

# 兆驰股份

## 收入增速趋势向好，上调评级至“买入”

### 出口推动电视行业增长，内销表现有望提升

自2013年5月底中国政府补贴政策退出后，液晶电视行业经历了显著的下滑，下半年内销同比下降3.4%（上半年增长27%）。2014年1季度液晶电视行业出口同比增长37%，虽然内销继续下降12%，但出口强劲表现拉动整体销量同比增长11%。在巴西世界杯（6月12日~7月13日）的刺激下，我们预计中国电视出口将维持快速增长。内销6月份开始基数显著降低，2K4K电视和智能新品放量有望拉升内销回到正增长。

### 公司收入增速不断攀升，预计将延续

2013年2季度是公司营收和利润增长的低谷，之后增速开始提升，今年1季度营收增速重回20%以上。我们预计收入趋势向好可延续：1，电视行业销量增速提升，公司对出口变好弹性大；2，公司国内客户维持稳步增长，且去年同期基数低；3，LED业务规模扩大，今年有望维持较快增长，对收入增速贡献加大。同时面板价格较低和公司新品推出有利维持盈利能力。

### LED背光有优势，和华数合作料将继续推进

公司LED背光有成本优势，我们预计现有客户采购规模将扩大，同时LED照明将努力开拓新客户，低基数下有望快速增长。公司逐步加强和华数传媒的合作，预存服务费送电视的模式或将获得华数更多支持，并可能向全国推广。

### 估值：下调盈利预测和目标价，但上调投资评级至“买入”

我们下调兆驰2014-2016年EPS预测至0.72/0.89/1.14元（原预测0.76/0.94/1.16元），基于瑞银VCAM贴现现金流模型（WACC假设为13.8%），推导出目标价14.0元（原目标价16.0元）。鉴于公司前期股价下跌较多，收入和净利增速回升并有望延续，上调投资评级至“买入”（原为“中性”）。

## Equities

中国

家具及电器业

12个月评级 **买入**  
之前: 中性

12个月目标价 **Rmb14.00**  
之前: Rmb16.00

股价 **Rmb10.78**

路透代码: 002429.SZ 彭博代码 002429 CH

### 交易数据和主要指标

52周股价波动范围 Rmb16.50-7.33

市值 Rmb11.5十亿/US\$1.85十亿

已发行股本 1,068百万 (ORDA)

流通股比例 24%

日均成交量(千股) 5,211

日均成交额(Rmb百万) Rmb67.7

普通股股东权益(12/14E) Rmb3.60十亿

市净率(12/14E) 3.2x

净债务/EBITDA 1.0x

### 每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%市场预测	
12/14E	0.76	0.72	-6.24	0.74
12/15E	0.94	0.89	-5.65	1.02
12/16E	1.16	1.14	-2.13	1.27

廖欣宇

分析师

S1460512120001

xinyu.liao@ubssecurities.com

+86-213-866 8907

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	4,473	6,457	6,776	8,147	9,932	12,239	15,054	17,764
息税前利润(UBS)	461	665	667	810	1,006	1,316	1,715	2,023
净利润(UBS)	408	536	636	765	948	1,216	1,567	1,850
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.38	0.50	0.60	0.72	0.89	1.14	1.47	1.73
每股股息 (Rmb)	0.13	0.13	0.00	0.21	0.27	0.00	0.00	0.00
现金/(净债务)	1,005	897	(251)	(818)	(707)	(405)	22	602

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	10.3	10.3	9.8	9.9	10.1	10.8	11.4	11.4
ROIC (EBIT) (%)	33.6	30.5	20.5	19.1	21.3	24.7	28.4	29.6
EV/EBITDA(core)x	15.3	9.8	14.8	13.2	11.5	9.0	6.2	5.3
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	21.4	15.3	17.9	15.1	12.1	9.5	7.3	6.2
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	(3.9)	3.2	(1.6)	2.0	2.2	4.2	5.9	7.9
净股息收益率(%)	1.6	1.7	0.0	2.0	2.5	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据2014年05月08日21时26分的股价(Rmb10.78)得出;

# 投资主题

## 兆驰股份

### 投资理由

兆驰主营的消费电子外包业务有望维持较快增长：1) 全球电视行业外包渐成趋势,公司成本控制能力强,对新产品新技术反应迅速,在经营上具备分享行业增长的能力; 2) 公司和华数及阿里巴巴合作介入智能家庭娱乐领域,完成收购浙江飞越积累经验,或成为新的增长点; 3) LED 业务发力,未来有望持续保持较快增长。

我们预计兆驰股份 2014/2015/2016 年的 EPS 分别为 0.72/0.89/1.14 元, 低于市场一致预期 (0.75/0.97/1.19 元), 基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型 (WACC 假设为 13.8%), 推导出目标价 14.0 元, 给予“买入”的投资评级。

### 乐观情景

我们乐观假设世界杯刺激电视需求, 国内外电视销售出现回升, 带来液晶电视行业增长加速。同时智能电视被消费者接受, 更多内容或平台企业介入, 电视行业代工规模扩大。兆驰凭借优秀的成本控制能力获取较多订单, 液晶电视销量快速增长。

乐观情景下我们预期公司 2014 年收入增速将达到 30% 以上, 盈利能力受新产品的拉动上升, EPS 达到 0.80 元, 对应的每股估值为 15.0 元。

### 悲观情景

悲观情景下我们假设公司液晶电视收入增长未见起色, LED 业务增长放慢, 全年收入增长约 10%, 则我们估算全年业绩将为 0.60 元, 每股估值降至 11.3 元。

### 近期催化剂

LED 业务快速增长, 收入规模扩大。

公司与华数合作共同推出预存服务费送智能云电视模式, 共同开拓电视运营新模式。

公司与中青宝合作, 在智能终端产品上内置中青宝游戏产品, 同时中青宝向公司智能终端产品用户提供定制游戏服务, 丰富公司智能终端产品的内容。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb14.00

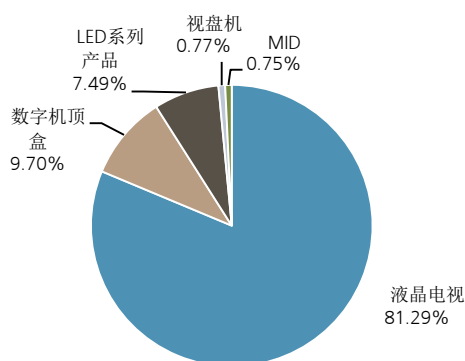
### 公司简介

兆驰股份主营业务为家庭视听消费类电子产品的外包生产, 目前主要产品包括液晶电视、机顶盒、蓝光 DVD 以及 LED 背光和照明等。2013 年销售额 68 亿元, 净利润 6.4 亿元, 2008-2013 年期间的营业收入 CAGR 为 30%, 净利润 CAGR 达到 45%。

### 行业展望

2013 年全球液晶电视销量 2.35 亿台, 我们预计未来几年将保持约 8% 的稳步增长。其中约 40% 外包, 由于激烈竞争要求产业链分工细化, 且智能电视的广阔前景吸引了众多 IT 和新媒体企业的进入, 我们预计外包趋势将更加明显。

### 主营业务收入按产品分布, 2013 (%)



数据来源: Wind

### 各类产品毛利润

单位: 亿元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
液晶电视	6.97	5.95	6.80	7.97	10.02
数字机顶盒	1.38	1.31	1.56	1.75	1.87
视盘机	0.12	0.09	0.08	0.09	0.09
LED产品	0.28	1.04	1.90	2.94	4.21
MID		0.03	0.04	0.04	0.05

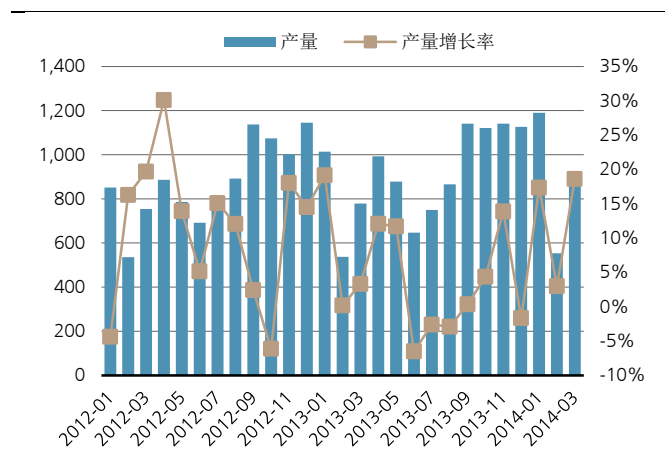
来源: 公司公告, 瑞银证券估算

## 出口推动电视行业增长，内销表现有望提升

兆驰的主业是电视生产销售，而近期电视行业景气度有所回升。根据产业在线的月度数据，2014年1月-3月液晶电视行业实现累计产量2667万台、销量2596万台、内销1102万台、出口1495万台，同比去年增速分别为14.45%、10.54%、-12.41%和36.94%。

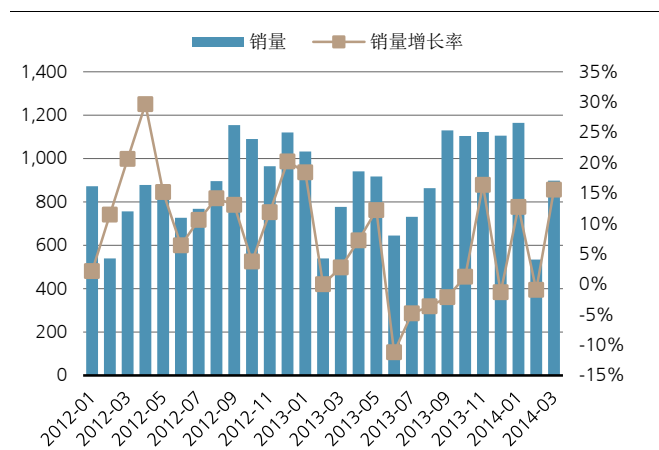
2013年电视销量受到政策退出的影响，6月份起产销均呈现同比下滑，持续至10月份出现弱势回升。根据产业在线的月度数据，2013年全年液晶电视行业实现累计产量10992万台、销量10907万台、内销5121万台、出口5787万台，同比去年增速分别为4.43%、3.08%、9.09%和-1.69%。

图表 1: 液晶电视月度产量（万台）及同比增长率



来源: 产业在线

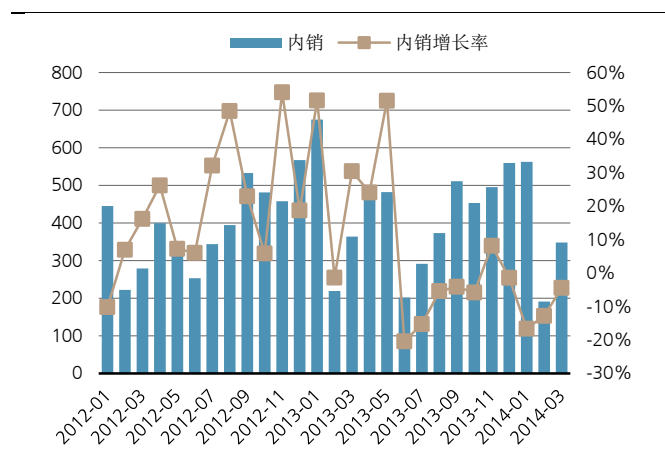
图表 2: 液晶电视月度销量（万台）及同比增长率



来源: 产业在线

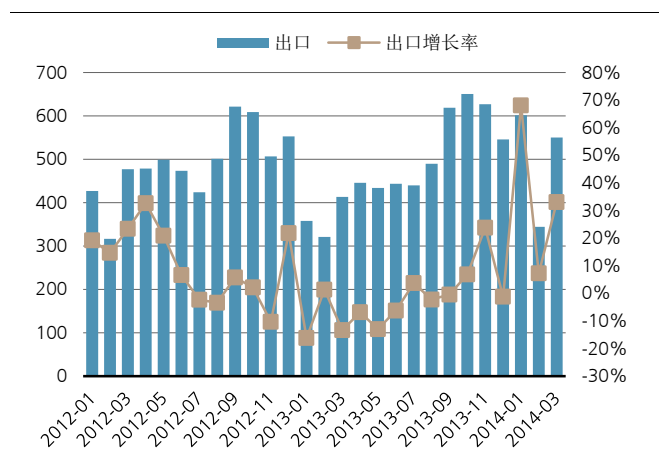
2014年初，电视内销虽然同比下降，但降幅有所缩窄。与此同时，电视出口同比大幅上升，超出市场预期。随着政策退出影响消退以及出口需求的提振，行业可能出现恢复性增长。由于兆驰出口较多，电视行业出口景气度转好将有利于公司净利润水平。

图表 3: 液晶电视月度内销量（万台）及同比增长率



来源: 产业在线

图表 4: 液晶电视月度出口量（万台）及同比增长率



来源: 产业在线

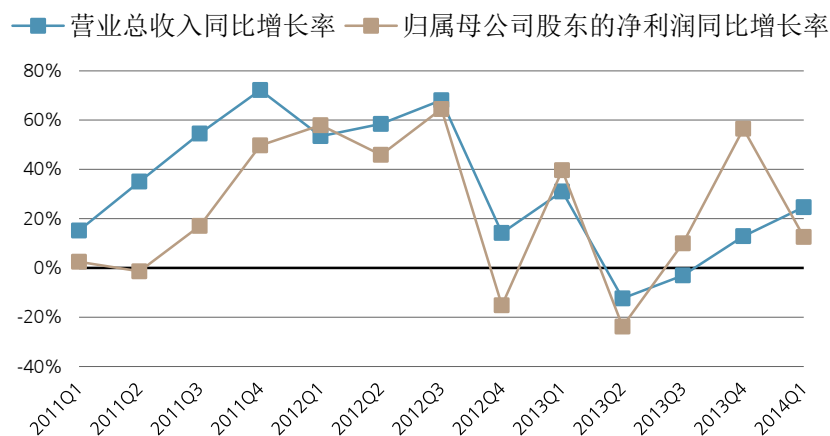
## 公司收入增速不断上升，有望延续

2013 年，公司营业收入 67.8 亿元，同比增长 4.94%，归属母公司股东的净利润 6.4 亿元，同比增长 18.6%；每股收益 0.60 元，同比增长 20.0%。2014 年一季度营业收入 16.8 亿元，同比增长 24.7%；归属母公司股东的净利润 1.6 亿元，同比增长 12.6%；每股收益 0.15 元，同比增长 12.6%。

我们可以看到，2013 年 2 季度是公司营收和利润增长的低谷，之后营业收入增速开始提升，今年 1 季度重新回到 20% 以上。2013Q2、Q3、Q4 和 2014 年 Q1 的收入增速分别是 -12%、-3%、+13% 和 +25%。

2013 年 2 季度下降的主因是电视代工出口订单下滑，源自海外经济低迷导致电视需求不振。之后公司致力于开拓国内市场，内销快速增长弥补了出口的不足，带来收入增速提升。

图表 5: 公司近三年单季度营业收入和归属母公司股东净利润同比增长 (%)



来源: 公司数据

我们预计未来几个季度公司收入增速仍有望维持在较高位置：**1**，海外需求受世界杯刺激，电视销量将上升；**2**，国内客户维持稳步增长，且去年同期基数低；**3**，LED 业务规模扩大，今年有望维持较快增长，对收入增速贡献加大。

同时液晶面板价格逐步稳定，有助公司维持较好的毛利率，公司第三代直下式 LED 背光电视陆续推出，对盈利能力提升有贡献。同时 LED 业务规模扩大，厂房搬迁后协同效应发挥。我们预计公司盈利能力将有回升。

## 上调公司电视销量增速预测，投资评级调至“买入”

鉴于电视出口形势的好转，我们主要上调了公司液晶电视的销量增长，从原来预测的增长 14% 上调到增长 23%。

虽然去年公司 LED 业务的实际增长低于预期，但我们认为公司在 LED 背光方面有优势。鉴于公司“兆驰创新产业园”和南昌兆驰生产基地的建设正在有序的推进中，公司今年的新目标仍然是 LED 业务收入翻番，我们维持 80% 增长的保守估计。

去年公司对外销售的 LED 照明低于预期，销售费用率的实际值比我们原来预测的低。今年公司虽然仍然加大 LED 的推广力度，但电视出口增长较快，该业务销售费用率低，所以我们下调了公司的整体销售费用率预测至 1.75%。

综合考虑，我们下调公司 2014/2015/2016 年 EPS 预测至 0.72/0.89/1.14（原为（0.76/0.94/1.16 元）。但鉴于公司前期股价下跌较多，而收入和利润增长趋势向好，根据瑞银 VCAM 模型，我们给予 14.0 元的目标价，上调投资评级至“买入”。

图表 6: 兆驰股份主要盈利假设变化

调整前	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
液晶电视销量（万台）	170	355	550	534	657	762	883
同比增长	61.90%	108.80%	55.00%	-3.00%	23.00%	16.00%	16.00%
LED 业务收入（万元）		3,014	22,447	67,340	121,212	187,878	263,029
LED 收入增长			644.90%	200.00%	80.00%	55.00%	40.00%
销售费用率	1.46%	1.48%	1.58%	2.00%	2.40%	2.40%	2.40%
调整后	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
液晶电视销量（万台）	170	355	550	534	608	706	819
同比增长	61.90%	108.82%	55.00%	-3.00%	14.00%	16.00%	16.00%
液晶电视毛利率	13.84%	11.71%	13.36%	11.19%	11.10%	11.00%	11.30%
LED 业务收入（万元）		3,014	22,447	49,025	88,245	136,780	191,492
LED 收入增长			644.85%	118.41%	80.00%	55.00%	40.00%
销售费用率	1.46%	1.48%	1.58%	1.68%	1.75%	1.75%	1.65%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 兆驰股份 (002429.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	4,473	6,457	6,776	8,147	20.2	9,932	21.9	12,239	15,054	17,764
毛利	612	894	892	1,088	21.9	1,339	23.1	1,697	2,168	2,558
息税折旧摊销前利润(UBS)	476	688	703	846	20.3	1,048	24.0	1,365	1,769	2,059
折旧和摊销	(15)	(22)	(36)	(36)	-2.4	(43)	20.1	(48)	(54)	(36)
息税前利润(UBS)	461	665	667	810	21.5	1,006	24.1	1,316	1,715	2,023
联营及投资收益	13	24	58	45	-23.0	50	11.1	55	60	60
其他非营业利润	(11)	(74)	(13)	(18)	-40.6	8	-	1	(7)	(6)
净利息	22	11	28	54	93.1	42	-22.5	45	59	78
例外项目 (包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	484	626	740	891	20.4	1,105	24.0	1,418	1,827	2,156
税项	(77)	(90)	(105)	(127)	-21.2	(158)	-24.0	(203)	(261)	(308)
税后利润	408	536	635	764	20.3	947	24.0	1,215	1,565	1,848
优先股股息及少数股权	0	0	1	1	20.3	1	24.0	1	2	2
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	408	536	636	765	20.3	948	24.0	1,216	1,567	1,850
净利润 (UBS)	408	536	636	765	20.3	948	24.0	1,216	1,567	1,850
税率(%)	15.9	14.4	14.2	14.3	0.7	14.3	0.0	14.3	14.3	14.3
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
每股收益(UBS 稀释后)	0.38	0.50	0.60	0.72	20.2	0.89	24.0	1.14	1.47	1.73
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.38	0.50	0.60	0.72	20.2	0.89	24.0	1.14	1.47	1.73
每股收益 (UBS, 基本)	0.38	0.50	0.60	0.72	20.2	0.89	24.0	1.14	1.47	1.73
每股股息净值(Rmb)	0.13	0.13	0.00	0.21	-	0.27	24.0	0.00	0.00	0.00
每股账面价值	2.74	3.13	3.58	3.37	-5.9	4.04	20.0	4.92	6.04	7.33
平均股数(稀释后)	1,063.22	1,063.61	1,067.92	1,068.32	0.0	1,068.32	0.0	1,068.32	1,068.32	1,068.32
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
现金和现金等价物	2,419	1,901	1,890	1,121	-40.7	2,016	79.9	2,478	3,041	3,583
其他流动资产	2,302	3,014	4,503	4,927	9.4	5,694	15.6	6,621	7,744	8,839
流动资产总额	4,721	4,915	6,393	6,048	-5.4	7,710	27.5	9,099	10,785	12,422
有形固定资产净值	177	252	529	499	-5.7	573	14.7	577	593	660
无形固定资产净值	193	191	263	262	-0.3	262	0.0	262	262	262
投资/其他资产	17	30	27	28	2.7	28	0.0	28	28	28
总资产	5,108	5,388	7,213	6,838	-5.2	8,574	25.4	9,967	11,669	13,372
应付账款和其他短期负债	706	953	1,072	1,162	8.4	1,396	20.1	1,698	2,064	2,428
短期债务	1,415	1,004	2,141	1,939	-9.42	2,723	40.42	2,883	3,018	2,981
流动负债总额	2,121	1,957	3,213	3,102	-3.5	4,119	32.8	4,581	5,082	5,409
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	62	92	173	135	-21.9	136	0.7	136	136	136
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	2,182	2,049	3,386	3,237	-4.4	4,255	31.5	4,717	5,219	5,545
普通股股东权益	2,926	3,339	3,826	3,602	-5.9	4,320	20.0	5,252	6,454	7,834
少数股东权益	0	0	0	(1)	-	(2)	-124.0	(3)	(5)	(6)
负债和权益总计	5,108	5,388	7,213	6,838	-5.2	8,574	25.4	9,966	11,668	13,372
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净利润(支付优先股股息前)	408	536	636	765	20.3	948	24.0	1,216	1,567	1,850
折旧和摊销	15	22	36	36	-2.4	43	20.1	48	54	36
营运资本变动净值	569	258	610	393	-35.5	563	43.2	662	803	775
其他营业性现金流	(1,124)	(457)	(1,195)	(835)	30.1	(1,188)	-42.3	(1,389)	(1,680)	(1,646)
经营性现金流	(132)	360	87	358	312.4	366	2.0	538	744	1,014
有形资本支出	(209)	(95)	(272)	(133)	51.1	(116)	12.5	(53)	(70)	(103)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(517)	284	(521)	(847)	-	50	-	55	60	60
投资性现金流	(727)	189	(793)	(980)	-23.6	(66)	93.2	2	(10)	(43)
已付股息	(142)	(142)	(142)	0	100.0	(229)	2294272 4.4	(284)	(365)	(470)
股份发行/回购	0	19	4	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	1,099	0	0	54	-	42	-22.54	45	59	78
债务及优先股变化	0	0	0	(202)	-	784	-	160	135	(38)
融资性现金流	958	(123)	(138)	(147)	-6.5	596	-	(79)	(171)	(429)
现金流量中现金的增加/(减少)	99	426	(845)	(769)	8.9	896	-	461	563	542
外汇/非现金项目	478	(945)	834	0	-100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	578	(518)	(11)	(769)	-6794.3	896	-	461	563	542

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 兆驰股份 (002429.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	21.4	15.3	17.9	15.1	12.1	9.5	7.3	6.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	21.4	15.3	17.9	15.1	12.1	9.5	7.3	6.2
股价/每股现金收益	20.6	14.7	16.9	14.4	11.6	9.1	7.1	6.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(3.9)	3.2	(1.6)	2.0	2.2	4.2	5.9	7.9
净股息收益率(%)	1.6	1.7	0.0	2.0	2.5	0.0	0.0	0.0
市净率	3.0	2.5	3.0	3.2	2.7	2.2	1.8	1.5
企业价值/营业收入(核心)	1.6	1.0	1.5	1.4	1.2	1.0	0.7	0.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	15.3	9.8	14.8	13.2	11.5	9.0	6.2	5.3
企业价值/息税前利润(核心)	15.9	10.2	15.6	13.8	12.0	9.3	6.4	5.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	7.1	7.3	8.2	9.3	7.7	6.2	4.3	3.9
企业价值/运营投入资本	5.3	3.1	3.2	2.6	2.6	2.3	1.8	1.6
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	8,731	8,190	11,358	11,512	11,512	11,512	11,512	11,512
净债务 (现金)	(1,423)	(1,423)	(951)	(323)	535	762	(568)	(568)
少数股东权益	0	0	0	1	2	3	5	6
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>7,308</b>	<b>6,767</b>	<b>10,407</b>	<b>11,190</b>	<b>12,048</b>	<b>12,278</b>	<b>10,949</b>	<b>10,951</b>
非核心资产	0	0	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>核心企业价值</b>	<b>7,308</b>	<b>6,767</b>	<b>10,406</b>	<b>11,189</b>	<b>12,047</b>	<b>12,277</b>	<b>10,948</b>	<b>10,950</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	48.2	44.3	4.9	20.2	21.9	23.2	23.0	18.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	15.3	44.4	2.2	20.3	24.0	30.2	29.6	16.4
息税前利润(UBS)	14.8	44.4	0.2	21.5	24.1	30.9	30.3	18.0
每股收益(UBS 稀释后)	11.8	31.5	18.1	20.2	24.0	28.3	28.8	18.0
每股股息净值	-5.9	0.4	-	-	24.0	-	-	-
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	13.7	13.8	13.2	13.4	13.5	13.9	14.4	14.4
息税折旧摊销前利润率	10.6	10.6	10.4	10.4	10.6	11.2	11.8	11.6
息税前利润率	10.3	10.3	9.8	9.9	10.1	10.8	11.4	11.4
净利 (UBS) 率	9.1	8.3	9.4	9.4	9.5	9.9	10.4	10.4
ROIC (EBIT)	33.6	30.5	20.5	19.1	21.3	24.7	28.4	29.6
税后投资资本回报率	28.1	26.0	17.3	16.2	18.1	21.0	24.2	25.3
净股东权益回报率(UBS)	14.6	17.1	17.7	20.6	23.9	25.4	26.8	25.9
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.1)	(1.3)	0.4	1.0	0.7	0.3	(0.0)	(0.3)
净债务/总权益 %	(34.3)	(26.9)	6.6	22.7	16.4	7.7	(0.3)	(7.7)
净债务/(净债务 + 总权益) %	(52.3)	(36.7)	6.2	18.5	14.1	7.2	(0.3)	(8.3)
净债务/企业价值	(13.7)	(13.3)	2.4	7.3	5.9	3.3	(0.2)	(5.5)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	109.3	128.4	NM
资本支出/营业收入(%)	4.7	1.5	4.0	1.6	1.2	0.4	0.5	0.6
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.9	3.8	-	3.3	3.3	-	-	-
股息支付率 (UBS) %	34.8	26.5	-	30.0	30.0	-	-	-
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	4,473	6,457	6,776	8,147	9,932	12,239	15,054	17,764
<b>总计</b>	<b>4,473</b>	<b>6,457</b>	<b>6,776</b>	<b>8,147</b>	<b>9,932</b>	<b>12,239</b>	<b>15,054</b>	<b>17,764</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	461	665	667	810	1,006	1,316	1,715	2,023
<b>总计</b>	<b>461</b>	<b>665</b>	<b>667</b>	<b>810</b>	<b>1,006</b>	<b>1,316</b>	<b>1,715</b>	<b>2,023</b>

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+29.9%
预测股息收益率	2.0%
预测股票回报率	+31.9%
市场回报率假设	9.5%
预测超额回报率	+22.4%

---

## 风险声明

液晶电视行业持续低迷；公司客户分散采购；LED 照明竞争力不足；和华数推出的机顶盒，付费模式未获消费者认可。



## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	34%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 03 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：廖欣宇。

### 涉及报告中提及的公司的披露

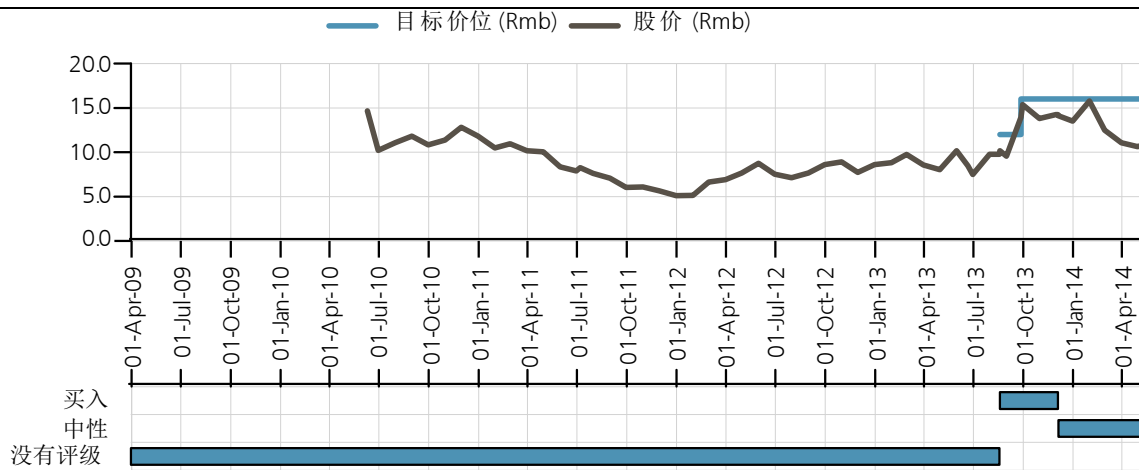
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
兆驰股份	002429.SZ	中性	不适用	Rmb10.77	2014 年 05 月 07 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

## 兆驰股份 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 5 月 7 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区：** 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

