

## 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

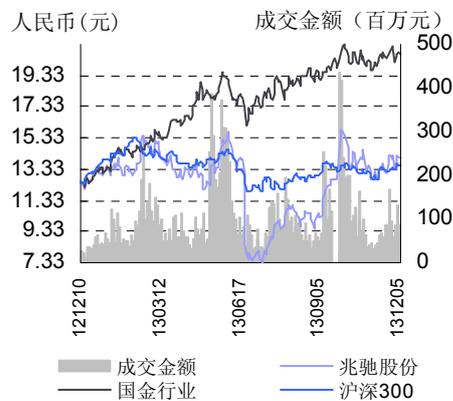
市价(人民币): 14.04元

## 新模式下电视内销有望放量, LED持续增长

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)	1,049.57
总市值(百万元)	149.94
年内股价最高最低(元)	15.80/7.33
沪深300指数	2452.29
中小板指数	6100.44



## 相关报告

- 《看好电视设计和销售创新模式,上调评级》, 2013.9.27
- 《公司看好LED业务前景,积极布局》, 2013.7.18
- 《利润增速低于预期,维持13年盈利预测》, 2013.2.28

蔡益润 联系人  
(8621)60230249  
caiyu@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)60230220  
huangting@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.575	0.753	0.548	0.757	0.956
每股净资产(元)	4.13	4.69	3.55	4.04	4.86
每股经营性现金流(元)	-0.19	0.51	1.27	0.51	0.71
市盈率(倍)	13.30	17.14	25.60	18.54	14.68
行业优化市盈率(倍)	19.90	22.99	28.62	28.62	28.62
净利润增长率(%)	18.83%	31.58%	9.20%	38.08%	26.30%
净资产收益率(%)	13.93%	16.06%	15.46%	18.75%	19.66%
总股本(百万股)	708.81	711.95	1,067.93	1,067.93	1,067.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **明年液晶电视侧重发展内销新模式:** 明年液晶电视的业务重点将在于内销,特别是发展和运营商的合作模式,预计在12月中旬可以确定产品价格,之后很快可以上市销售,具体价格可能比之前预期的方案更优惠。由于需覆盖物流配送和售后费用,产品毛利率将远高于电视OEM业务,预计扣除费用后净利率也可高于传统电视ODM业务。
- **LED业务竞争力较强,期待明年持续增长:** 我们预计今年LED业务全年收入可超过6亿元,销售占比约为对内背光占20%、对外背光占40%、照明和封装各占20%。背光的毛利率水平较高,照明次之,封装的毛利率较低。公司的电视背光竞争力较强,一方面自用产品规模大,有助于摊薄成本,另一方面可结合背光模组进行整体设计。但是未来随着内地厂商进入该行业、竞争加剧,毛利率或受到压力。明年公司LED收入有望再次实现翻番增长。
- **内置中青宝游戏丰富内容,对业绩影响较小:** 在与中青宝的合作中,公司可丰富终端内容,而中青宝可拓展第三方渠道,双方均不会大幅增加成本。目前确定能够内置游戏的是公司与华数合作生产的产品,如按照潜在用户数量及ARPU值测算,预计对公司业绩的拉动较小。

## 投资建议

- 预计2013-2015年公司收入为66.9、83.6和98.9亿元,同比增长3.7%、24.9%和18.3%;净利润5.86、8.09和10.2亿元,同比增长9.2%、38.1%和26.3%,EPS为0.548、0.757、0.956元。现价14.04元对应25.6×13EPS/18.5×14EPS,考虑其模式创新及延伸潜力,维持买入评级。

## 风险

- 与华数合作的产品放量低于预期的风险。
- LED背光毛利率下降的风险。

## 内容目录

明年液晶电视侧重发展内销新模式.....	3
有望在 12 月推出和运营商合作的产品.....	3
LED 业务竞争力较强，期待明年持续增长.....	3
内置中青宝游戏丰富内容，对业绩影响较小.....	3
盈利预测.....	4
风险提示.....	4
附录：三张报表预测摘要.....	5

## 图表目录

图表 1：兆驰股份历史估值.....	4
--------------------	---

## 明年液晶电视侧重发展内销新模式

- 今年二季度液晶电视销售较弱，导致前三季度业绩不佳，第三季度有所好转，预计第四季度可以延续第三季度的改善趋势。第三季度电视机毛利率约为 13%，环比有所改善。
- 今年电视出口较弱有两大原因，一方面外部经济环境较弱，台湾订单转移速度放缓，另一方面，去年公司的产品有明显突破，而今年主要在原有产品基础上加以改进。
- 目前公司的尺寸结构中，30-55 寸的销售额占比约为 40-50%，30 寸占比大约 27%。内销产品尺寸较大，并带有智能、3D 等功能，价格比之无功能的产品高 10-20%。产品类别结构中，DLED 占液晶电视化的销售额占比已达到 70-80%。
- 展望明年，公司的业务重点将在于内销，特别是发展和运营商的合作模式，产品规划是在二代 DLED 的基础上继续优化。

## 有望在 12 月推出和运营商合作的产品

- 目前公司正在与华数商量套餐价格，预计在 12 月中旬可以确定价格，之后产品很快便可上市销售。具体价格可能比之前预期的方案更优惠。
- 该模式下，配送、物流和售后等费用均由公司承担，将采取外包形式完成。尽管毛利率需要覆盖增加的成本费用，但是预计净利率仍可高于传统液晶电视 ODM 销售。
- 除了浙江省，公司正在积极进行其他省份的合作开拓。

## LED 业务竞争力较强，期待明年持续增长

- 前三季度公司 LED 对外销售金额超过 3 亿元，考虑到第四季度是 LED 旺季，我们预计全年 LED 收入可达 6 亿元以上。明年希望 LED 业务的收入能够再次实现翻番增长。
- 销售结构方面，如以全部 LED 收入为基数（含对外销售和对内销售），则背光占比约 60%，照明和封装占比分别为 20% 左右，而对内销售全部为背光产品。据此测算，我们估计大约对内背光占 20%、对外背光占 40%、照明和封装各占 20% 左右。
- 目前背光的毛利率水平较高，照明次之，封装的毛利率较低。
- 公司的电视背光竞争力较强，一方面自用产品规模较大，摊薄成本、增强议价能力，另一方面可结合背光模组，完成整套背光设计，提高附加值。但是未来随着内地厂商更多进入该行业，毛利率将受到压力。
- 产能方面，封装现有 80 条产线，明年可能会在工业园扩产。照明的生产线偏紧，而背光的产能较充足。

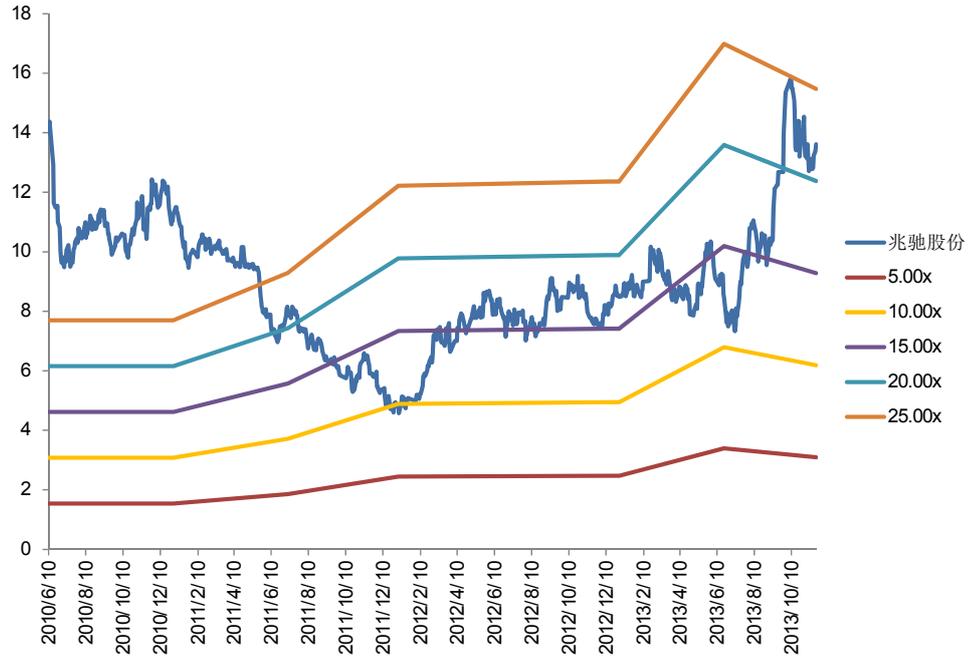
## 内置中青宝游戏丰富内容，对业绩影响较小

- 公司与中青宝的合作中，双方不需新增成本而可互益：公司可丰富终端内容，而中青宝可拓展第三方渠道。
- 目前确定能够内置游戏的是与华数合作的产品，而公司的 ODM 产品如欲内置中青宝游戏，必须征得客户同意。如按照潜在用户数量及 ARPU 值测算，预计可贡献公司的利润不超过 5000 万元，对业绩的拉动较小。

### 盈利预测

- 预计 2013-2015 年公司收入为 66.9、83.6 和 98.9 亿元，同比增长 3.7%、24.9%和 18.3%；净利润 5.86、8.09 和 10.2 亿元，同比增长 9.2%、38.1%和 26.3%，EPS 为 0.548、0.757、0.956 元。
- 现价 14.04 元对应 25.6×13EPS/18.5×14EPS，考虑其模式创新及延伸潜力，维持买入评级。

图表1：兆驰股份历史估值



来源：兆驰股份，国金证券研究所

### 风险提示

- 与华数合作的产品放量低于预期的风险。
- LED 背光毛利率下降的风险。

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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	3,019	4,473	6,457	6,693	8,361	9,892	货币资金	1,842	2,419	1,901	2,078	1,952	2,337
增长率		48.2%	44.3%	3.7%	24.9%	18.3%	应收款项	467	1,039	1,097	1,132	1,376	1,632
主营业务成本	-2,531	-3,862	-5,563	-5,795	-7,104	-8,320	存货	575	632	912	768	943	1,105
%销售收入	83.8%	86.3%	86.2%	86.6%	85.0%	84.1%	其他流动资产	86	631	1,006	292	357	418
毛利	488	612	894	898	1,257	1,572	流动资产	2,970	4,721	4,915	4,270	4,629	5,492
%销售收入	16.2%	13.7%	13.8%	13.4%	15.0%	15.9%	%总资产	94.4%	92.4%	91.2%	88.0%	82.9%	82.4%
营业税金及附加	-1	-5	-20	-33	-42	-49	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.0%	0.1%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	115	177	252	381	749	957
营业费用	-44	-66	-102	-127	-150	-178	%总资产	3.7%	3.5%	4.7%	7.9%	13.4%	14.4%
%销售收入	1.5%	1.5%	1.6%	1.9%	1.8%	1.8%	无形资产	50	195	195	198	206	213
管理费用	-41	-79	-106	-100	-150	-178	非流动资产	175	387	472	582	957	1,173
%销售收入	1.4%	1.8%	1.6%	1.5%	1.8%	1.8%	%总资产	5.6%	7.6%	8.8%	12.0%	17.1%	17.6%
息税前利润 (EBIT)	401	461	665	637	914	1,166	<b>资产总计</b>	<b>3,145</b>	<b>5,108</b>	<b>5,388</b>	<b>4,852</b>	<b>5,586</b>	<b>6,664</b>
%销售收入	13.3%	10.3%	10.3%	9.5%	10.9%	11.8%	短期借款	0	1,415	1,004	0	0	0
财务费用	10	22	11	35	25	24	应付款项	454	698	884	862	1,057	1,238
%销售收入	-0.3%	-0.5%	-0.2%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	其他流动负债	0	13	78	201	216	230
资产减值损失	-15	-21	-80	-9	-14	-16	流动负债	454	2,127	1,967	1,063	1,273	1,468
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	13	24	20	20	20	其他长期负债	29	56	82	0	0	0
%税前利润	0.0%	2.6%	3.8%	2.9%	2.1%	1.7%	<b>负债</b>	<b>483</b>	<b>2,182</b>	<b>2,049</b>	<b>1,063</b>	<b>1,273</b>	<b>1,469</b>
营业利润	396	473	621	683	945	1,194	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,662</b>	<b>2,926</b>	<b>3,339</b>	<b>3,789</b>	<b>4,313</b>	<b>5,195</b>
营业利润率	13.1%	10.6%	9.6%	10.2%	11.3%	12.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	5	11	5	6	6	8	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,145</b>	<b>5,108</b>	<b>5,388</b>	<b>4,852</b>	<b>5,586</b>	<b>6,664</b>
税前利润	401	484	626	689	951	1,202	<b>比率分析</b>						
利润率	13.3%	10.8%	9.7%	10.3%	11.4%	12.1%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-58	-77	-90	-103	-143	-180	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.5%	15.9%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.726	0.575	0.753	0.548	0.757	0.956
净利润	343	408	536	586	809	1,021	每股净资产	5.634	4.127	4.690	3.548	4.038	4.865
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.348	-0.186	0.505	1.267	0.508	0.707
归属于母公司的净利润	343	408	536	586	809	1,021	每股股利	0.000	0.300	0.200	0.130	0.130	0.130
净利率	11.4%	9.1%	8.3%	8.8%	9.7%	10.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.88%	13.93%	16.06%	15.46%	18.75%	19.66%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	10.91%	7.98%	9.95%	12.07%	14.48%	15.33%
净利润	343	408	536	586	809	1,021	投入资本收益率	12.88%	8.87%	12.96%	14.30%	18.02%	19.08%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	28	37	102	34	49	61	主营业务收入增长率	6.21%	48.20%	44.34%	3.66%	24.92%	18.31%
非经营收益	-12	-35	-48	-42	-26	-28	EBIT增长率	42.89%	14.83%	44.40%	-4.22%	43.45%	27.56%
营运资金变动	-526	-569	-257	776	-289	-300	净利润增长率	37.44%	18.83%	31.58%	9.20%	38.08%	26.30%
经营活动现金净流	-167	-159	334	1,353	542	755	总资产增长率	139.91%	62.42%	5.48%	-9.95%	15.13%	19.31%
资本开支	-15	-208	-94	-153	-403	-252	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	39.1	48.1	48.6	52.0	50.0	50.0
其他	-1,239	-518	283	20	20	20	存货周转天数	69.1	58.6	52.9	52.0	52.0	52.0
投资活动现金净流	-1,254	-727	189	-134	-383	-232	应付账款周转天数	62.9	49.9	48.3	50.0	50.0	50.0
股权募资	1,680	0	19	0	-146	0	固定资产周转天数	13.9	13.1	10.9	12.0	17.0	14.6
债权募资	-141	1,416	-411	-1,031	0	1	<b>偿债能力</b>						
其他	-61	-186	-184	-12	-139	-139	净负债/股东权益	-69.18%	-34.34%	-26.87%	-54.85%	-45.27%	-44.97%
筹资活动现金净流	1,478	1,231	-577	-1,043	-285	-138	EBIT利息保障倍数	-40.0	-21.3	-63.2	-18.3	-36.3	-49.5
现金净流量	57	345	-53	177	-126	385	资产负债率	15.35%	42.73%	38.03%	21.91%	22.80%	22.05%

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	1	1	8	14	17
增持	1	2	7	13	19
中性	1	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.70	1.61	1.59

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 2012-07-18	买入	12.05	15.42 ~ 16.37
2 2012-07-31	买入	10.76	15.42 ~ 16.37
3 2012-10-15	买入	13.52	15.42 ~ 16.37
4 2012-10-23	买入	13.49	15.80 ~ 16.98
5 2012-12-05	买入	12.09	15.80 ~ 16.98
6 2013-02-28	增持	14.56	16.98 ~ 16.98
7 2013-07-18	增持	9.00	N/A
8 2013-09-27	买入	13.95	N/A

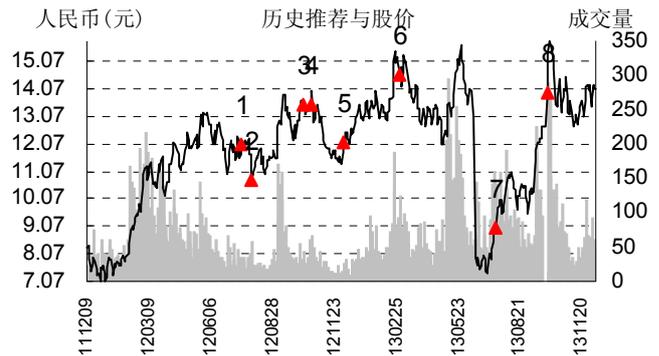
来源：国金证券研究所

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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

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