

兆驰股份 (002429.SZ) 视听器材行业

评级: 买入 上调评级

公司点评

蔡益润

联系人
(8621)61356501
caiy@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

看好电视设计和销售的创新模式，上调评级

事件

- 兆驰股份和华数集团、阿里签署三方战略合作协议，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，合作方式包括但不限于“预存服务费送智能云电视”。同时公司分别与华数传媒、浙江华数签署了在杭州网与浙江省网的具体业务运作协议。
- 首期产品将以“预存服务费送智能云电视”的形式推广。公司将与华数传媒、浙江华数分别确定“预存服务费送智能云电视”以及其他具体营销计划，由华数传媒和浙江华数负责项目的本地及全国推广宣传。
- 首批智能云电视的销售渠道包括“线上销售”（阿里的电子商务平台）和“线下销售”（华数传媒和浙江华数的营销渠道），预计 2013 年 11 月正式上市。
- 华数传媒和浙江华数分别授予兆驰代理销售华数服务产品，而兆驰负责智能云电视的研发、设计和制造以及电视机品牌的授权。兆驰强调，公司并不仅仅是硬件提供商，而是会积极参与运营。

评论

新产品性能较优，应用丰富，竞争力强：即将面世的产品将搭载阿里云 OS 操作系统和高清数字机顶盒、华数彩虹机顶盒，内置多项应用，并集成了华数的数字电视、互联网点播和宽带服务，只需一个遥控器就能实现上述功能，使用便捷，因此新产品在硬件、内容提供和操作系统方面均具有较强竞争力。预计全线产品将于 11 月推出。

“预存服务费送智能云电视”开创电视销售新模式：公司将以“非常优惠的现金支付金额+预存一定数额服务费”的形式来销售电视；未来也有可能采取其他方式，如“买电视送服务费”等。由于华数拥有宽带业务，因此预存的服务费不仅可用来点播视频等，还可以用于宽带费用，这将大大缩短预存费用的使用期限，吸引更多消费者购买。预计公司将在 10 月推出完整方案。目前新销售模式只在浙江省内推广，如推广成功有望向省外延伸。浙江省年销售电视约 400 万台，公司有望争取较高份额。由于兆驰是代工厂，成本控制能力非常优秀，且不必负担大量销售人员的费用，可以保证终端价格的竞争力。

新模式契合各方诉求，兆驰强调承担运营角色：在该合作模式下，华数可吸引更多宽带用户，提高用户粘性，并可培养用户点播高清视频等高端消费习惯；阿里可扩大“阿里云 OS 系统”的用户群，培养消费者通过电视进行购物、支付的习惯；而兆驰不仅销售硬件，还将参与运营，拥有定价权、方案设计权、销售权，从而可享有远高于传统业务的利润率，同时推动业务的转型。但公司并未透露具体的运营分工。

投资建议

调整盈利预测：预计 2013-2015 年收入为 72.9、90.5 和 107.3 亿元，同比增速分别为 12.8%、24.2%和 18.7%；净利润 6.2、8.3 和 10.1 亿元，同比增长 14.9%、34.1%和 24.4%。EPS 为 0.577、0.774 和 0.959 元。

投资建议：我们看好新模式的产品和价格竞争力，尽管目前的利润分配和运营分工尚不明确，但考虑到兆驰拥有定价权、方案设计和销售权，范围已超出单纯的制造，因此可以提升公司的估值，给予 20×14EPS，对应目标价 15.48 元，存在 21%上涨空间，上调评级至“买入”。

投资建议

利润分配和运营分工可能低于预期。

“兆驰·阿里·华数”首创智能云电视运营新模式新闻发布会纪要录

新产品性能优，应用丰富，竞争力强

- 即将面世的产品将是国内首款三合一电视终端，搭载阿里云 OS 操作系统，内置聚划算、支付宝、水电煤、淘宝等多项应用，集成了华数的数字电视、互联网点播和上网服务，并内置高清数字机顶盒、华数彩虹机顶盒。
- 实现这些功能原本需要两个机顶盒、三个遥控器、多条数据线，而新产品将所有功能集成在一个芯片上，只需一个遥控器即可实现，没有数据线和外观机顶盒，成本低，使用便捷。
- 公司将推出全尺寸的系列产品，预计 11 月份可以上市。
- 电视的售后将由兆驰负责外包。

“预存服务费送智能云电视”开创电视销售新模式

- 首期新产品将采取“预存服务费送电视”的运营模式：公司将以“非常优惠的现金支付金额+预存一定数额服务费”的形式来销售电视；未来也有可能采取其他方式，如“买电视送服务费”等。由于华数拥有宽带业务，因此预存的服务费不仅可以用来点播视频等，还可以用于宽带费用，这将大大缩短预存费用的使用期限，吸引更多消费者购买。例如，如排除宽带费用，每年视频点播费用约 200-300 元，则预存 1500 元（仅是举例，不代表真实预存金额）需要 5-7.5 年才能使用完毕，但是如果加上宽带费用，则一年左右就可以用完；这对消费者的吸引力会大为增强。预计公司将在 10 月推出完整方案。
- 兆驰强调，自己在该合作项目中并不只是硬件制造商，而将参与运营，成为运营中介，具体内容目前仍不便透露。兆驰在合作中将拥有定价权、方案设计权（公司聘请了一名精算师）、销售权、主动权，从而可以享有高于传统业务的利润率。公司并未透露能否参与服务费的分成。
- 本次发布产品的目标人群是对于电视品牌不太在意，更注重内容、服务或者性价比的消费者。目前该合作模式仅在浙江省内推行，而浙江省电视年销量 400 万台，如果能够占据 30% 的份额，则对应 120 万台。
- 新电视的销售渠道包括天猫和华数营业厅。不通过家电大连锁等实体渠道销售的原因是避免增加渠道费用，保持产品的价格竞争力。
- 在浙江省内，华数的媒体运营能力很强，有利于保证营销的力度和效果。
- 如果在浙江省推广成功，那么可以向所有覆盖了双向网的地区推行，而推行的关键在于能否与当地有限电视运营商达成合作。

新模式契合各方诉求，兆驰强调承担运营角色

- 对于华数：吸引更多宽带网用户，提高用户粘性，培养用户的高端消费习惯（比如点播高清视频等）。
- 对阿里：培养消费者通过电视购物、支付的用户习惯，扩大阿里云 OS 系统的受众群体。
- 对兆驰：将摆脱单一盈利模式，形成集研发、互联网业务、媒体中介服务、影视服务、视频内容制作等多元化发展模式。

兆驰股份的成本优势保证竞争力

- 作为国内最优秀的电视代工厂，兆驰股份的制造能力和成本控制能力非常优秀，并且没有实体渠道、不需要承担大量销售人员的费用，因此能够保证终端价格的竞争力。而现有整机厂的研发、销售投入较高，价格竞争力较弱。
- 另外，公司与运营商等合作伙伴之间存在先发优势。

其他

- 公司虽然现金充裕，但不会做银行。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 4,473 | 6,457 | 7,285 | 9,047 | 10,734 | 11,098 |
| 增长率 | 48.2% | 44.3% | 12.8% | 24.2% | 18.7% | 3.4% |
| 主营业务成本 | -3,862 | -5,563 | -6,291 | -7,745 | -9,146 | -9,453 |
| % 销售收入 | 86.3% | 86.2% | 86.4% | 85.6% | 85.2% | 85.2% |
| 毛利 | 612 | 894 | 994 | 1,302 | 1,589 | 1,645 |
| % 销售收入 | 13.7% | 13.8% | 13.6% | 14.4% | 14.8% | 14.8% |
| 营业税金及附加 | -5 | -20 | -22 | -27 | -32 | -33 |
| % 销售收入 | 0.1% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 营业费用 | -66 | -102 | -146 | -163 | -182 | -183 |
| % 销售收入 | 1.5% | 1.6% | 2.0% | 1.8% | 1.7% | 1.7% |
| 管理费用 | -79 | -106 | -131 | -154 | -172 | -183 |
| % 销售收入 | 1.8% | 1.6% | 1.8% | 1.7% | 1.6% | 1.7% |
| 息税前利润 (EBIT) | 461 | 665 | 695 | 958 | 1,202 | 1,246 |
| % 销售收入 | 10.3% | 10.3% | 9.5% | 10.6% | 11.2% | 11.2% |
| 财务费用 | 22 | 11 | 12 | 12 | 6 | 23 |
| % 销售收入 | -0.5% | -0.2% | -0.2% | -0.1% | -0.1% | -0.2% |
| 资产减值损失 | -21 | -80 | -8 | -25 | -26 | -21 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 13 | 24 | 20 | 20 | 20 | 30 |
| % 税前利润 | 2.6% | 3.8% | 2.8% | 2.1% | 1.7% | 2.3% |
| 营业利润 | 473 | 621 | 719 | 965 | 1,202 | 1,278 |
| 营业利润率 | 10.6% | 9.6% | 9.9% | 10.7% | 11.2% | 11.5% |
| 营业外收支 | 11 | 5 | 6 | 7 | 8 | 8 |
| 税前利润 | 484 | 626 | 725 | 972 | 1,210 | 1,286 |
| 利润率 | 10.8% | 9.7% | 10.0% | 10.7% | 11.3% | 11.6% |
| 所得税 | -77 | -90 | -109 | -146 | -181 | -193 |
| 所得税率 | 15.9% | 14.4% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 408 | 536 | 616 | 826 | 1,028 | 1,093 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 408 | 536 | 616 | 826 | 1,028 | 1,093 |
| 净利率 | 9.1% | 8.3% | 8.5% | 9.1% | 9.6% | 9.9% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 408 | 536 | 616 | 826 | 1,028 | 1,093 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 37 | 102 | 34 | 65 | 81 | 80 |
| 非经营收益 | -35 | -48 | 18 | -5 | -17 | -58 |
| 营运资金变动 | -569 | -257 | -132 | -401 | -434 | 545 |
| 经营活动现金净流 | -159 | 334 | 536 | 486 | 658 | 1,660 |
| 资本开支 | -208 | -94 | -360 | -263 | -112 | -114 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -1 |
| 其他 | -518 | 283 | 20 | 20 | 20 | 30 |
| 投资活动现金净流 | -727 | 189 | -340 | -243 | -92 | -85 |
| 股权募资 | 0 | 19 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 1,416 | -411 | -552 | -221 | -230 | 106 |
| 其他 | -186 | -184 | -46 | -22 | -11 | -6 |
| 筹资活动现金净流 | 1,231 | -577 | -597 | -243 | -241 | 100 |
| 现金净流量 | 345 | -53 | -401 | 0 | 325 | 1,675 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 2,419 | 1,901 | 1,500 | 1,500 |
| 应收款项 | 1,039 | 1,097 | 1,501 | 1,806 |
| 存货 | 632 | 912 | 892 | 1,093 |
| 其他流动资产 | 631 | 1,006 | 865 | 987 |
| 流动资产 | 4,721 | 4,915 | 4,757 | 5,386 |
| % 总资产 | 92.4% | 91.2% | 85.6% | 83.9% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 177 | 252 | 580 | 794 |
| % 总资产 | 3.5% | 4.7% | 10.4% | 12.4% |
| 无形资产 | 195 | 195 | 207 | 222 |
| 非流动资产 | 387 | 472 | 802 | 1,036 |
| % 总资产 | 7.6% | 8.8% | 14.4% | 16.1% |
| 资产总计 | 5,108 | 5,388 | 5,559 | 6,422 |
| 短期借款 | 1,415 | 1,004 | 453 | 232 |
| 应付款项 | 698 | 884 | 1,070 | 1,317 |
| 其他流动负债 | 13 | 78 | 11 | 16 |
| 流动负债 | 2,127 | 1,967 | 1,535 | 1,565 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 56 | 82 | 66 | 71 |
| 负债 | 2,182 | 2,049 | 1,601 | 1,637 |
| 普通股股东权益 | 2,926 | 3,339 | 3,958 | 3,057 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债股东权益合计 | 5,108 | 5,388 | 5,559 | 6,422 |

比率分析

| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014 |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | |
| 每股收益 | 0.863 | 0.757 | #DIV/0! | 0.774 |
| 每股净资产 | 4.127 | 4.690 | 5.560 | 4.293 |
| 每股经营现金净流 | -0.186 | 0.505 | 0.502 | 0.455 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.300 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | |
| 净资产收益率 | 13.93% | 16.06% | 15.57% | 27.03% |
| 总资产收益率 | 7.98% | 9.95% | 11.09% | 17.60% |
| 投入资本收益率 | 8.87% | 12.96% | 13.27% | 24.42% |
| 增长率 | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 48.20% | 44.34% | 12.83% | 24.18% |
| EBIT增长率 | 14.83% | 44.40% | 4.44% | 37.83% |
| 净利润增长率 | 18.83% | 31.58% | 14.92% | 34.08% |
| 总资产增长率 | 62.42% | 5.48% | #DIV/0! | 15.52% |
| 资产管理能力 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 48.1 | 48.6 | 52.5 | 50.0 |
| 存货周转天数 | 58.6 | 52.9 | 55.0 | 55.0 |
| 应付账款周转天数 | 49.9 | 48.3 | 50.0 | 50.0 |
| 固定资产周转天数 | 13.1 | 10.9 | 11.1 | 19.6 |
| 偿债能力 | | | | |
| 净负债/股东权益 | -34.34% | -26.87% | -26.44% | -41.46% |
| EBIT利息保障倍数 | -21.3 | -63.2 | -59.7 | -78.2 |
| 资产负债率 | 42.73% | 38.03% | 28.80% | 34.88% |

来源：公司年报、国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

| | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|---|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2012-07-02 | 买入 | 11.78 | 15.42 ~ 16.37 |
| 2 | 2012-07-18 | 买入 | 12.05 | 15.42 ~ 16.37 |
| 3 | 2012-07-31 | 买入 | 10.76 | 15.42 ~ 16.37 |
| 4 | 2012-10-15 | 买入 | 13.52 | 15.42 ~ 16.37 |
| 5 | 2012-10-23 | 买入 | 13.49 | 15.80 ~ 16.98 |
| 6 | 2012-12-05 | 买入 | 12.09 | 15.80 ~ 16.98 |
| 7 | 2013-02-28 | 增持 | 14.56 | 16.98 ~ 16.98 |
| 8 | 2013-07-18 | 增持 | 9.00 | N/A |

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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作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: 0755-83831378 |
| 传真: (8621)-61038200 | 传真: 010-6621 6793 | 传真: 0755-83830558 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 邮编: 100053 | 邮编: 518000 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层 | 地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net