppli

对生产的发包企业来说,或是由于生产能力所限缺乏规模效应,或是公司集中资源进行产品设计、研发及营销,选择将生产制造环节外包出去,其好处是节约了生产环节的诸多成本,同时避免了在固定资产上大量投入而导致转型缓慢。随着技术更新的加快,这对于电视公司越来越重要。

对接包企业来说,尽管在产业价值链上处于较为弱势的一方。但只要将规模做大,控制好成本,提高资产周转率,一样能获得可观的绝对回报,提升整体资本回报率。

表7: 电视生产制造外包对接双方都是有利的选择

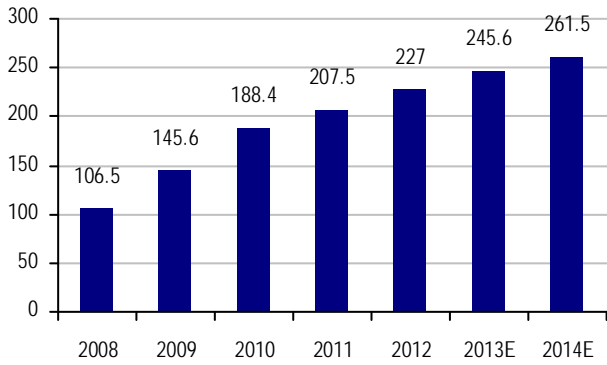
优势	具体内容
有效进行成本控制	全球范围内的要素比较优势: 劳动力、土地、厂房的相对低成本
	规模效应: 将不同整机厂商的制造需求整合, 释放采购、制造等环节的规模效应
	学习曲线: 代工企业专注于制造, 其制造工艺和供应链管理水准往往优于内部制造, 而且可以快速复制
及时响应市场需求	代工企业成本 < 代工价格 < 内部制造成本: 品牌厂商获得大部分成本节约的收益
	避免在生产设备及配套设施投入过多, 在市场需求产品种类变化时, 无法及时响应市场需求
提升资本回报率	更高的制造效率, 更早的产品面市时间, 并在生命周期初段(高利润率时期)售出更多产品
	发包企业: 将生产环节资本回报率低的资产进行剥离, 集中优势资源进行产品设计和技术研发, 提升整体ROIC
	接包企业: 在暂时议价能力相对较弱、利润率不高的情况下, 通过提升产能和订单, 受益于规模效应, 提升ROE和ROIC

数据来源: 瑞银证券整理

而随着居民生活水平的提高和电视技术进步引发更新加快, 电视需求本身也在不断增长, 液晶电视的需求量从2010年1亿台上升至2012年2.3亿台。根据 Display search 的预测, 未来几年新兴市场如巴西、印度等LCD取代CRT更新需求出现, 发达国家和地区液晶电视将继续向大屏化、智能化升级, 预计未来几年行业将维持约8%左右的增长。

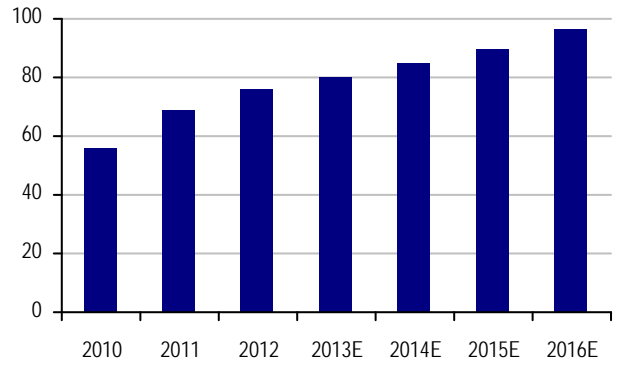
中国是全球液晶电视的主要生产国之一, 随着液晶面板生产向中国转移, 液晶电视生产向中国转移也将成为趋势。根据iSuppli的预测, 到2016年中国液晶电视年产量有望接近1亿台。

图10: 全球液晶电视需求量 (百万台)



数据来源: Display search

图11: 中国液晶电视未来产量 (百万台)

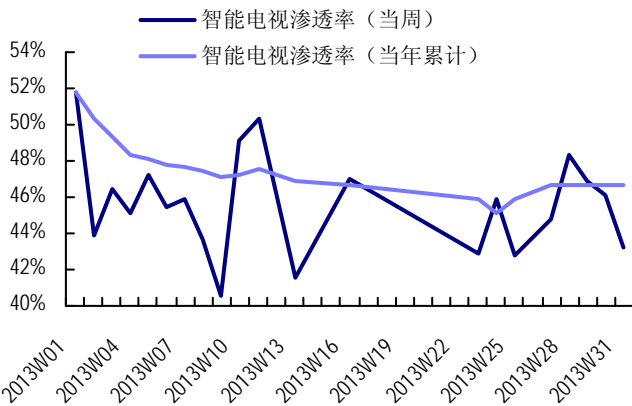


数据来源: iSuppli, 瑞银证券估算

电视行业新进入者加大外包规模

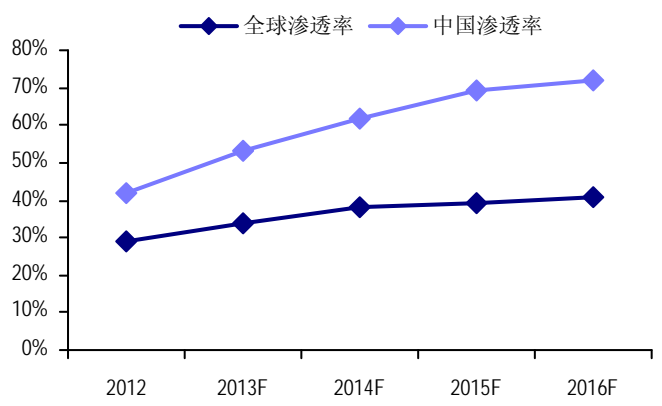
据奥维咨询周数据监测, 2013年中国的智能电视渗透率累计到第31周已达46.7%。随着三网融合的推进和智能化浪潮的到来, 全球智能电视的渗透率逐年上升, 据Display search预测, 到2016年全球和中国智能电视渗透率将分别达到41%和72%。新进入者(如互联网企业、内容企业)纷纷加入智能电视领域, 加快了电视智能化进程。

图12: 中国智能电视渗透率及其提升



数据来源: 奥维咨询

图13: 全球和中国智能电视渗透率及其提升



数据来源: Display search

IT企业是介入电视行业的先锋, 2012年5月, 国内最大的PC制造企业联想集团在北京举办“联想PC+战略暨智能电视发布会”, 宣布联想智能电视K系列的四款新品在国内正式上市。

内容企业紧随其后, 乐视网今年5月7日发布超级电视X60和S40, 并于7月3日正式开放购买X60, 7月17日开放购买S40。根据乐视网的数据, 首次预约购买的1万台X60和S40均已售罄, 现处于持续销售阶段。

近期有报道称小米电视将于今年8月发布, 尺寸为47英寸, 分辨率达到1080P级别, 支持杜比音效、DTS数字化影院系统并且内建Wi-Fi同时内置米联等应用。同时爱奇艺也传出和英特尔进入电视行业的报道。

表8: 电视领域新进入者信息列示

新进入者	生产方式	合作方	产品系列	起售时间	已售数量	目标销量	备注
乐视网	代工	富士康	乐视超级电视X60和卧室电视S40	2013年7月	20000台以上	一年销售20万台	
联想集团	代工	冠捷、兆驰等	智能电视K1SA系列	2012年5月	约9353台	三年销售约200万台	京东平台+线下销售
小米	代工	纬创资通	小米盒子、小米电视	预期2013年9月		待9月发布会上公布	小米电视已于2013年6月获得国家3C认证
爱奇艺、英特尔	合作	电视厂商	“内容跨屏”软硬件结合	预期2013年实现			

数据来源：瑞银证券整理

这些新进入者在软硬件结合以及用户体验上有着巨大的优势，但在制造环节往往不具备很强的生产能力，或根本就没有介入到生产。且由于资产运营的原因，大部分企业也不打算介入到电视生产。因此，将生产外包给代工企业是最好的选择。目前，联想已经将一部分代工订单交给了冠捷科技。我们预计，随着越来越多的内容运营方和IT企业进军电视领域，未来外包订单将保持快速增长。

而另一方面，国内的一些电视生产厂商为了将更多的资源投入到技术研发和创新环节以应对未来激烈的市场竞争，也逐渐开始考虑与代工企业合作，诸如TCL、海信等均已开展此类业务。

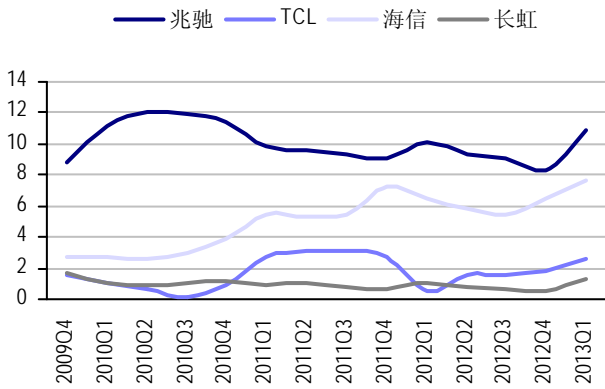
竞争优势

近年来，外包行业的高速发展也带动了国内一批代工企业的成长，规模较大的有代工电子产品的鸿海精密、代工冰箱为主的奥马以及代工电视为主的兆驰等。我们基于以下几个理由认为，公司有希望分享未来外包趋势带来的机会，并有希望把业务拓展到其他行业，实现业绩的快速增长。

成本控制能力强，助公司不断获得订单

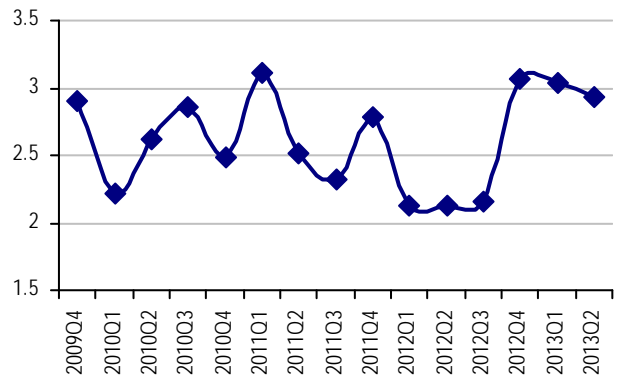
公司在成本控制方面给予了高度重视，无论是在生产制造费用，还是在期间费用上，都保持在较低的水平。从销售净利率来看，公司从上市就保持着较高的水平，至今的两年中始终高达10%左右，远远高于其他电视制造企业。纵向来看，公司销售、管理以及财务等期间费用率也控制得很好，近三年总体维持在3%的水平。

图14: 兆驰股份销售净利率高于彩电品牌企业



数据来源: Wind

图15: 兆驰股份期间费用率 (%) 控制在较低水平

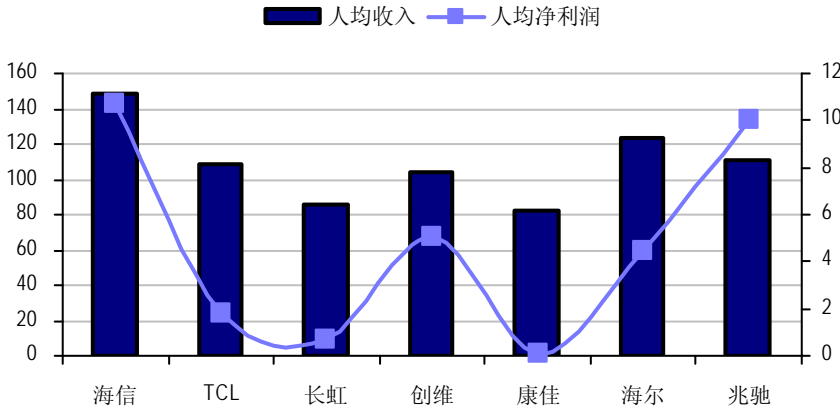


数据来源: Wind

我们认为主要得益于零部件标准化、产业链完善和较高的人员效率。和客户谈妥总价后，其余的生产设计等环节均由公司完成，研发自由度较高，包括外壳结构件电源适配器等一系列产品都进行内部设计，从设计环节开始控制成本，减少螺丝件，同时在板卡设计上尽量做到多模具，从而实现规模效应。

制造成本方面，公司提升了生产线的自动化水平，改善人员效率，提高人均产出，从而抵消薪酬提升对成本的负面影响，并增加人均产量。

图16: 公司人员效率相对较高 (2012年)

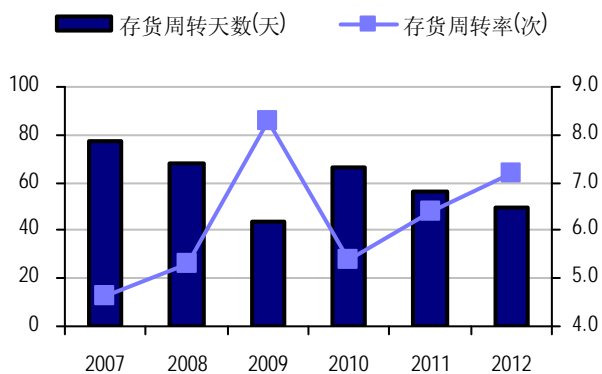


数据来源: 彭博, Wind

运营效率高，周转速度快

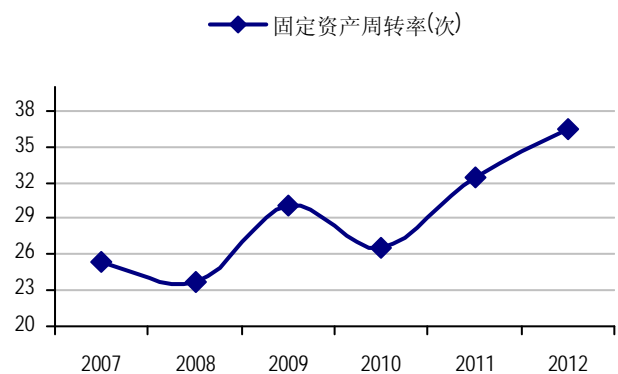
对于生产制造型外包企业而言，存货高企意味着经营效率低下，由此带来的负面影响会很大程度上影响成本控制。近年来，公司始终注重对于存货的管理，07以来存货周转率总体呈上升趋势（除09年受到金融危机影响较大）。

图17: 兆驰股份存货周转效率总体稳步提高



数据来源: Wind

图18: 兆驰股份固定资产周转率快速提升



数据来源: Wind

由于目前主要厂房主要依靠租赁，而生产规模持续扩大，固定资产的利用率近年来也有了显著的改善，固定资产周转率整体持续提升，五年间从25次提升至32次。在加强产能建设的同时，利用率得到不断提升，一定程度上保证了公司销售收入的长期稳定增长。

零部件标准化程度高，有助控制成本和加快反应速度

公司采取对内制造标准化的生产模式，主要体现在产品零部件设计标准化。比如：公司采用单板设计来保证产品的一致性与稳定性，避免了多模块情况下连接器件所造成的各种干扰；公司200多个型号产品只有6款机箱外壳，提高了通用化程度。

实行标准化策略使公司的基础标准零部件数据库不断优化，外购零部件种类由1万减至3千。更重要的是单个品类采购规模扩大后，议价能力增强，有助于降低产品采购成本。

管理层策略

积极扩建产能，未来有望受益规模效应

公司为应对外包订单的不断增加，近年来一直积极地扩建产能。截至2012年底，首次公开发行共募集16.3亿元，扣除补充流动资金之后剩下的10.8亿中，已投入超过50%用于产能扩建项目。

表9: IPO募集资金主要投向产能扩建项目

项目名称	项目投资(百万元)	目标产能(万台)	预计投产时间
高清数字液晶电视机建设	225	185	2014年3月31日
数字机顶盒建设项目	145	1,100	2014年3月31日
蓝光视盘机建设项目	90	115	2014年3月31日
技术中心建设项目	41		2014年3月31日
购买兆驰创新产业园土地	142		
小计	642	1,400	

数据来源: 公司公告

除此之外，公司在2010年末租赁了3.7万平米的松岗工厂，新增8条电视机生产线，并同时进行直下式LED生产线改造（最高单月产能可达25-28万台），2011年下半年达产；同年12月，为了进一步满足不断扩大的市场需求，公司又在光明租赁了5万平米的新工厂，新增了6条32-55寸直下式LED电视机生产线，并在2012年上半年达产。

表10: 兆驰股份目前液晶电视的产能分布情况

主要产品	光明工厂	松岗工厂	沙井工厂	合计
液晶电视机	32寸及以上直下式LED电视机	26-32寸侧光式及直下式LED电视机	26寸及以下侧光式LED电视机	
生产线数量	8条	8条	12条	28条
产能（万台/月）	18.7	16	36	70.7

数据来源：公司公告

同时，总投资高达15亿元，建筑面积48万平米的兆驰产业园建设进度基本符合预期，我们预计将在2013年底前后投产，届时将大大提升经营效率，很大程度上解决目前产能瓶颈的问题。

密切跟踪新的技术和产品，在放量初期快速切入

公司在研发策略上不会大规模投入以实现技术领先，而是在新技术出现时保持密切跟踪，在技术出现突破时快速切入，用较低的成本生产出新产品。虽然产品质量和领先企业有差距，但可以满足商业企业等对性价比较高产品的需求，获得订单的快速放量。

其中参加各类展会是公司获得新技术知识和开拓新客户的重要途径。2012年公司参加的主要展会如下表，基本覆盖全球的各个地区。不仅在2012年，之前的每年公司均持续参加各类重要展会。

表11: 2012年兆驰产品参加各类国际展会情况

时间	地点	展会名称
2012.2.7-9	俄罗斯	CSTB2012
2012.2.28-3.1	迪拜	CABSAT2012
2012.4.13-16	香港	香港春季电子产品展2012
2012.5.22-23	南非	南非广播电视展2012
2012.6.19-22	新加坡	BCA2012
2012.7.31-8.2	巴西	ABTA2012
2012.8.31-9.5	德国	IFA2012德国柏林国际消费电子展
2012.9.7-11	荷兰	IBC2012荷兰阿姆斯特丹广播电视展
2012.10.13-16	香港	香港秋季电子产品展2012

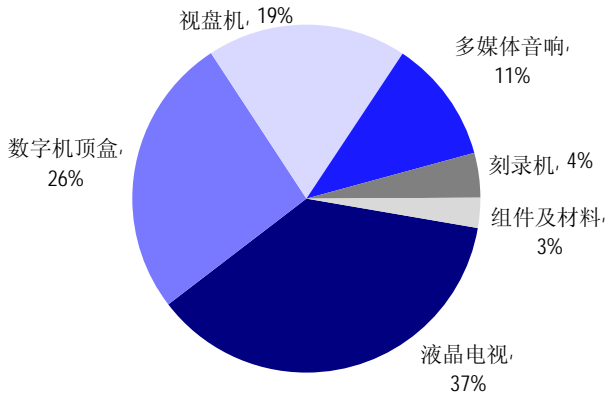
数据来源：兆驰股份官网，瑞银证券整理

公司2005年刚成立时进入DVD机业务是考虑到当时DVD市场容量巨大，且管理层对该项业务非常熟悉；2006年进入机顶盒业务则是由于其解码芯片同DVD机类似，存在一定技术优势；2007之后，随着液晶电视对传统CRT电视

的替代效应越来越明显，公司及时转向液晶电视的生产并取得成功。从历史上看，公司在品类拓展方面具备一定经验和能力。

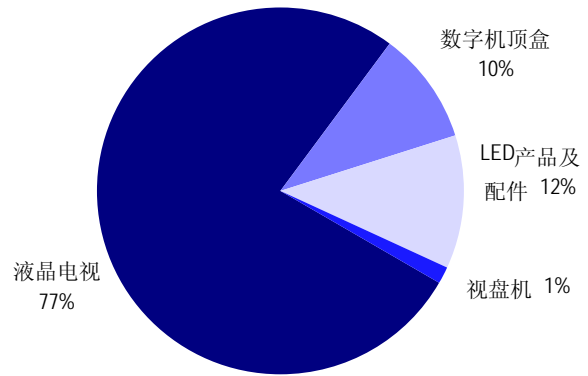
LED业务是另一个沿此思路拓展的典型。LED行业是近几年的热点行业之一，公司2010年开始布局，去年贡献收入，今年出现爆发式增长，预计该业务占全年营收比重将达到12%，超过数字机顶盒成为公司第二大收入来源，且预计未来几年比重将不断上升，成为推动公司收入增长的主要增长点。

图19: 兆驰股份2007年主营业务收入构成



数据来源：公司公告

图20: 兆驰股份2013年主营业务收入构成预测



数据来源：瑞银证券估算

LED业务有望成为新的亮点

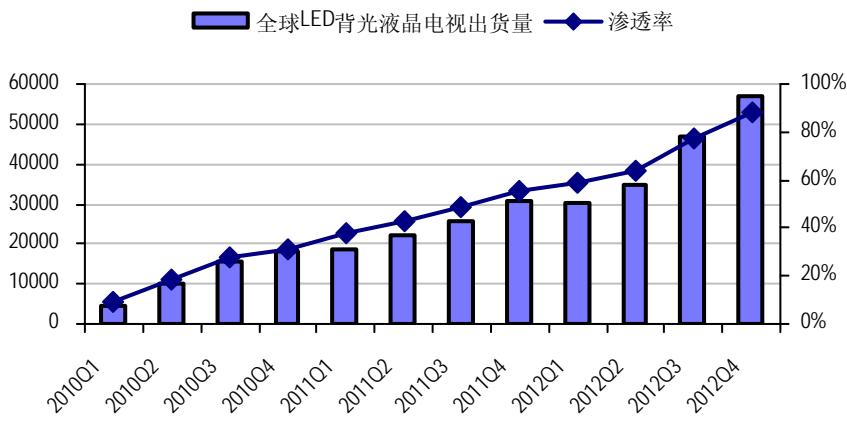
LED 背光外包开始启动，LED 照明需求将快速释放

液晶电视的背光技术分为LED和CCFL，相较传统的CCFL显示技术，LED背光显示在亮度、功耗、可视角度及刷新速率等方面都更具优势，因此我们认为未来LED背光源液晶电视的渗透率不断提升将是大势所趋。

据Display search的统计数据显示，全球LED背光的液晶电视出货量从2010年开始持续增长，2010至2012年出货量分别为4852万台、9777万台、16932万台，占比全球液晶电视出货量分别为25.8%、47.1%和74.6%，呈稳步上升趋势。

随着LED背光技术的成熟和渗透率的上升，LED背光外包开始启动。2011年以来聚飞光电、瑞丰光电等相继上市，即是这一趋势的直接体现，未来随着液晶电视产业链分工的细化，我们预计LED背光外包将进一步增加。

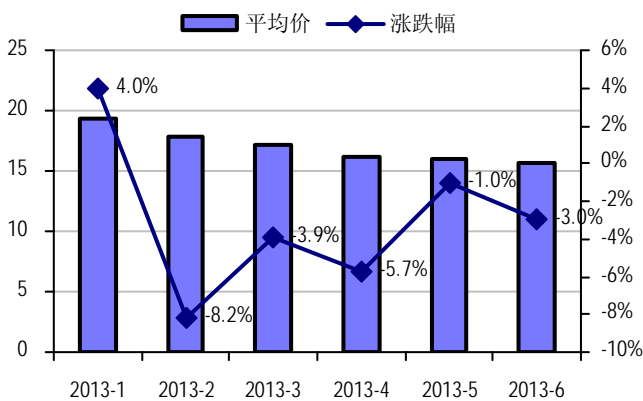
图21: 全球LED背光源液晶电视出货量 Units (1,000s)及渗透率



数据来源: Display search

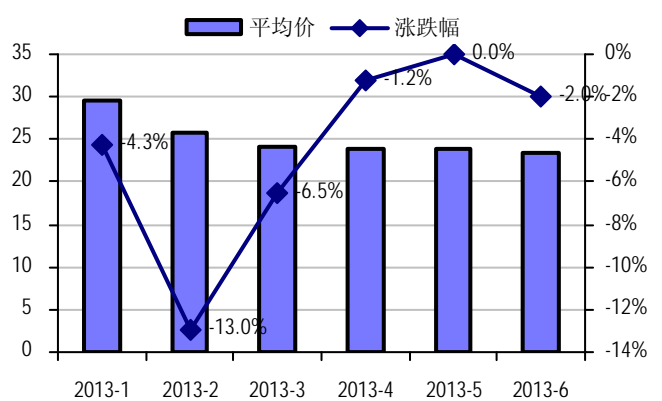
随着LED灯的价格不断下滑, 和消费者对LED照明的认知度提升, 消费者终端市场需求开始释放, LED照明正在从真正意义上取代传统照明。LEDinside的调查显示, 自2013年以来全球LED灯泡零售均价持续下滑, 至今年6月取代40W的LED灯泡和取代60W的LED灯泡均价分别为15.6美元和23.4美元, 环比年初分别下降约20%和21%。

图22: 取代传统40W白炽灯的LED灯泡全球零售均价



数据来源: LEDinside

图23: 取代传统60W白炽灯的LED灯泡全球零售均价



数据来源: LEDinside

LED 业务开始贡献兆驰收入, 未来有望成为主要增长点

兆驰股份对LED业务的介入符合我们前面总结的公司策略, 即在新产品放量初期快速跟进切入。2010年12月, 公司投资成立了全资子公司“深圳兆驰节能照明公司”, 主要从事电视背光源所用LED的发光器件, 以及中大功率LED发光器件。到目前LED产品系列较为完善, 外销已初具规模。

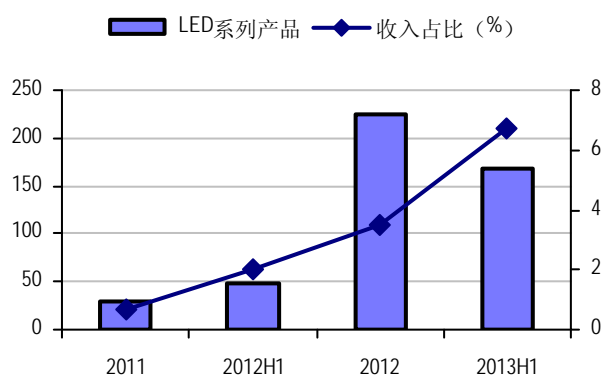
表12:目前兆驰各类型LED产能及主要产品

产品类型	产能及主要产品
LED照明	8条组装线, 主要产品有LED球泡灯、射灯、蜡烛灯、面板灯等
LED背光	主要产品有3020、4014、5730、7020侧光式背光与3528大功率直下式背光
LED封装	80条封装线, 主要产品包括5730系列(0.2-0.8瓦)及集中封装COB(5-50瓦)

数据来源: 公司公告

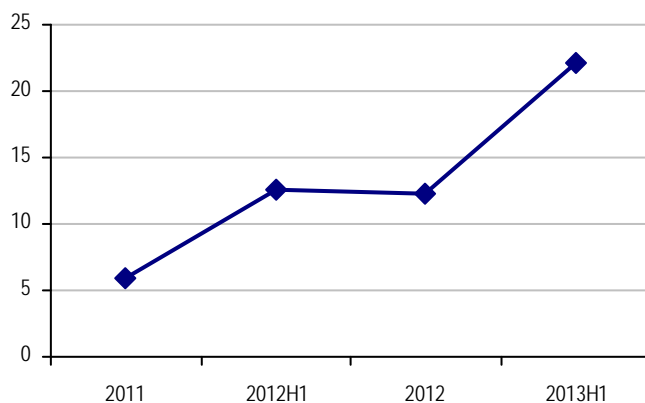
公司在LED封装配套领域发展迅速, 目前已初步具备同韩日台厂商竞争的實力。截至今年上半年, 节能照明公司现有的22条封装生产线全部达产, 计划中的新生产线超过25条。

图24: 兆驰股份LED业务收入保持快速增长(百万元)



数据来源: 公司公告, Wind

图25: 兆驰股份LED业务毛利率(%)迅速提升



数据来源: 公司公告, Wind

公司LED系列产品2011年营业收入0.3亿元, 2012年达2.24亿元, 约占整体收入4%。今年一季度销售0.6亿元, 二季度约1.1亿元, 环比增长近1倍, LED背光和LED照明客户开拓后开始放量。由于公司LED业务规模仍然较小, 我们预计下半年将持续环比高增长。对此我们做了一个简单测算(如下表所示), 按照三四季度环比递增100%估算, 则公司2013全年营收8.3亿元。

兆驰今年7月和三安光电签订战略采购框架协议, 建立长期战略合作伙伴关系, 计划在未来一年内向三安光电采购5亿元的LED芯片。大规模的LED芯片采购显示公司对LED业务的信心, 同时为未来公司LED业务的收入提供指引。

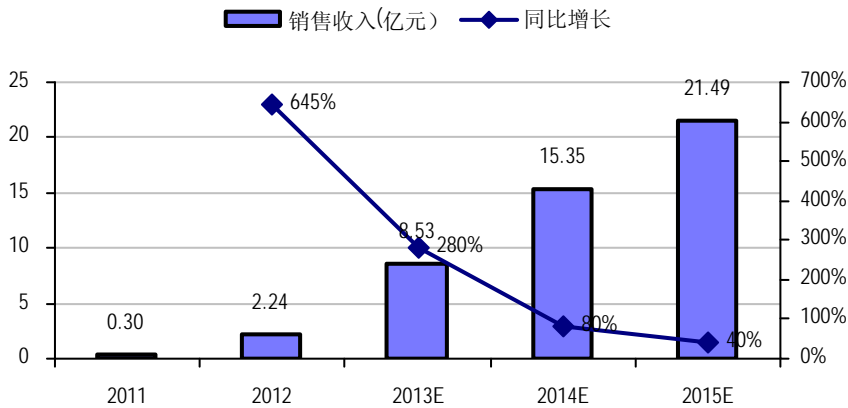
表13:2013年兆驰股份LED业务收入测算

3、4季度环比增速	50%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%
1季度	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
2季度	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
3季度	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.4	2.5
4季度	2.5	2.8	3.2	3.6	4.0	4.4	4.9	5.3	5.8
总计	5.8	6.3	6.7	7.2	7.8	8.3	8.9	9.4	10.0

数据来源: 瑞银证券估算

综合之前对兆驰LED业务的测算（表12），我们认为兆驰的LED业务2013-2015年将实现快速增长，2013年预计贡献营业收入8.5亿元左右，增速达280%。

图26:2013-2015年兆驰LED业务的收入预测



数据来源：公司公告，瑞银证券估算

兆驰 LED 业务有规模、客户和渠道优势

LED 背光有自身整机消化，打开增长空间

在LED行业高速发展的大背景下，与业内主营业务单一做LED产品的公司相比，兆驰股份有其独特的竞争优势，主要体现在：

- 完整的产业链一体化布局：兆驰自2010年切入LED领域以来液晶电视所需封装器件全部自产，在兆驰液晶电视代工业务逐年稳定攀升的基础上，自产自足的LED背光也将稳健增长，同时也能降低液晶电视的成本，提高竞争力，形成自我强化的正反馈。

兆驰60%的产能在用兆驰的液晶电视背光源，公司电视背光所需要的LED灯珠全部自制。2011年公司所生产的电视95%以上是LED电视，在很大程度上保证了LED产品的销量。未来公司计划25%的LED灯珠产能自供给电视整机，50%用于LED照明灯具，其余外销。

- 利用协同效应开拓客户：兆驰在自用的基础上，通过电视整机代工向客户推广LED背光及封装产品，即原先只做电视整机代工业务的厂商现在也开始采购兆驰的LED背光产品。公司已成功切入TCL。

LED 照明有成本控制和渠道优势

LED照明领域在降价是主旋律的残酷竞争下，成本才是硬道理。而兆驰的LED照明和电视代工业务一起采购，有效降低成本。同时，兆驰LED照明的海外市场与其电视渠道重叠，协同效应进一步降低了渠道布局的费用。在质量相差无几的情况下，价格必然是消费者最为敏感的驱动力。

从市场定位来看，兆驰产品均价比主要竞争对手要低，兆驰产品性价比高也是客户购买的一大驱动力。我们认为，随着电视背光逐步向国内采购转移，兆驰的协同推广效应会推动份额提升，一旦切入就能持续增长。

和其他 LED 公司相比兆驰并不逊色

我们按照产品同质可比的方法选取了一些LED上市公司来比较分析，并按同质性高低顺序排列，得出以下结论：

- LED行业高景气度吸引家电企业相继切入。如德豪润达原来的主营业务是厨房电器产品，兆驰股份主营是电视代工，均已切入到LED业务，并逐渐提升LED业务占主营收入的比重。
- 兆驰LED业务营业收入有望快速增长。最佳可比公司中瑞丰光电、聚飞光电和三安光电2012年营收同比增速分别为71.6%、42.7%、92.5%，而兆驰2012年的营收仅2.2亿元，绝对规模比他们小，未来还有很大的提升空间。
- 兆驰LED业务销售毛利率有望提高。可比公司2012年LED业务的平均毛利率达29%左右，而兆驰2012年的LED业务毛利仅12.3%，2013年上半年上升至22%，预计未来规模继续扩大后将向可比公司靠拢。
- 市场定位决定盈利。LED领域较为宽泛，细分子行业较多，从下表中可以看出：LED背光、照明等应用业务的盈利能力较强，而集成电路、芯片、三甲基镓等上游盈利能力偏弱。而兆驰定位于LED背光、封装及照明，我们认为其盈利能力有望较高。

表14:LED板块的可比公司情况

证券代码	简称	2012年营收 (亿元)	同比增长 率	销售毛利 率	主营产品	同质可比性
300241.SZ	瑞丰光电	5.0	71.6%	22.1%	背光、照明、显示应用、汽车应用等LED器件	☆☆☆☆☆
300303.SZ	聚飞光电	5.0	42.7%	32.3%	背光、照明及其他LED器件	☆☆☆☆☆
600703.SH	三安光电	33.6	92.5%	26.8%	LED应用产品	☆☆☆☆☆
002005.SZ	德豪润达（LED业务）	10.1	10.4%	33.8%	LED应用、芯片、封装	☆☆☆☆☆
002449.SZ	国星光电	9.5	-11.9%	24.6%	SMDLED、LampLED、照明应用类	☆☆☆☆
002429.SZ	兆驰股份（LED业务）	2.2	644.8%	12.3%	LED背光、封装、照明	
300301.SZ	长方照明	5.7	35.1%	26.6%	LED照明应用	☆☆☆
002638.SZ	勤上光电	8.2	6.8%	31.6%	照明及景观亮化	☆☆☆
600460.SH	士兰微	13.5	-12.7%	22.3%	集成电路、芯片、发光二极管	☆☆☆
300346.SZ	南大光电	1.8	-45.1%	63.5%	三甲基镓/铝/铟等	☆☆

数据来源：wind，瑞银证券整理

财务状况

分业务收入和毛利率预测

公司前几年快速增长主要来自液晶电视代工放量，在切入到沃尔玛、Woolworths、东芝等客户后，公司液晶电视代工规模不断增加，推升营收规模。今年2季度由于海外需求疲软，出口代工量有所下滑。预计未来几年外包趋势仍将持续，公司液晶电视销量有望维持较快增长。

LED业务去年已经起步，由于LED背光和LED照明客户的成功开拓，预计今年将出现爆发式增长。由于LED行业的持续景气，我们预计兆驰的LED业务未来两年仍有望维持快速增长。

毛利率方面，液晶电视代工规模继续扩张后，预计将小幅下滑但整体较为稳定。LED业务今年上半年毛利率达22%，规模扩大后未来几年预计将进一步上升，和目前已上市的可比LED公司毛利率靠拢。

表15: 兆驰股份主营业务关键假设

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入增长率					
液晶电视	84.0%	48.5%	5.0%	19.2%	22.4%
数字机顶盒	-22.4%	-0.2%	-5.0%	-5.0%	7.0%
视盘机	31.8%	-13.7%	-30.0%	-10.0%	5.0%
LED系列产品		644.9%	280.0%	80.0%	40.0%
合计增长率	47.5%	42.1%	12.8%	23.6%	24.1%
主营业务毛利率					
液晶电视	11.7%	13.4%	12.1%	11.8%	11.6%
数字机顶盒	23.5%	18.5%	17.0%	17.0%	18.0%
视盘机	11.8%	8.5%	8.0%	8.0%	8.0%
LED系列产品	5.9%	12.3%	22.0%	22.5%	23.0%
合计	13.7%	13.8%	13.7%	14.0%	14.2%

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

主要财务指标预测

综合下来，预计公司在经历今年的增长低谷后，收入增速将重回到20%以上。毛利率在LED业务占比上升的带动下将继续上升，同时拉升销售净利率回升到9%以上。随着盈利能力上升，净资产收益率持续提升。

预计公司将能继续获得高新技术企业认证，所得税率假设为15%。股利支付率假设为30%。

表16: 兆驰股份主要财务指标预测

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率 (%)					
营业收入	48.2	44.3	13.1	23.6	24.0
营业利润	19.6	31.1	19.0	33.7	24.3
净利润	18.8	31.6	18.2	33.7	24.1
利润率 (%)					
毛利率	13.7	13.8	13.8	14.1	14.3
EBIT Margin	10.3	10.3	9.7	9.9	10.4
EBITDA Margin	10.6	10.6	10.0	10.2	10.7
净利率	9.1	8.3	8.7	9.4	9.4
回报率 (%)					
净资产收益率	13.9	17.1	17.7	20.4	21.5
总资产收益率	8.0	10.2	11.5	13.9	14.7
其他 (%)					
资产负债率	42.7	38.0	31.8	31.8	32.0
所得税率	15.9	14.4	15.0	15.0	15.0
股利支付率	34.8	26.5	30.0	30.0	30.0

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

公司背景

兆驰股份作为国内消费电子和电视生产外包的龙头企业，于2010年6月在深交所上市。公司主营业务为家庭视听消费类电子产品的研发、设计、制造、销售。目前主要产品包括数字液晶电视机、数字高清机顶盒、蓝光视盘机以及LED背光和照明灯具，2012年营业收入65亿元，净利润5.4亿元。2008-2012五年时间，营业收入CAGR为37%，净利润CAGR达到53%。

兆驰股份

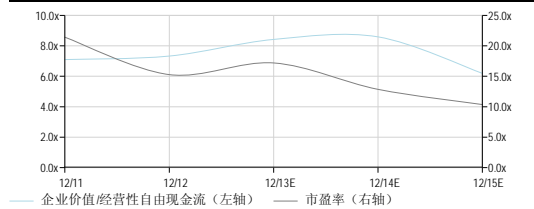
损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	1,852	2,842	3,019	4,473	6,457	7,306	13.1	9,027	23.6	11,195	24.0
营业费用 (不含折旧)	(1,713)	(2,553)	(2,606)	(3,997)	(5,769)	(6,572)	13.9	(8,109)	23.4	(10,000)	23.3
息税折旧摊销前利润 (UBS)	139	289	413	476	688	734	6.7	918	25.0	1,195	30.2
折旧	(9)	(8)	(12)	(15)	(22)	(24)	9.8	(28)	13.5	(29)	6.7
营业利润 (息税前利润, UBS)	130	281	401	461	665	710	6.6	890	25.4	1,166	30.9
其他盈利和联营公司盈利	(3)	1	(10)	2	(50)	9	-	73	717.9	25	-65.1
净利息	(18)	(4)	10	22	11	27	157.2	34	25.5	46	36.3
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	109	278	401	484	626	746	19.1	997	33.7	1,237	24.1
税项	(10)	(27)	(58)	(77)	(90)	(112)	24.5	(150)	33.7	(186)	24.1
税后利润	98	251	343	408	536	634	18.2	848	33.7	1,052	24.1
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净利润 (本地会计准则)	98	251	343	408	536	634	18.2	848	33.7	1,052	24.1
净利润 (UBS)	98	251	343	408	536	634	18.2	848	33.7	1,052	24.1
税率 (%)	10	10	14	16	14	15	4.5	15	0.0	15	0.0
不计非正常项目税率 (%)	10	10	14	16	15	16	5.4	16	-1.2	16	-0.3
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.10	0.27	0.34	0.38	0.50	0.59	17.7	0.79	33.7	0.98	24.1
每股收益 (UBS)	0.10	0.27	0.34	0.38	0.50	0.59	17.7	0.79	33.7	0.98	24.1
每股股息净值	0.00	0.04	0.14	0.13	0.13	0.18	33.0	0.24	33.7	0.30	24.1
每股现金收益	0.11	0.28	0.35	0.40	0.53	0.62	17.4	0.82	33.0	1.01	23.5
每股账面净值	0.45	0.64	2.49	2.74	3.13	3.59	14.7	4.20	17.2	4.95	17.8
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	76	113	115	177	252	364	44.4	440	20.7	496	12.9
无形固定资产净值	51	50	49	193	191	191	0.0	191	0.0	191	0.0
净营运资本 (包括其他资产)	138	161	689	1,613	2,091	2,526	20.8	2,833	12.1	3,241	14.4
其他负债	(28)	(30)	(33)	(62)	(92)	(108)	17.7	(129)	19.4	(150)	16.2
运营投入资本	238	294	820	1,921	2,442	2,972	21.7	3,333	12.2	3,778	13.3
投资	0	0	0	0	0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
运用资本总额	238	294	820	1,921	2,442	2,972	21.7	3,333	12.2	3,778	13.3
股东权益	477	686	2,662	2,926	3,339	3,830	14.7	4,488	17.2	5,285	17.8
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
总股东权益	477	686	2,662	2,926	3,339	3,830	14.7	4,488	17.2	5,285	17.8
净债务 / (现金)	(239)	(392)	(1,842)	(1,005)	(897)	(858)	-4.3	(1,154)	34.5	(1,507)	30.6
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	238	294	820	1,921	2,442	2,972	21.7	3,333	12.2	3,778	13.3
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	130	281	401	461	665	710	6.6	890	25.4	1,166	30.9
折旧	9	8	12	15	22	24	9.8	28	13.5	29	6.7
营运资本变动净值	(209)	68	530	569	258	471	82.5	276	-41.3	430	55.8
其他 (经营性)	204	(132)	(1,059)	(1,122)	(506)	(942)	86.1	(558)	-40.8	(879)	57.5
经营性现金流 (税前/息前)	134	225	(116)	(77)	439	263	-40.2	636	142.2	747	17.4
收到 / (支付) 利息净值	(18)	(4)	10	22	11	27	157.2	34	25.5	46	36.3
已付股息	0	0	(42)	(142)	(142)	(142)	0.44	(190)	33.54	(254)	33.72
已缴付税项	(10)	(27)	(58)	(77)	(90)	(112)	24.5	(150)	33.7	(186)	24.1
资本支出	(55)	(23)	(15)	(209)	(95)	(136)	43.5	(103)	-24.4	(86)	-16.2
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	(161)	(1,250)	584	235	71	-69.8	142	100.0	112	-21.2
股份发行	0	0	1,680	0	19	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	24	8	220	99	426	(39)	-	296	-	353	19.2
外汇/非现金项目	-	145	1,230	(936)	(534)	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	153	1,450	(837)	(108)	(39)	-63.8	296	-	353	19.2
核心息税折旧摊销前利润	139	289	413	476	688	734	6.7	918	25.0	1,195	30.2
维护资本支出	(9)	(8)	(12)	(15)	(22)	(24)	9.8	(28)	13.5	(29)	6.7
维护营运资本净支出	-	0	530	569	258	471	82.5	276	-41.3	430	55.8
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	-	281	931	1,030	923	1,181	27.8	1,166	-1.2	1,596	36.8

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

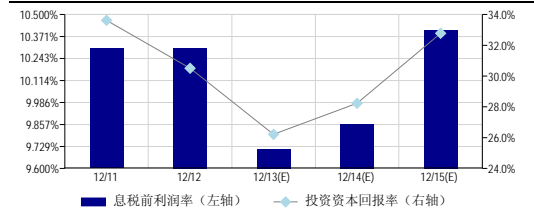
公司概况

兆驰股份作为国内消费电子生产外包的龙头企业，于 2010 年 6 月在深交所上市。公司主营业务为家庭视听消费类电子产品的研发、设计、制造、销售。目前主要产品包括数字液晶电视、数字高清机顶盒、蓝光视盘机以及 LED 照明灯具，2011 年销售额超过 44 亿。2008-2011 年期间的营业收入 CAGR 为 34%，净利润 CAGR 达到 61%。

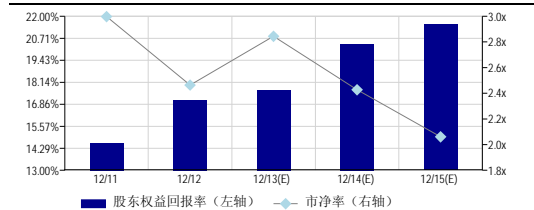
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



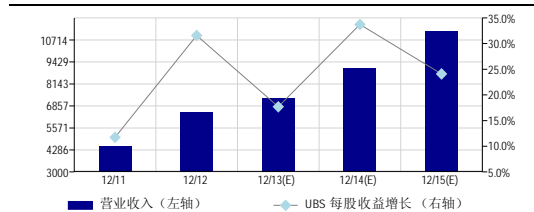
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	-	21.4	15.3	16.3	12.2	9.8
市盈率 (UBS)	-	21.4	15.3	16.3	12.2	9.8
股价/每股现金收益	-	20.6	14.7	15.7	11.8	9.6
净股息收益率 (%)	-	1.6	1.7	1.8	2.5	3.1
市净率	-	3.0	2.5	2.7	2.3	2.0
企业价值/营业收入 (核心)	-	1.6	1.0	1.3	1.0	0.8
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	15.3	9.8	12.8	10.3	7.8
企业价值/息税前利润 (核心)	-	15.9	10.2	13.2	10.6	8.0
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	7.1	7.3	7.9	8.1	5.8
企业价值/运营投入资本	-	5.3	3.1	3.5	3.0	2.6

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	8,731	8,190	10,327	10,327	10,327
+ 少数股东权益	0	0	0	0	0
+ 平均净债务 (现金)	(1,423)	(1,423)	(951)	(878)	(1,006)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	7,308	6,767	9,376	9,449	9,321

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	36.6	48.2	44.3	13.1	23.6	24.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	49.2	15.3	44.4	6.7	25.0	30.2
息税前利润 (UBS)	50.5	14.8	44.4	6.6	25.4	30.9
每股收益 (UBS)	48.1	11.7	31.6	17.7	33.7	24.1
每股现金收益	46.3	12.1	32.0	17.4	33.0	23.5
每股股息净值	-	-6.0	0.4	33.0	33.7	24.1
每股账面净值	62.7	9.9	14.1	14.7	17.2	17.8

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	10.5	10.6	10.6	10.0	10.2	10.7
息税前利润/营业收入	10.2	10.3	10.3	9.7	9.9	10.4
净利润 (UBS) /营业收入	8.6	9.1	8.3	8.7	9.4	9.4

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	33.6	30.5	26.2	28.2	32.8
税后投资资本回报率	-	28.1	26.0	22.1	23.8	27.7
净股东权益回报率	-	14.6	17.1	17.7	20.4	21.5

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	2.9	3.8	3.3	3.3	3.3
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	34.8	26.5	30.0	30.0	30.0
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	3.3	3.0	2.7	2.9	3.1
营业收入/固定资产	-	16.8	15.9	14.6	15.2	17.0
营业收入/净营运资本	-	3.9	3.5	3.2	3.4	3.7

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	-	2.2	1.4	1.7	1.3	1.4
资本支出/营业收入 (%)	2.1	4.7	1.5	1.9	1.1	0.8
资本支出/折旧	6.0	NM	4.3	5.6	3.7	2.9

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(43.4)	(34.3)	(26.9)	(22.4)	(25.7)	(28.5)
净债务/(净债务 + 权益)	(76.5)	(52.3)	(36.7)	(28.9)	(34.6)	(39.9)
净债务 (核心) /企业价值	-	(19.5)	(21.0)	(10.1)	(9.3)	(10.8)

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年08月16日 19时33分的股价 (Rmb9.67) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

■ 兆驰股份

兆驰股份作为国内消费电子生产外包的龙头企业，于2010年6月在深交所上市。公司主营业务为家庭视听消费类电子产品的研发、设计、制造、销售。目前主要产品包括数字液晶电视机、数字高清机顶盒、蓝光视盘机以及LED照明灯具，2011年销售额超过44亿。2008-2011年期间的营业收入CAGR为34%，净利润CAGR达到61%。

■ 风险声明

LED行业波动性较大，公司刚进入不久，可能面临经营不善的风险；液晶电视代工规模较大，继续增长可能面临瓶颈；DVD和机顶盒代工业务可能萎缩；其他新业务的拓展存在不确定性。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	46%	35%
中性	持有/中性	44%	37%
卖出	卖出	10%	21%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR): 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 廖欣宇。

涉及报告中提及的公司的披露

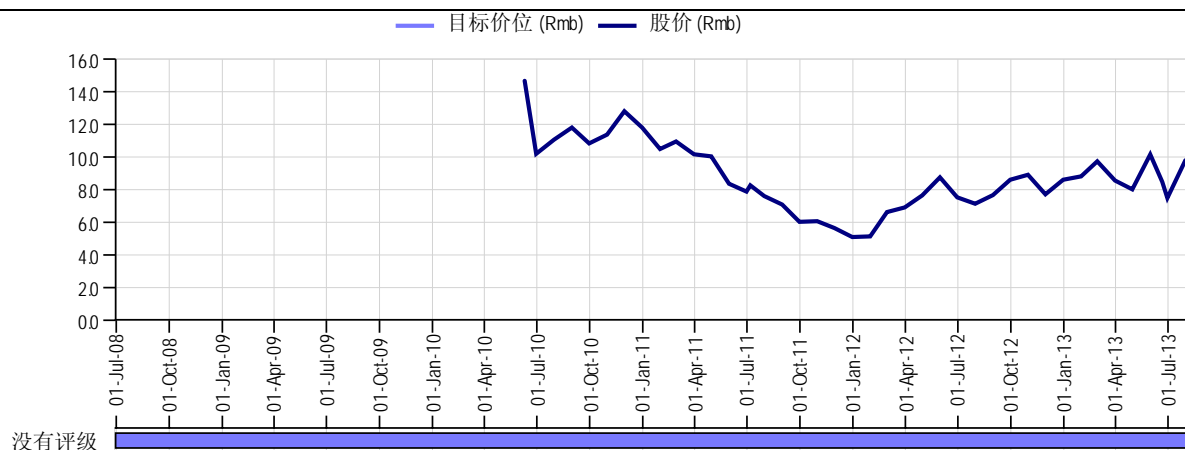
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
兆驰股份	002429.SZ	未予评级	不适用	Rmb10.20	2013年08月15日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

兆驰股份 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年8月15日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可不在发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用 and 解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场监管局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第 32 号法令第 15 (d) (ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯:** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利:由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。**UBS Italia Sim S.p.A** 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列:** UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号 1010257812,注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号 08113-37。**美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 033/11/2012 和 Co. Reg. No.: 198500648C)或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发言人。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。© UBS 2013 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。