

证券研究报告—动态报告

家用电器

视听器材

兆驰股份 (002429)

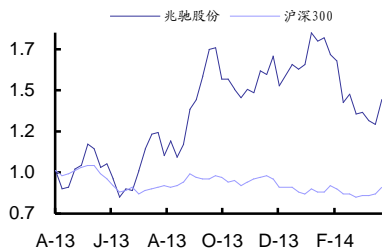
推荐

2013 年年报点评

(维持评级)

2014 年 04 月 15 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	1,068/1,051
总市值/流通 (百万元)	13,450/13,236
上证综指/深圳成指	2,132/7,583
12 个月最高/最低元)	16.78/7.11

相关研究报告:

《兆驰股份-002429-重大事项点评: LED 行业向好, 产能扩张如虎添翼》——2014-02-26
 《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 年三季报点评: 看好新模式未来的业绩贡献》——2013-10-22

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407
 E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

联系人: 曾婵

电话: 0755-82130646
 E-MAIL: zengchan@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

逐季回升, 期待转型

● 业绩符合预期, 收入增速逐季回升

2013 年公司主营收入 67.76 亿元, 同比增长 4.94%; 归属于母公司净利润 6.36 亿元, 同比增长 18.56%; EPS 为 0.60 元, 略超前期公布的业绩快报。

14 年一季度收入 16.84 亿元, 同比增长 24.69%; 归属于母公司净利润 1.65 亿元, 同比增长 12.59%; 扣非后净利润 1.79 亿元, 同比增长 22.77%, 符合预期。

● 看好与广电、IT 互联网企业新的合作模式

2013 年 9 月 26 日公司率先与华数合作在浙江地区开展“预存服务费送智能云电视”的创新模式, 14 年 1 月正式开始销售和配送。与华数的合作率先开启了浙江市场, 一旦取得成效将推动该模式在其他省份的推广, 拓展更大的市场。

未来, 公司与 IT 企业将有多种模式的合作可能: 传统的 ODM 加工模式; 成立合资公司, 共同开发产品; 植入 APP 客户端, 收取平台运营收入分成。

● 产能扩张, LED 业务持续快速增长

设立江西省兆驰光电有限公司, 从事 LED 相关产品的生产, 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。预计今年下半年将贡献收入和业绩。

● 机顶盒业务有望重获高增长

国内数字机顶盒更新换代、双向机顶盒 (DVB+OTT) 需求爆发, 将有望带动行业再次迎来高增长; 国外很多发展中国家如泰国、墨西哥等正在进行数字化整转, 对数字机顶盒的需求也将迎来爆发。我们判断, 14 年机顶盒行业有望重获高增长, 公司作为具有性价比优势的 ODM 企业将受益。

● 风险提示

与广电合作的销售情况低预期。

● 维持“推荐”评级

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、尝试与互联网 IT 企业合作的多种方式等, 我们期待和看好公司的转型。预计 14/15/16 年 EPS 分别为 0.80/1.06/1.28 元, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6,457	6,776	9,012	11,265	12,955
(+/-%)	44.3%	4.9%	33.0%	25.0%	15.0%
净利润(百万元)	536	636	860	1130	1365
(+/-%)	31.6%	18.6%	35.2%	31.4%	20.9%
摊薄每股收益 (元)	0.50	0.60	0.80	1.06	1.28
EBIT Margin	9.5%	9.8%	10.9%	11.2%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	16.1%	16.6%	19.4%	21.6%	22.1%
市盈率 (PE)	28.8	21.1	15.6	11.9	9.8
EV/EBITDA	20.9	24.2	16.2	12.7	10.5
市净率 (PB)	4.1	3.51	3.04	2.58	2.18

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

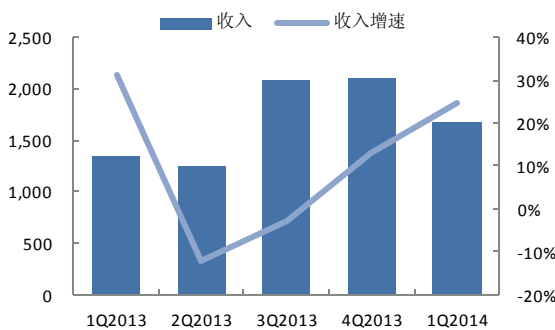
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

业绩符合预期，收入增速逐季回升

2013年公司主营收入 67.76 亿元，同比增长 4.94%；归属于母公司净利润 6.36 亿元，同比增长 18.56%；扣非后净利润 6.10 亿元，同比增长 19.29%；EPS 为 0.60 元，略超前期公布的业绩快报。其中，13 年四季度收入 21.01 亿元，同比增长 12.87%；归属于母公司净利润 1.90 亿元，同比增长 56.48%，超市场预期。

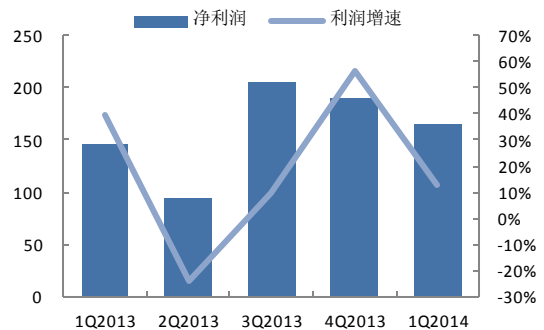
14 年一季度收入 16.84 亿元，同比增长 24.69%；归属于母公司净利润 1.65 亿元，同比增长 12.59%；扣非后净利润 1.79 亿元，同比增长 22.77%，符合预期。一季度收入增速快于利润增速原因主要是，管理费用率和销售费用率上升较多。同时，公司预计 1-6 月净利润同比增长 0%-30%。

图 1：公司分季度的收入及增速（百万元，%）



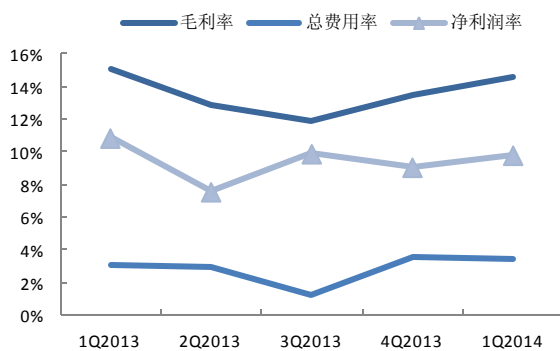
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司分季度的净利润及增速（百万元，%）



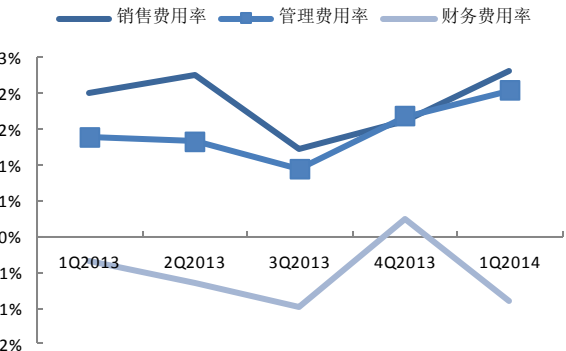
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司分季度的毛利率、费用率、净利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司分季度的销售、管理和财务费用率（%）

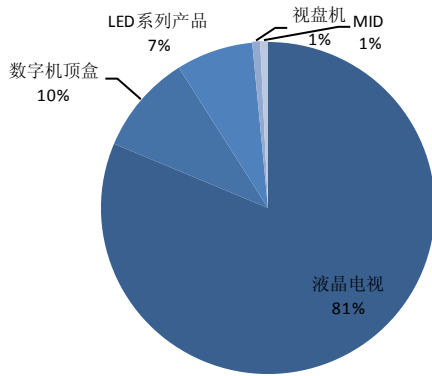


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

收入增速逐季回升，原因主要是：

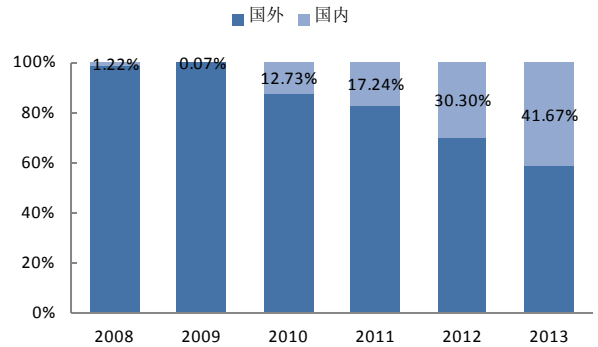
- ✓ 液晶电视出口逐渐改善：13 年二三季度由于受到出口形势的影响，从四季度开始出口逐渐好转。目前电视业务中仍有 60% 左右为出口。
- ✓ LED 业务保持翻倍快速增长：13 年公司 LED 业务收入 6.44 亿元，剔除自用后计入报表收入 4.90 亿元，同比增长 118.4%。同时，毛利率提升明显，提高了 8.95 个百分点达到 21.22%。

图 5: 2013 年, 公司各业务收入占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司国内外收入占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

看好与广电、IT 互联网企业新的合作模式

与华数合作, 率先开拓浙江市场

2013 年 9 月 26 日, 公司率先与华数合作在浙江地区开展“预存服务费送智能云电视”的创新模式, 14 年 1 月正式开始销售和配送。

- ✓ 公司: 主导此次合作, 充当运营中介和产品制造方
- ✓ 华数: 提供有线、宽带, 并负责线下销售渠道
- ✓ 阿里: 提供 OS 系统平台, 内置支付宝、水电煤缴费、淘宝、聚划算等功能, 同时负责线上销售渠道。
- ✓ 海尔、飞利浦: 作为品牌授权方, 同时其专卖店也是主要的线下销售渠道

按浙江省每年有约 300 万台的电视更新需求, 目前通过广电销售的数量非常少, 若未来能提高广电销售的渗透率, 则有望带来销量的快速增长。由于广电体系决策执行程序较长、公司从事零售经验也不足, 因此还处于磨合期, 目前正在积极理顺与华数的合作流程、培训营业厅销售人员、加强推广营销力度, 预计三季度将会有较明显的销量表现。

与华数的合作率先开启了浙江市场, 一旦取得成效将推动该模式在其他省份的推广, 拓展更大的市场。

寻求更多与 IT 及互联网公司的合作模式

公司具有优秀的制造能力和成本控制能力, 为想进入电视领域但无制造能力的 IT 企业、互联网公司提供支持; 同时, 公司在新模式下的销售规模扩大, 能为应用软件 (APP) 提供一个较大的平台。未来, 公司与 IT 企业将有多种模式的合作可能:

- ✓ 传统的 ODM 加工模式: 按照其要求生产合格的产品。
- ✓ 成立合资公司, 共同开发产品: 相比传统的代工模式, 公司可与 IT 及互联网企业成立合资公司, 采用该 IT 企业的品牌进行销售, 但会有更深层次的合作, 如联合开发一些软件等。
- ✓ 植入 APP 客户端, 收取平台运营收入分成: 公司在新模式下的销售规模扩大, 对于欲抢夺客厅用户入口的软件公司来说, 公司的电视也将是一个良好的平台。对于该类软件公司, 公司可通过收取植入费、参与后期运营分成等模式进行合作。公司与阿里、华数合作的内置机顶盒的一体机主要使用是阿里云系统, 阿里在平台上给公司预留了一些位置, 能放入公司的 APP 客户端; 2013

年 10 月 24 日，公司公告与中青宝战略合作，内置中青宝游戏，后续收入冲抵完公司的前期成本费用后按 5:5 的比例进行分成。

产能扩张，LED 业务持续快速增长

2 月 25 日公司公告设立江西省兆驰光电有限公司，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, %)

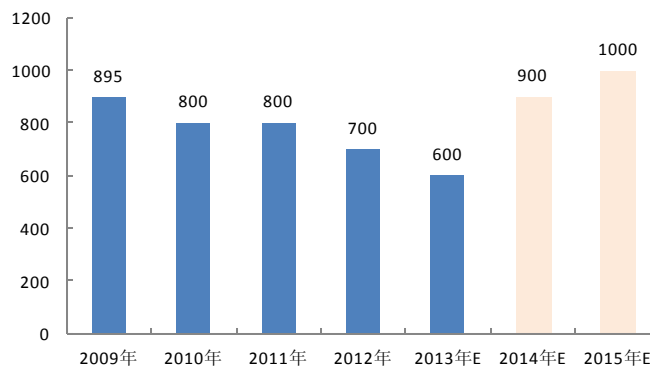
	2011	2012	2013	2014E	2015E
总收入	2.7	3.0	6.44	15	30
内部交易比例	89%	25%	23%	20%	18%
并表收入	30.14	2.24	4.9	12	24.6
增速	-	644.76%	118.40%	145%	105%
占公司总收入的比例	0.68%	3.55%	7.5%	14%	23%
毛利率	5.86%	12.27%	22.12%	21%	20%

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

机顶盒业务有望重获高增长

随着国内双向网改的逐渐完成，数字机顶盒的更新换代、双向机顶盒 (DVB+OTT) 需求爆发，将有望带动行业再次迎来高增长；13 年，互联网、IT 企业的进入 OTT 机顶盒也为行业注入了活力。从国外来看，很多发展中国家如泰国、墨西哥等正在进行数字化整转，对数字机顶盒的需求也将迎来爆发。因此，我们判断，14 年机顶盒行业有望重获高增长，公司作为具有性价比优势的 ODM 企业将受益。

图 7: 公司历年的机顶盒销量 (万台)



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理

维持“推荐”评级

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、尝试与互联网 IT 企业合作的多种方式等，我们期待和看好公司的转型。预计 14/15/16 年 EPS 分别为 0.80/1.06/1.28 元，维持“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1869	2000	2000	2000
应收款项	1448	1852	2315	2662
存货净额	958	1241	1547	1770
其他流动资产	2098	1352	1690	1943
流动资产合计	6393	6466	7572	8396
固定资产	529	657	672	679
无形资产及其他	191	178	166	153
投资性房地产	74	74	74	74
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	7213	7396	8504	9322
短期借款及交易性金融负债	2141	1313	1219	765
应付款项	919	1262	1573	1800
其他流动负债	153	160	199	227
流动负债合计	3213	2735	2991	2792
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	173	233	293	353
长期负债合计	173	233	293	353
负债合计	3386	2968	3284	3145
少数股东权益	0	0	1	2
股东权益	3826	4428	5219	6175
负债和股东权益总计	7213	7396	8504	9322

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.60	0.80	1.06	1.28
每股红利	0.17	0.24	0.32	0.38
每股净资产	3.58	4.15	4.89	5.78
ROIC	11%	15%	18%	20%
ROE	17%	19%	22%	22%
毛利率	13%	15%	15%	16%
EBIT Margin	10%	11%	11%	12%
EBITDA Margin	10%	11%	12%	12%
收入增长	5%	33%	25%	15%
净利润增长率	19%	35%	31%	21%
资产负债率	47%	40%	39%	34%
息率	1.3%	1.9%	2.5%	3.0%
P/E	21.1	15.6	11.9	9.8
P/B	3.5	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	24.2	16.2	12.7	10.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6776	9012	11265	12955
营业成本	5884	7678	9569	10947
营业税金及附加	22	27	34	39
销售费用	114	153	192	220
管理费用	94	175	204	220
财务费用	(28)	(2)	(30)	(45)
投资收益	58	50	50	50
资产减值及公允价值变动	(43)	(50)	(50)	(50)
其他收入	4	0	0	0
营业利润	710	980	1297	1574
营业外净收支	30	25	25	25
利润总额	740	1005	1322	1599
所得税费用	105	146	192	232
少数股东损益	(1)	0	1	2
归属于母公司净利润	636	860	1130	1365

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	636	860	1130	1365
折旧摊销	35	35	48	55
公允价值变动损失	43	50	50	50
应付账款	94	343	311	227
财务费用	(28)	(2)	(30)	(45)
营运资本变动	(1358)	473	(697)	(508)
其他	(94)	(343)	(310)	(225)
经营活动现金流	(645)	1417	532	964
资本开支	(265)	(200)	(100)	(100)
其它投资现金流	(21)	0	0	0
投资活动现金流	(285)	(200)	(100)	(100)
权益性融资	(2)	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(179)	(258)	(339)	(410)
其它融资现金流	1257	(828)	(93)	(454)
融资活动现金流	898	(1086)	(432)	(864)
现金净变动	(32)	131	0	0
货币资金的期初余额	1901	1869	2000	2000
货币资金的期末余额	1869	2000	2000	2000
企业自由现金流	(1020)	1144	335	754
权益自由现金流	238	314	216	261

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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		机械	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	朱海涛	0755-22940097
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	陈玲	021-60875162
刘鹏		郑东	010-66025270		
魏玉敏					
化工		房地产		医药	
李云鑫	021-60933142	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396
				杜佐远	0755-82130473
				林小伟	0755-22940022
电子		计算机		传媒	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322
陈平	021-60933151			刘明	010-88005319
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		建材	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	黄道立	0755-82130685
		徐强		刘宏	0755-22940109
轻工		建筑工程		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678	曾婵	0755-82130646
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
军工					
朱海涛	0755-22940097				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				