

开创智能电视时代制造新模式

兆驰股份 (002429.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

1. 报告背景:

公司公告,与华数集团、阿里签署《三方战略合作协议》,三方建立一个集数字电视、互联网、电子商务平台为一体的新运营模式,对浙江省全省广电运营服务改造。首批智能云电视将采用“线上销售”(阿里电子商务平台)和“线下销售”(华数浙江广电渠道)实施,预计2013年11月正式上市,首期以“预存服务费送智能云电视”的形式推广。

9月23日公司公告与同洲电子战略合作,拟计划在未来两年,拟筹资100亿人民币进行第一期约1600万用户的机顶盒整转。

2. 我们的分析与判断:

(一) 顺应智能电视发展趋势,开创制造新蓝海

电视智能化趋势已成为不可逆转的趋势,深刻改变着产业链各个环节,必将不断催生出各种新盈利模式,也在创造着各种机遇和挑战。

兆驰拥有行业领先的制造能力和成本控制能力。公司拥有电视机制造、机顶盒两大终端硬件生产制造能力,生产供应链完整,拥有较强硬件制造能力,能够更快、更好的适应智能化浪潮中出现的契机。目前,公司已公告与同洲电子战略合作(承担机顶盒代工订单)、与华数传媒和阿里三方战略合作(与运营商、电商合作推广智能电视)。公司还在积极接洽智能电视产业链上其他可能合作方,随着智能电视产业链的不断发展和成熟,公司通过特色制造创新发展模式,打开公司未来成长空间。

(二) LED 逐步发力,未来发展可期

2013年7月,公司与三安光电有限公司签订战略采购协议框架。计划在未来1年内,向三安光电采购发光二极管5亿人民币。2012年公司LED芯片采购约9000万,按照公司采购量推算,2013年有望实现LED收入超10亿元。

随着LED照明行业的发展和成熟,公司LED照明将成为公司下一个利润增长点。依托公司强大的产品创新、成本以及出口渠道优势,通过技术、管理以及资源共享,公司LED照明产业增长潜力巨大。

(三) 兆驰产业园即将投产,提供充足产能保证

公司投资15亿元,建筑面积48万平米兆驰产业园。计划产业园在2013年建成,预计将于2014年初逐步开始投入生产,达产后将形成年产1000万台电视、年产1500万台机顶盒以及200条以上LED生产线。将彻底解决目前产能瓶颈问题,并有效解决目前工厂位于多处带来的管理困难等问题,为公司新业务发展提供充足产能保证。

3. 投资建议

综合考虑,预计公司2013/2014年净利润分别为6.7亿、9.4亿元,同比分别增长25%和40%,约合EPS 0.63元、0.88元。目前公司股价对应2013年估值在20倍左右,对应2014年估值在14倍左右。考虑到公司新经营模式下未来巨大成长空间,给予“推荐”评级。

4. 风险提示: 智能电视推广需求低于预期

分析师

袁浩然

☎: 0755-82830346

✉: yuanhaoran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512030002

郝雪梅

☎: 0755-82838453

✉: haoxuemei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070002

特此鸣谢

林寰宇 0755 82837313

(Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn)

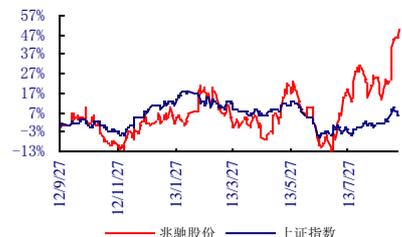
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2013.09.26

A股收盘价(元)	12.68
A股一年内最高价(元)	15.97
A股一年内最低价(元)	7.11
上证指数	2155.81
市净率	4.06
总股本(万股)	106792.78
实际流通A股(万股)	104956.87
限售的流通A股(万股)	1835.91
流通A股市值(亿元)	133.09

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

目 录

目 录	1
一、顺应智能电视发展趋势，开创制造新蓝海。	2
（一）智能电视产业链趋势已定，为公司发展创造机遇	2
（二）与华数、阿里战略合作，打造全新智能电视服务。	3
（三）同洲战略合作承接机顶盒外包订单。	5
二、公司竞争优势	5
三、未来投资亮点	9
四、盈利预测及估值	11

图表目录

表格 1: 新媒体企业进入智能电视领域	2
表格 2: 2011 年国内主要彩电企业人均营收及净利润（单位：百万，%）	5
表格 3: 公司毛利率分产品（单位： %）	8
表格 4: 公司年产能	10
表格 5: 盈利预测表（单位：百万，%）	11
图 1: 智能电视生态系统	3
图 2: 公司研发支出与研发费用率（单位：万元，%）	6
图 3: 公司超强成本控制能力	7
图 4: 主要彩电厂商销售净利率（单位： %）	8

一、顺应智能电视发展趋势，开创制造新蓝海。

(一) 智能电视产业链趋势已定，为公司发展创造机遇

2012 年以来，随着三网融合推进、软硬件技术的成熟，智能电视迅速普及开来，特别是在中国，2013 年中，智能电视渗透率已达 46% 以上。2013 年，包括 IT 企业、互联网企业以及内容运营商在内的多家新媒体企业，纷纷加入到智能电视队伍之中，形成彩电制造业众多新进入者。传统彩电制造企业也通过与运营商、互联网公司合作，推出各自品牌智能电视。

表格 1: 新媒体企业进入智能电视领域

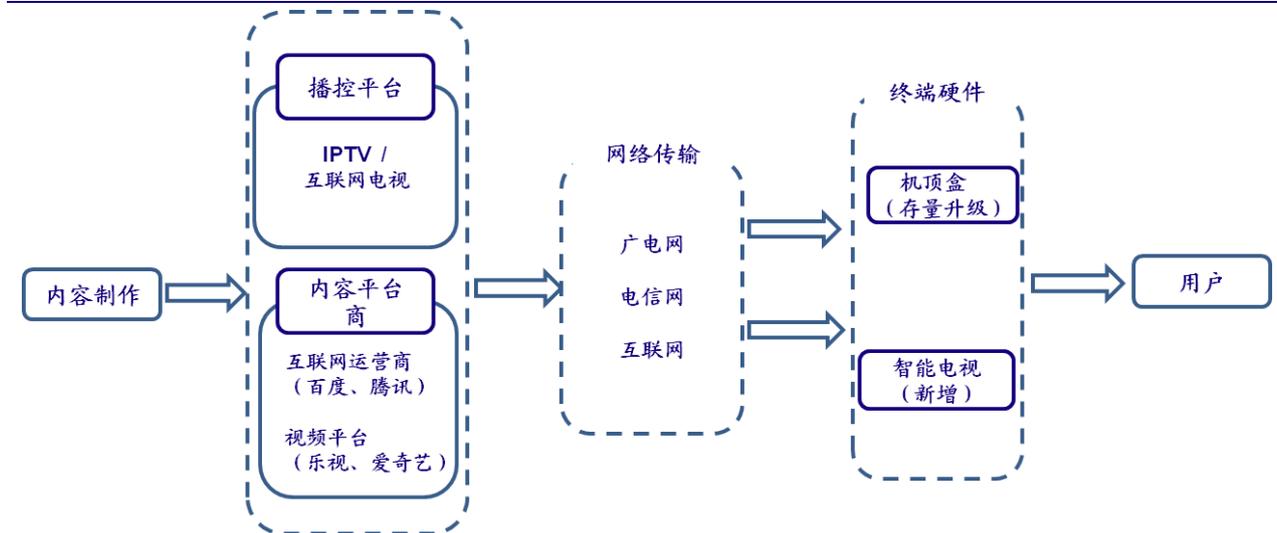
厂商	生产方式	合作方	产品系列	上市时间	营销模式
乐视	代工	夏普(面板)、富士康(电视代工)、高通、CNTV	X60、S40	2013.3	互联网营销
小米	代工	未来电视有限公司、纬创(代工)	小米盒子、小米电视	2013.9	七市首发 200 台
爱奇艺	合作	TCL	尊贵版、经典版	2013.9	京东
阿里	合作	创维数码	42 寸青春版、3D 梦想板、55 寸 3D 梦想版	2013.10.	新品牌酷开仅限于线上销售，创维品牌主要用于线下渠道
同洲电子	代工	晋声科技(飞利浦电视)、广电总局	广电版“飞 TV”	2013.4	广电渠道+电商渠道
联想	代工	京东、夏普		2012.5	电商平台+线下店面

资料来源：中国银河证券研究部

新媒体企业在软件开发、内容提供以及多网融合等方面拥有优势，但在生产制造上不具备制造能力。以乐视、小米为代表的新媒体企业，推出“超级电视”等智能产品，旨在通过“大屏化”趋势，扩大用户群，通过网络营销等方式，提高自身在内容运营市场的份额。新媒体企业并不指望通过电视硬件实现盈利，实际上基本是通过代工或与彩电制造商合作实现软硬件结合。

手机智能化中，网络运营商为扩大用户群，通过提供“合约机计划”对智能手机进行补贴，快速拉动智能手机出货，也催生了对移动 3G 网络的需求。借鉴手机智能化经验，智能电视浪潮中，网络运营商及广电运营商，为吸引更多客户使用其运营服务，也在积极探索通过补贴终端电视产品，加快智能电视生态系统的建设。

图 1: 智能电视生态系统



资料来源: 中国银河证券研究部

电视智能化趋势已成为不可逆转的趋势，深刻改变着产业链各个环节，必将不断催生出各种新盈利模式，也在创造着各种机遇和挑战。

兆驰多年 ODM 经营中，公司在技术创新、成本控制、工艺流程优化等方面，有较强积累，拥有行业领先的制造能力和成本控制能力。公司拥有电视机制造、机顶盒两大终端硬件生产制造能力，生产供应链完整，拥有较强硬件制造能力，能够更快、更好的适应智能化浪潮中出现的契机。目前，公司已公告与同洲电子战略合作（承担机顶盒代工订单）、与华数传媒和阿里三方战略合作（与运营商、电商合作推广智能电视）。公司还在积极接洽智能电视产业链上其他可能合作方，随着智能电视产业链的不断发展和成熟，公司通过特色制造创新发展模式，打开公司未来成长空间。

（二）与华数、阿里战略合作，打造全新智能电视服务。

9月26日，公司与华数集团、阿里签署《三方战略合作协议》，三方建立一个集数字电视、互联网、电子商务平台为一体的新运营模式，共同提供视频、购物、游戏、社区、可视通讯、全屏协同，打造云计算、大数据的智慧运营平台，最终提供真正能感知用户需求的智能电视服务。

公司分别与华数传媒、浙江华数签订《业务合作框架协议》落实合作细则：三方利用各方资源优势，通过华数传媒和浙江华数，实现浙江省全省广电运营服务改造，转变为硬件与运营服务并举，实现经营模式的转变。根据协议内容，三方将通过包括但不限于“预存服务费送智能云电视”等具体的方式实施合作。1) 华数传媒和浙江华数将分别授予兆驰代理销售华数服务产品。2) 兆驰负责智能云电视机终端的研发、设计与制造，并将华数 DVB、OTT、阿里云

OS 融合为一体集成在智能云电视终端。3) 兆驰负责电视机品牌的授权，并在智能云电视机终端的产品丝印。

首批智能云电视将采用“线上销售”（指阿里的电子商务平台）和“线下销售”（指华数传媒和浙江华数的营销渠道）实施，预计 2013 年 11 月正式上市，首期以“预存服务费送智能云电视”的形式推广。

此次兆驰与华数合作，开创全新智能电视销售模式，直接通过华数广电网络渠道和阿里电子商务渠道，同时搭载阿里 OS 操作系统，实现产销一体。通过补贴电视终端产品，鼓励用户使用智能电视，实现华数使用用户拓展和阿里网络营销，从而实现三赢。

我们认为，兆驰、华数与阿里合作，开创互联网时代全新智能电视生态链，为公司未来发展打开空间：

1) 智能电视产业链全新模式创新，打开未来成长空间。

此次兆驰与华数合作，是在智能电视产业链上，彩电制造企业与运营商的一个全新模式。智能电视生态链还在不断发展中，制造业与运营商、内容商以及互联网平台公司都存在合作可能，公司通过此次模式创新，积累经验，提高产业链内知名度，也为未来可能的合作打开空间。

目前公司还在积极接洽智能电视产业链上其他可能合作方，随着智能电视产业链的不断发展和成熟，公司通过特色制造创新发展模式，打开公司未来成长空间。

2) 通过与华数合作，从传统彩电代工企业，转变为品牌厂商，有利于盈利水平提升。

过往公司贴牌生产，产品定价采用成本加成，毛利空间有限。转变成品牌商后，有利于公司毛利率水平提升。同时，公司利用华数渠道网络，外包售后服务等项目，有效控制费用成本，能够最终实现盈利水平提升。

3) 充分利用华数广电渠道以及阿里电子商务渠道，打开国内销售通道，扩大公司销售规模。

目前华数传媒和浙江华数用户覆盖全省超过 1300 万有限电视用户。兆驰作为华数渠道硬件提供商，能够充分利用华数广电渠道，激活现有的有限电视用户转变为互联网电视，同时通过全新经营模式拓展浙江省内新用户，为公司国内电视机销售提供广阔增长空间。

阿里电子商务平台为国内最大电子商务平台，拥有众多网络用户。借助阿里电子商务平台，开辟公司线上销售平台，通过线上、线下双渠道发力，打开国内销售通道，扩大公司销售规模。

4) 相比彩电品牌制造企业，公司拥有更强的成本优势，且不对对现有销售体系造成冲击。

相比传统彩电品牌企业，兆驰在过去多年彩电 ODM 生产经营中，通过零部件标准化，自行完成生产设计以及关键零部件制造，整合产业链上下游，形成了较强的成本优势。超强的价格优势以及供应链反应速度，使得公司能够更好的适应与运营商合作，

此外，彩电品牌制造商在国内已经建立较为完善的销售体系，形成较为成熟的销售市场。与运营商合作，通过运营商渠道销售，势必会对原有销售渠道造成一定冲击，影响原有价格体

系。但对兆驰而言，过去国内销售主要以代工为主，与运营商合作，不会对原有销售体系造成冲击。

（三）同洲战略合作承接机顶盒外包订单。

9月23日，同洲电子推出“飞看”机顶盒，与湖北广电等10个有线运营商签署战略合作意向，拟将国内10省1亿余传统单向DVB（有线电视）机顶盒升级为DVB+OTT（有线电视+互联网）用户。升级完成后，终端用户既可以收看广电运营商节目内容也可以收看互联网业务节目内容，实现家庭视讯的多屏互动。

同洲电子作为数字电视设备集成商，在视讯产品方面具备较为丰富的产品研发、技术服务、方案设计以及市场推广等经验，但公司不具备大规模生产制造能力。而兆驰股份在消费类电子产品生产、制造上拥有较为完整产业链，制造能力强，能够承接较大规模机顶盒生产制造。双方通过产业链协同，共同推进10省“四屏合一电视互联网户户通工程”。

同洲电子同时与兆驰股份签署《战略合作框架协议》，计划在未来两年，拟筹资100亿人民币进行第一期约1600万用户的机顶盒整转。

由于工程项目尚未签署正式合同协议，且未来工程进展以及盈利水平还需紧密跟踪市场需求情况，很难明确项目所涉及的机顶盒制造数量，以及对公司财务贡献。我们简单按照两年1600万台机顶盒数量计算，以目前机顶盒均价200元/台计算，未来两年1600万户改造将给公司带来约30亿左右机顶盒收入。2012年公司数字机顶盒毛利率18%左右，按此计算新增30亿机顶盒收入将给公司带来超过2.5亿元利润贡献。

二、公司竞争优势

（一）市场响应速度快，运营效率高

公司多年代工业务累积很强订单处理能力。近年来，通过技术创新、工艺改进等措施大幅提升运营效率。

根据公司年报，2012年公司人均营收达138万元，人均净利润达11.5万元，位列同行前列。

表格 2: 2011 年国内主要彩电企业人均营收及净利润（单位：百万，%）

公司名称	员工人数	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	人均营收（万元）	人均净利润（万元）
兆驰股份	4671	65	5	138	11.5
TCL 集团	68935	696	8	101	1.2
海信电器	22999	253	16	110	7.0
深康佳	20798	183	0	88	0.2
四川长虹	11363	71	3	63	2.6

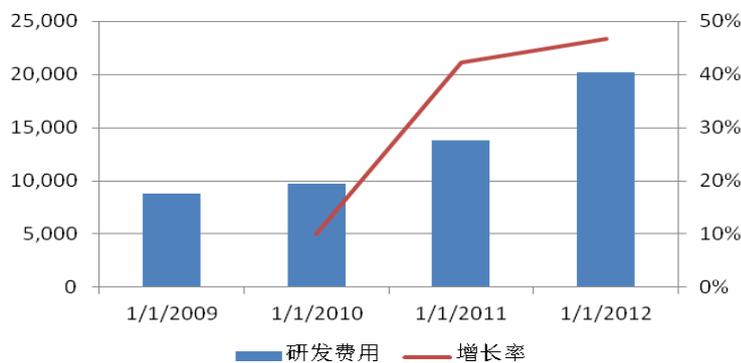
资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

公司运营效率领先的核心竞争力主要体现在：

1. 领先的研发创新能力

公司主要生产和销售消费类电子产品，消费类电子行业的显著特点是产品和技术更新速度快。公司自 2005 年成立至今，在产品和技术上不断推陈出新，占据行业技术研发前沿。公司围绕液晶电视，发展数字机顶盒和蓝光视盘机，形成传统业务三驾马车，在技术集成、研发和创新上走在行业前列。对研发的重视最直接体现在公司长期较高的研发支出。

图 2：公司研发支出与研发费用率（单位：万元，%）



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

公司通过自主研发，在产品制造、功能整合以及外观设计上，强化创新优势：

- 自主研发 LED 灯条，发明透镜贴片技术（通过电路控制扩大散光），减少 LED 背光模组中所用灯珠颗数，降低了制造、人工成本，提高了生产效率，**单位产量提高 70%**。
- 自主研发设计电路，属行业内首创。由传统的解码、电源、背光驱动三块分体板合成一体板，大幅节省成本，提高效率。
- 产业链深化自主研发。目前公司已实现从 LED 灯珠封装到 LED 直下式一体机自主设计制造，电视机模组达 100%。2012 年，公司还将增加导光板自制，进一步深化产业链自主研发制造。
- 满足并创造客户需求，通过功能整合，提供差异化产品。公司产品整合开发优势明显，如集成高清机顶盒+蓝光+网络智能 LEDTV 一体机等产品，将家庭视听产品集成到电视上，简化用户操作，极大的满足海外客户需求。
- 拥有自主知识产权的最前沿外观设计。外观设计上，公司紧跟行业前沿，在金属拉丝、玻璃面板以及窄边框等外观上拥有自主知识产权。2012 年公司还将推出一体化直下式 LED 电视，简化了整机结构（将屏与整机的前框合二为一、后壳与后背板合二为一），减轻了整机重量，美化了外观，目前已申请专利。

2. 精细化管理

公司自主发明单板、组装等自动化测试工装，将生产过程中的 IC 烧录、单板测试集成到一个测试工装上，首创全球自动化测试设备，测试人员由 156 人减至 26 人，极大减少人力成本，生产效率大幅提升。

同时，2012 年公司引入自动化一体机生产线，将模组和整机组装整合到一条生产线，整条生产线工人约 45 人左右，相比行业平均 80 人，大幅节省人工。

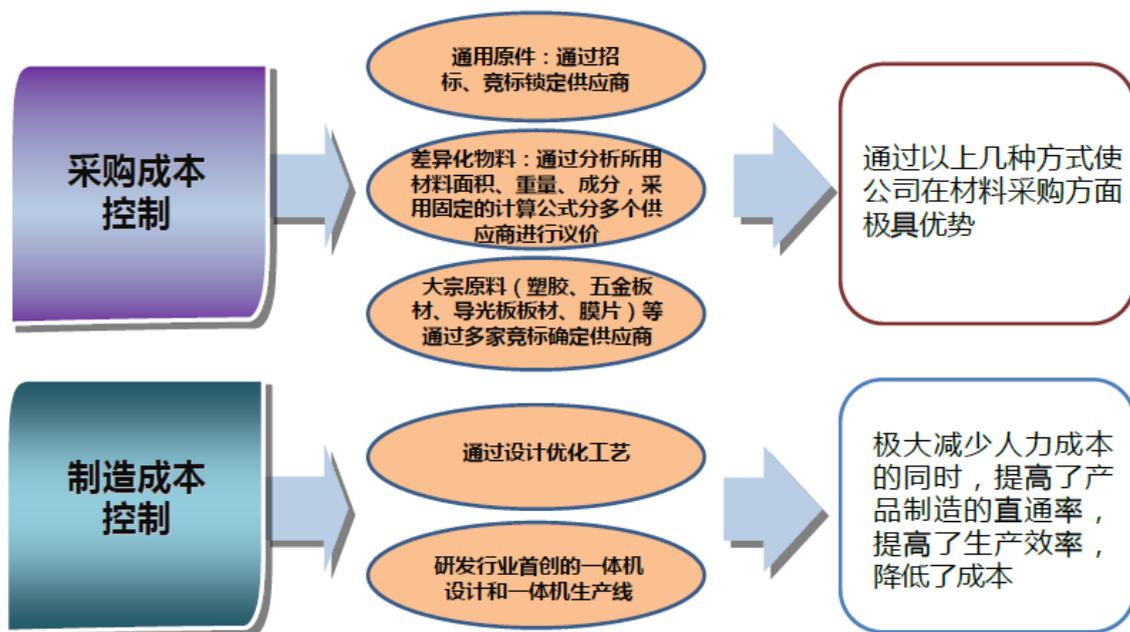
此外，公司充分重视信息技术的应用。在各个重要环节的工作进行一体化的计算机信息管理，推出“目式”订单跟踪系统，使得公司管理层从上至下对订单进度一目了然，其中红灯对于订单进度的掌控，是行业首创的订单管理方法。

(二) 成本控制能力强

公司多年 ODM 经营中，公司在技术创新、成本控制、工艺流程优化等方面，有较强积累，公司的成本优势非常明显。公司彩电代工毛利率在 11% 左右，显著高于台湾冠捷等彩电代工企业（冠捷毛利率在 5% 左右）。

公司标准化零件生产运作可以更有效的从设计环节开始降低整体生产成本，提升公司整体盈利能力。零部件整体模块生产改善了代工产品各模组的兼容性，并且简化了新产品的的设计环节，缩短了生产周期，对客户的订单需求给予了最大程度满足。此外，标准化的零部件可以给予公司产品出货更快的反应速度，有利于更快的抢占新技术产品市场。

图 3：公司超强成本控制能力



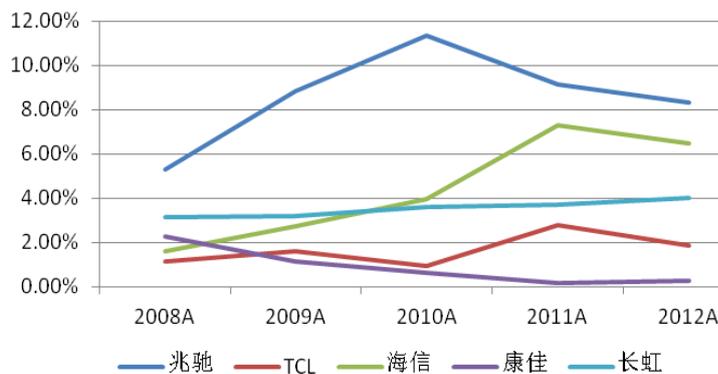
资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

表格 3: 公司毛利率分产品 (单位: %)

产品名称	毛利率 2012A	毛利率 2011A	同比变化
液晶电视	13.4%	11.7%	1.7%
数字机顶盒	18.5%	23.5%	-5.0%
视盘机	8.5%	11.8%	-3.3%
LED 产品及配件	12.3%	5.9%	6.4%
小 计	13.8%	13.7%	0.2%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

图 4: 主要彩电厂商销售净利率 (单位: %)



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

(三) 稳定、优质的客户资源, 培养潜质客户

多年的 ODM 业务中, 公司在技术创新、成本控制、工艺流程优化等方面, 有较强积累。在业内享有较高声誉, 与主流的彩电品牌客户 (TCL、海信等) 以及海外超市客户 (DIXONS、CARREFOUR、WOOLWORTHS) 保持长期合作关系。

由于公司优秀的成本控制能力, 及与客户长期密切合作的关系。同时, 公司抓住智能电视浪潮, 加大与新媒体企业合作, 电视智能化趋势将给公司带来前所未有的机遇。

同时, 公司大力发展的 LED 照明业务, 已与欧普、三雄激光 (日本)、TCL 灯具、三菱化学 (日本)、超霸电子 GP (欧洲) 等一线照明品牌客户建立了合作关系。未来, 照明业务能够充分共享公司现有的海外大型电器卖场和超市渠道资源。渠道资源共享将对照明业务增长提供有力支撑。

(四) 机制灵活, 新技术适应能力强

公司的发展顺应市场潮流, 积极分析市场发展趋势, 在面对行业技术的快速更新升级, 公

司在发展决策上有更强的灵活性，主营业务重心从公司刚成立时的 DVD 业务到后来机顶盒业务，从液晶电视整体取代 CRT 电视，再到今年的 LED 爆发和智能电视普及，公司始终走在行业技术革新的前端，保证了公司近年来收入和利润不断提升。

（五）创业团队凝聚力强，管理层激励到位

公司管理团队为多年创业团队，在公司成立前有 3 年的 DVD 创业合作。公司自 2005 年成立以来，发展迅猛，2010 年公司高清机顶盒的市场占有率将达到 30%，成为全球最大数字机顶盒制造商。2011 年，公司液晶电视同比增速 84%，是国内彩电出口增速最快的公司。管理团队稳定，向心力强，这是公司业务能够快速发展起来的关键。

公司主要股东中，新疆兆驰和鑫驰投资分别持有公司 64.19% 和 2.99% 股权。其中，新疆兆驰由公司管理层出资设立；鑫驰投资是由公司核心业务人员出资设立。通过新疆兆驰和鑫驰投资，形成了公司特有的股权结构。我们认为，这种股权安排，通过激励约束机制，能够充分调动各方积极性，统一公司主要参与者的利益，稳定和凝聚团队合作，保持公司稳定经营和快速发展。

三、未来投资亮点

（一）顺应电视智能化潮流，打开未来成长空间

电视智能化趋势已成为不可逆转的趋势，深刻改变着产业链各个环节，必将不断催生出各种新盈利模式，也在创造着各种机遇和挑战。

兆驰多年 ODM 经营中，公司在技术创新、成本控制、工艺流程优化等方面，有较强积累，拥有行业领先的制造能力和成本控制能力。公司拥有电视机制造、机顶盒两大终端硬件生产制造能力，生产供应链完整，拥有较强硬件制造能力，能够更快、更好的适应智能化浪潮中出现的契机。目前，公司已公告与同洲电子战略合作（承担机顶盒代工订单）、与华数传媒和阿里三方战略合作（与运营商、电商合作推广智能电视）。公司还在积极接洽智能电视产业链上其他可能合作方，随着智能电视产业链的不断发展和成熟，公司通过特色制造创新发展模式，打开公司未来成长空间。

（二）LED 逐步发力，未来发展可期

2011 年，公司为充分发挥上下游产业链一体化优势，积极布局 LED 产业。2012 年，公司实现 LED 总收入约 3 亿元，其中自用 LED 灯珠等收入约 8000 万，外供收入约 2.2 亿元。

公司在保持原有的三个产品（液晶电视机、数字机顶盒、蓝光视盘机）稳健成长的基础上，持续加大对 LED 照明、封装、背光的投入。2013 年 7 月，公司公告全资子公司深圳兆驰节能照明与三安光电有限公司签订战略采购协议框架。计划在未来 1 年内，向三安光电采购发光二极管 5 亿人民币。2012 年公司 LED 芯片采购约 9000 万，按照公司采购量推算，2013 年有望实现 LED 收入超 10 亿元。

LED 照明与封装业务与现有电视业务形成产业链协同。同时，随着 LED 照明行业的发展和成熟，公司 LED 照明将成为公司下一个利润增长点。

依托公司强大的产品创新、成本以及出口渠道优势，通过技术、管理以及资源共享，公司 LED 照明产业增长潜力巨大：

1. 客户资源共享。公司原有电视、机顶盒以及视盘机业务中，累积了广泛的客户资源。与全球电子电器公司品牌厂商建立了战略合作关系。LED 照明市场的兴起，主要的电器品牌厂商（飞利浦、东芝、TCL 等）加大在 LED 照明领域布局和开拓，为公司 LED 照明 ODM 业务拓展提供天然渠道。

2. 拓展技术研发，发挥成本领先优势。公司在消费类电子行业多年发展中，累积了丰富的研发经验。目前，自主研发透镜贴片技术，通过电路板控制扩大散光，实现透光 70% 以上。

3. 自供电视背光模组，提高晶元利用率。公司 LED 封装供应 LED 照明和封装两部分，相比仅做 LED 照明的封装类企业，能够消化不同功率灯珠，减少废料，最大化晶元利用率。

我们预计 2013 年公司 LED 产品将贡献收入 10 亿元左右。LED 照明较高的毛利率也促进公司盈利能力的提升。

（三）兆驰产业园即将投产，提供充足产能保证

由于公司液晶电视和机顶盒等产品订单饱满，在销售旺季公司产能一直处于紧张状态。公司新业务拓展，未来将产生更大产能需求，仅以目前产能难以满足公司未来生产和发展需求。

公司投资 15 亿元，建筑面积 48 万平米兆驰产业园。计划产业园在 2013 年建成，预计将于 2014 年初逐步开始投入生产，主要用于生产数字液晶电视机、数字机顶盒、视盘机、LED 照明等高端电子产品，产能将是目前的 4 倍，将彻底解决目前产能瓶颈问题，并有效解决目前工厂位于多处带来的管理困难等问题。

表格 4：公司年产能

主要产品	液晶电视	LED	机顶盒
光明工厂	230 万台/年		
松岗工厂	190 万台/年		
沙井工厂	430 万台/年		
现有产能合计	850 万台/年	80 条生产线	500 万台
新工业园产能	1000 万台/年	200~300 条生产线	1500~2000 万台

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四、盈利预测及估值

公司顺应智能电视发展浪潮，与华数、阿里合作开创全新运营模式，打开公司电视国内销售通道；与同洲电子合作，机顶盒国内代工业务也将逐渐贡献业绩。同时，随着 LED 背光及照明外包需求增加，公司 LED 业务也将成为重要增长点。综合考虑，预计公司 2013/2014 年净利润分别为 6.7 亿、9.4 亿元，同比分别增长 25% 和 40%，约合 EPS 0.63 元、0.88 元。目前公司股价对应 2013 年估值在 20 倍左右，对应 2014 年估值在 14 倍左右。考虑到公司新经营模式下未来巨大成长空间，给予“推荐”评级。

表 5: 盈利预测表 (单位: 百万, %)

科目(单位: 百万)	2010 年 A	2011 年 A	2012 年 A	2013 年 E	2014 年 E
一、营业总收入	3,019	4,473	6,457	7,805	10,829
营业收入增长率	6.2%	48.2%	44.3%	20.9%	38.7%
二、营业总成本	2,623	4,012	5,860	7,014	9,706
其中: 营业成本	2,531	3,862	5,563	6,714	9,254
毛利率(简单测算)	16.2%	13.7%	13.8%	14.0%	14.5%
营业税金及附加	1	5	20	32	45
销售费用	44	66	102	153	230
销售费用率	1.5%	1.5%	1.6%	2.0%	2.1%
管理费用	41	79	106	106	152
管理费用率	1.4%	1.8%	1.6%	1.4%	1.4%
财务费用	-10	-22	-11	-12	-10
资产减值损失	15	21	80	20	35
加: 公允价值变动收益	0	-0	0	0	0
投资收益及其它	0	13	24	20	18
三、营业利润	396	473	620.96	812	1,141
加: 营业外收入	5	12	6	10	10
减: 营业外支出	0	1	1	1	1
四、利润总额	401	484	626	821	1,150
减: 所得税费用	58	77	90	150	210
综合所得税率	14.5%	15.9%	14.4%	14.6%	14.7%
五、净利润	343	408	536	671	940
归属于母公司净利润	343	408	536	671	940
净利润率	11.4%	9.1%	8.3%	8.6%	8.7%
少数股东损益	0	0	0	0	0
少数股东损益占比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
六、总股本	1068	1068	1068	1068	1068
七、按期末股数简单每股收益:	0.32	0.38	0.50	0.63	0.88
净利润增长率	36.9%	18.8%	31.6%	25.1%	40.1%

资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

袁浩然，行业证券分析师；郝雪梅，行业证券分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

格力电器、美的电器、青岛海尔、海信电器、TCL、苏泊尔、老板电器、华帝股份、兆驰股份、美菱电器、奥马电器、ST 科龙、合肥三洋、小天鹅、三花股份、华声股份、蒙发利、九阳股份、万和电气、爱仕达、哈尔斯、阳光照明、常发股份、康盛股份等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京地区：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
北京地区：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn