

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)

2014年02月26日

LED 行业向好，产能扩张如虎添翼

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：

2月25日晚，公司公告投资设立江西省兆驰光电有限公司，由兆驰节能照明公司以自有资金出资的方式设立江西兆驰，投资总额为50000万元，江西兆驰将成为兆驰节能照明公司的全资子公司，主要从事LED照明、背光等产品。投资设立深圳市兆驰软件有限公司，投资总额为1000万元，从事计算机软件、信息系统和嵌入式软件的开发、系统集成、应用服务和销售；自动化控制系统的技术开发与销售。

内容：

■ LED行业趋势向好，公司扩充产能如虎添翼

投建江西光电公司，大幅扩充产能，LED业务有望爆发。公司此次设立江西省兆驰光电有限公司，主要从事LED相关产品的生产，主要是LED照明产品；设计产能是现有产能的5倍以上，随着产能的逐步投放，公司的LED业务将有望迎来快速增长。现厂房已接近完工，预计二季度可逐步投产，今年下半年将贡献收入和业绩。

表1：公司LED业务收入、增速、占比及毛利率（亿元，%）

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总收入	2.7	3.0	6.44	17	35
内部交易比例	89%	25%	22%	20%	18%
并表收入	30.14	2.24	5.0	13.6	28.7
增速	-	644.76%	123%	164%	106%
占公司总收入的比例	0.68%	3.55%	6.67%	14%	23%
毛利率	5.86%	12.27%	22%	21%	20%

资料来源：公司公告、公司调研、国信证券经济研究所整理与预测

表2：公司LED业务的主要客户

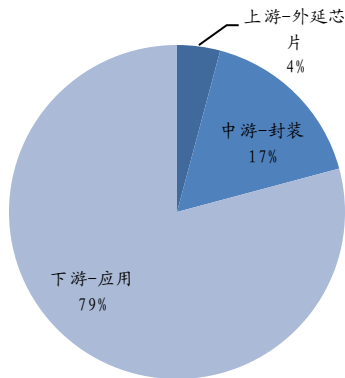
主要客户	
背光	国内电视机品牌厂商：创维、熊猫、清华同方等 专业电视模组厂商：帝光电子、台湾辅祥等
封装	深圳拓邦、雪莱特、达进东方、上海亚明及浙江阳光等
照明	浙江阳光、韩国兼松、欧普、三雄极光、三菱化学、超霸电子 GP、喜万年、Lidl、TCL、庄臣及鸿雁电器等

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

LED行业持续增长，照明未来成长空间最大。我国LED行业规模持续增长，2006-2012年，我国LED行业市场规模从356亿元上升到1920亿元，年均复合增长率达32.43%。其中，下游应用市场规模最大、增速最快，2006-2012复合增速40.22%，2012年行业规模1520亿元，占LED行业总规模的比例为79.17%。据CSA统计，2012年中国LED主要应用在通用照明、背光、景观照明、显示屏和信号指示。

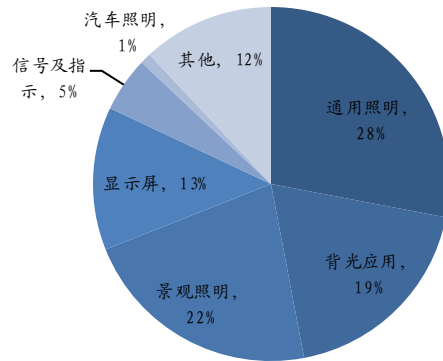
2012年我国照明产业总产值超过人民币3900亿元，其中，LED照明约占10-11%，同期全球照明市场的渗透率17.6%、日本已达到48%。相比于LED在背光领域的高渗透率，照明领域未来的提升空间将更大。预计13-16年，全球LED照明渗透率从20%提升到45%，将迎来黄金发展期。

图 1: 2012 年中国 LED 各环节构成 (%)



资料来源: CSA、国信证券经济研究所整理

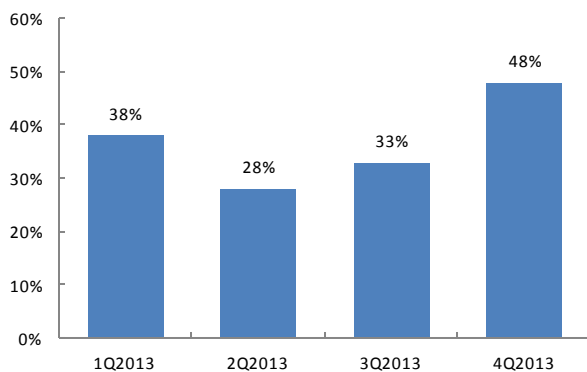
图 2: 2012 年中国 LED 应用分布 (%)



资料来源: CSA、国信证券经济研究所整理

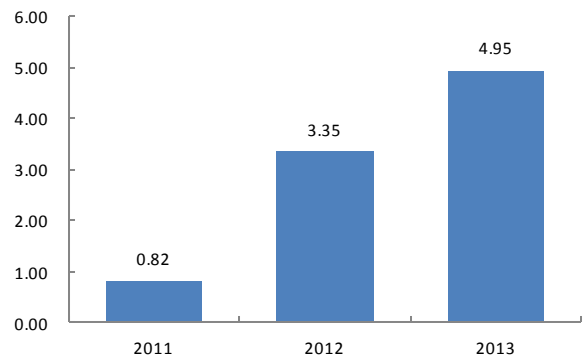
从国内外的LED企业来看，收入增速较快，盈利能力预期将改善。随着LED照明市场规模扩大，全球LED照明公司的照明收入亦呈快速增长。从国外来看，全球照明市场巨头飞利浦LED灯泡2013年各季度销售收入增长强劲，同比增速分别为38%、28%、33%和48%，呈现加速增长的趋势；从全球LED行业的龙头企业之一的Cree近三年的照明产品收入情况来看，也展现出快速增长的态势。从国内来看，几家主要的LED照明企业收入增速逐季递增，盈利能力预期也将逐步改善。行业整体向好，为公司LED业务的扩张提供了天时地利的良机。

图 3: 2013 年飞利浦 LED 灯泡各季度销售收入增速 (%)



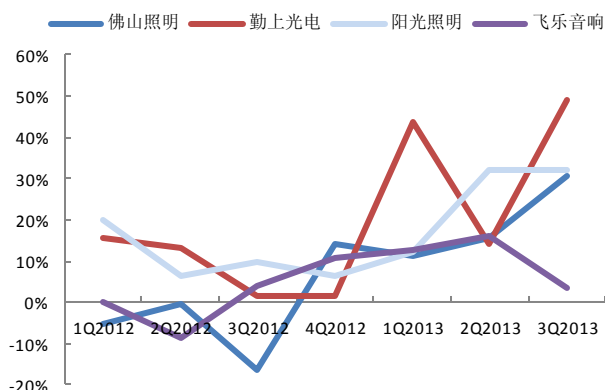
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 4: Cree 2011-2013 年照明产品收入及增速 (亿美元, %)



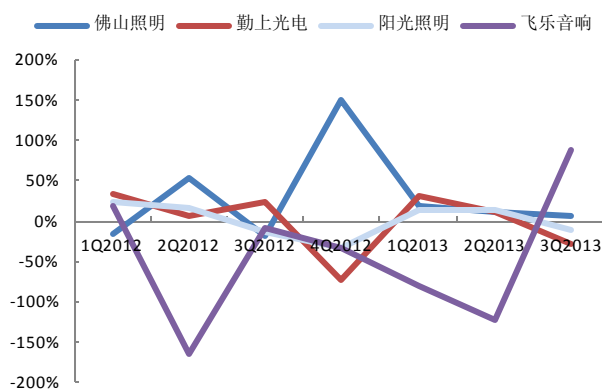
资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

图 5: 国内主要 LED 照明上市公司分季度的收入增速 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 6: 国内主要 LED 照明上市公司分季度的利润增速 (%)



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

■ 设立软件公司，为产品的智能化做技术储备

公司设立软件公司，主要从事计算机软件、信息系统和嵌入式软件的开发、系统集成、应用服务和销售；自动化控制系统的技术开发与销售。主要目的在于：

- ✓ 改善软件设计能力：公司一直致力于硬件的制造，在软件方面积累不足，此次设立软件公司，将从外界引入优秀人才，提高公司软件设计能力，顺应市场需求、提高公司产品的智能化水平。
- ✓ 为未来的自动化控制等新产品新应用提供技术储备。

■ 维持“推荐”评级

公司具有优秀的品质：紧跟市场需求的洞察力、优秀的执行力、制造和成本优势。在成立至今的 8 年多，公司经历了从视盘机、机顶盒到液晶电视的成功转型，现正在积极开展 LED 业务，每一次转型都牢牢抓住了市场需求的热点，因时而变；同时，公司以优秀的创新能力、成本控制和制造能力，在战略转型时表现出良好的执行力，现已成为国内最大的液晶电视 ODM 企业，我们相信，随着产能的扩张和逐步释放，LED 业务未来也将快速增长。

公司与华数合作的预存服务费送电视业务，由于公司对零售业务的相对不熟悉，短期进展有些低于预期，公司正在积极增加内部人员配置、外部增加资源配合来进行推广，预计将在 4-5 月出现较好的销售放量。

我们认为，相比同类公司而言，公司很好地适应市场需求率先做出改变，开拓新的 LED 业务、与广电合作变革电视销售模式、设立软件公司为产品智能化做技术储备等，我们期待和看好公司的转型。预计 13/14/15 年 EPS 分别为 0.56/0.86/1.15 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	1069	1531	1968
其他流动资产	1006	904	1311	1691
流动资产合计	4915	5625	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	6294	7922	9444
短期借款及交易性金融负债	1004	1317	1808	2006
应付款项	825	980	1403	1804
其他流动负债	127	135	195	250
流动负债合计	1957	2431	3405	4060
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	2534	3518	4182
少数股东权益	0	0	(0)	(3)
股东权益	3339	3761	4405	5265
负债和股东权益总计	5388	6294	7922	9444

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.50	0.56	0.86	1.15
每股红利	0.17	0.17	0.26	0.35
每股净资产	3.13	3.52	4.12	4.93
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%	10%	11%	11%
收入增长	44%	17%	45%	29%
净利润增长率	32%	12%	53%	33%
资产负债率	38%	40%	44%	44%
息率	1.3%	1.3%	1.9%	2.6%
P/E	26.9	23.9	15.7	11.7
P/B	4.3	3.8	3.3	2.7
EV/EBITDA	24.1	21.8	15.2	11.8

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	6503	9311	11972
营业税金及附加	20	23	33	42
销售费用	102	122	197	247
管理费用	110	139	242	309
财务费用	(11)	5	26	45
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	704	1079	1443
营业外净收支	5	5	5	5
利润总额	626	709	1084	1448
所得税费用	90	106	163	217
少数股东损益	0	0	1	2
归属于母公司净利润	536	603	920	1228

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	536	603	920	1228
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	155	423	401
财务费用	(11)	5	26	45
营运资本变动	(448)	(409)	(1119)	(1046)
其他	(176)	(155)	(423)	(404)
经营活动现金流	189	273	(109)	276
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)	(181)	(276)	(369)
其它融资现金流	(328)	312	491	198
融资活动现金流	(693)	132	215	(170)
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	(42)	(207)	197
权益自由现金流	(202)	274	306	434

相关研究报告:

- 《兆驰股份-002429-重大事项点评: 新模式大幕拉开, 浙江“零元购机”》 —— 2013-12-19
- 《兆驰股份-002429-重大事项点评: 收购浙江飞越, 为广电渠道拓展再添一翼》 —— 2013-12-04
- 《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年三季度报点评: 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

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