

证券研究报告—动态报告/公司快评
家用电器
视听器材
兆驰股份 (002429)
重大事项点评
推荐

(维持评级)

2013年12月04日

收购浙江飞越，为广电渠道拓展再添一翼

证券分析师：王念春

0755-82130407

wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120027

联系人：曾婵

曾婵

0755-82130646

zengchan@guosen.com.cn

事项：

12月3日晚，公司公告收购浙江飞越数字科技有限公司。浙江飞越成立于2004年，经过多年的发展和资源整合，已成为浙江本土较大的三网融合终端服务企业，具有良好客户资源和销售网络。公司以自有资金1亿元（首期支付6000万元，主要为浙江飞越在三网融合方面和与运营商相关的技术价值；后续的4000万元根据业绩承诺的具体实现情况支付）受让何明耀所持有的浙江飞越100%的股权。飞越承诺14-16年收入不低于4.5亿元、5.5亿元、6.5亿元。

内容：

■ 收购浙江飞越，打开广电销售渠道、获取云计算及软件设计能力的提升

在“三网融合”的背景下，国内互联网企业纷纷介入电视、机顶盒等领域，传统电视厂商也在积极寻求转型，市场竞争非常激烈。为掌握更多的自主定价权，提高消费类电子产品的盈利能力，公司积极寻求国内业务转型，拓展运营商和电商渠道，如公司2013年9月与华数签订的合作协议是初步的尝试。转变运营模式，介入国内运营商市场，改变了公司的营销体系、组织架构、结算方式、物流运输、售后服务方式等。

公司自成立以来，一直以ODM的方式进行经营，在制造方面优势明显；但与运营商合作的新模式中，公司在广电渠道资源、合作经验、软件技术尤其是运营商加密技术等方面存在不足，此次收购浙江飞越，能有效实现优势互补，发挥协同效应，是打开广电销售渠道的一把钥匙。

- ✓ 飞越拥有多年与广电系统合作的经验。浙江飞越是一家在国家三网融合背景下致力于“互联网、云计算、物联网”等终端服务领域的国家级高新技术企业、三网融合云终端服务提供商，在浙江省内外广播电视行业树立了较好的企业品牌与客户知名度。飞越与华数、贵州、河北、湖南、新疆等广电运营商均具有良好的合作关系，对公司未来在广电渠道的业务拓展有促进作用。
- ✓ 飞越与华数关系密切，能更好地推动“充服务费送电视”活动在浙江地区的推广和销售。飞越是华数长期的机顶盒供应商，与华数已有多年的合作关系，双方合作默契更佳。未来，公司将通过飞越与华数在浙江地区推广“充服务费送电视”活动，预计能获得更好的效果。
- ✓ 飞越拥有良好的软件设计能力，在运营商加密技术、付费系统等方面的设计比公司更有优势，可弥补公司软件设计方面的不足。目前，浙江飞越拥有专利8项，计算机软件著作权20项。
- ✓ 公司通过飞越子公司销售电视、机顶盒，可避免公司直接从事零售业务，与原有ODM客户形成冲突。

此次合作，公司将飞越定位为软件设计商、广电渠道销售商，对公司的营销体系、组织架构、结算方式、运营商渠道资源等方面均有促进作用。

■ 浙江飞越14-16年收入承诺16.5亿

公司收购浙江飞越后，何明耀承诺至少在目标公司任职三年并担任总经理一职，本次收购的对价根据业绩承诺的实现情况分四期进行支付，以形成有效的约束和激励机制。

飞越承诺，14-16年收入分别不低于4.5亿元、5.5亿元、6.5亿元，相对12年的年复合增速19.27%；其中，电视销售收入分别不低于3亿元、4亿元、5亿元。今年12月公司将在浙江地区开启“充服务费送电视”活动的预售，明年将正式销售，因此，飞越对公司的收入和业绩贡献将在14年开始显现。

表 1: 浙江飞越 14-16 年的收入承诺 (亿元)

	2014 年	2015 年	2016 年
电视	3.0	4.0	5.0
机顶盒	1.5	1.5	1.5
合计	4.5	5.5	6.5
收入增长率	17.47%	22.22%	18.18%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 浙江飞越 2012 年度及截至 2013 年 8 月 31 日的主要财务数据 (百万元)

	2013 年 1-8 月	2012 年
营业收入	32.06	38.31
营业利润	-5.82	-2.09
净利润	-5.26	-0.83
经营活动产生的现金流量净额	-1.07	6.76

	2013 年 8 月 31 日	2012 年 12 月 31 日
资产总额	89.59	80.51
负债总额	66.99	52.65
净资产	22.59	27.85
应收款项	32.03	24.25

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 维持“推荐”评级

此次公司收购浙江飞越，进一步表明了公司在广电渠道拓展的信心和决心，同时也看到了公司积极地完善在该渠道的软件设计、资源积累、运营经验、营销体系等方面的能力。与华数在浙江地区的合作模式，将对其他省市形成示范效应，未来该模式大概率会复制到其他省市，进一步拓展公司的渠道、规模。我们认为，公司一直在积极的从制造商向“制造商+运营商”的转变，相比同类公司而言，公司很好地顺应时代的变化率先改变了自身的经营模式，我们期待和看好公司的转型。

由于此次收购公告仅披露收入承诺，其中的关联交易部分还无法详细拆分，因此，我们暂时维持前期的盈利预测，预计13/14/15年EPS分别为0.58/0.86/1.15元，维持“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1901	2000	2000	2000
应收款项	1097	1652	2395	3089
存货净额	912	1065	1531	1968
其他流动资产	1006	904	1311	1691
流动资产合计	4915	5621	7236	8749
固定资产	252	486	509	525
无形资产及其他	191	178	165	152
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	0	6	12	18
资产总计	5388	6291	7922	9444
短期借款及交易性金融负债	1004	1303	1794	1991
应付款项	825	977	1403	1804
其他流动负债	127	135	195	250
流动负债合计	1957	2414	3391	4046
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	92	102	112	122
长期负债合计	92	102	112	122
负债合计	2049	2516	3503	4168
少数股东权益	0	0	(0)	(3)
股东权益	3339	3774	4419	5279
负债和股东权益总计	5388	6291	7922	9444

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.50	0.58	0.86	1.15
每股红利	0.17	0.17	0.26	0.35
每股净资产	3.13	3.53	4.14	4.94
ROIC	13%	14%	17%	19%
ROE	16%	16%	21%	23%
毛利率	14%	14%	15%	15%
EBIT Margin	10%	10%	10%	11%
EBITDA Margin	11%	11%	11%	11%
收入增长	44%	17%	45%	29%
净利润增长率	32%	16%	48%	33%
资产负债率	38%	40%	44%	44%
息率	1.2%	1.2%	1.8%	2.4%
P/E	27.1	24.7	16.7	12.5
P/B	4.4	4.1	3.5	2.9
EV/EBITDA	24.2	22.3	16.0	12.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6457	7535	10926	14095
营业成本	5563	6482	9311	11972
营业税金及附加	20	23	33	42
销售费用	102	121	197	247
管理费用	110	139	242	309
财务费用	(11)	5	25	44
投资收益	24	10	11	12
资产减值及公允价值变动	(79)	(50)	(50)	(50)
其他收入	4	0	0	0
营业利润	621	727	1080	1443
营业外净收支	5	5	5	5
利润总额	626	732	1085	1448
所得税费用	90	110	163	217
少数股东损益	0	0	1	2
归属于母公司净利润	536	622	921	1229

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	536	622	921	1229
折旧摊销	22	30	40	47
公允价值变动损失	79	50	50	50
应付账款	176	151	426	401
财务费用	(11)	5	25	44
营运资本变动	(448)	(409)	(1119)	(1046)
其他	(176)	(151)	(427)	(404)
经营活动现金流	189	293	(108)	277
资本开支	(15)	(300)	(100)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(15)	(306)	(106)	(106)
权益性融资	(4)	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(181)	(187)	(276)	(369)
其它融资现金流	(328)	299	490	198
融资活动现金流	(693)	112	214	(171)
现金净变动	(518)	99	0	0
货币资金的期初余额	2419	1901	2000	2000
货币资金的期末余额	1901	2000	2000	2000
企业自由现金流	126	(23)	(207)	197
权益自由现金流	(202)	280	305	432

相关研究报告:

- 《兆驰股份-002429-重大事项点评: 与中青宝合作, 参与平台运营新模式》 —— 2013-10-25
- 《兆驰股份-002429-2013 年三季报点评: 看好新模式未来的业绩贡献》 —— 2013-10-22
- 《兆驰股份-002429-新模式、新成长》 —— 2013-09-27
- 《兆驰股份-002429-深度报告: 因时而变、寻求新的成长空间》 —— 2013-09-12
- 《兆驰股份-002429-2012 年三季报点评: 制造环节创新成效扩大》 —— 2012-10-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行