

证券研究报告—动态报告

家用电器

视听器材

兆驰股份 (002429)

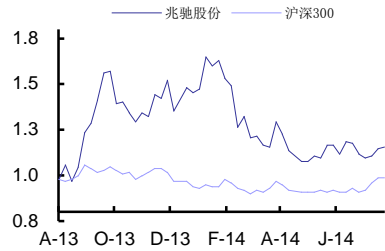
推荐

2014 年中报点评

(维持评级)

2014 年 08 月 12 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)	1,602/1,582
总市值/流通 (百万元)	12,448/12,291
上证综指/深圳成指	2,225/8,010
12 个月最高/最低价	11.19/6.25

相关研究报告：

- 《兆驰股份-002429-2013 年年报点评：逐季回升，期待转型》——2014-04-15
- 《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

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

证券分析师：曾婵

电话：0755-82130646
E-MAIL：zengchan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980514070003

财报点评

收入加速回升，期待 LED 发力

● 业绩符合预期

2014 年上半年，公司主营收入 33.66 亿元，同比增长 29.78%；归属于上市公司股东净利润 2.83 亿元，同比增长 17.70%；扣非后净利润 2.92 亿元，同比增长 28.97%；EPS 为 0.18 元。其中，二季度收入 16.82 亿元，同比增长 35.29%；净利润 1.18 亿元，同比增长 25.66%。

公司毛利率 14.72%、同比提高 1.55 个百分点，主要原因是：液晶电视毛利率提高了 1.45 个百分点、毛利率更高的 LED 占比提升。但运输费用、售后服务、研发费用增加较多带来费用率提高 1.64 个百分点，所以利润增速低于收入增速。

● 收入加速回升，增速逐季提高

从近五个季度来看，公司的收入增速逐季加快，原因主要是：液晶电视出口逐渐改善，从去年四季度开始出口逐渐好转，今年上半年由世界杯带动的出口销售依然良好；LED 业务保持快速增长，上半年同比增长 85.82%；内销增长较好，国美、海尔等客户液晶电视订单增加。

● 产能扩张，LED 业务持续快速增长

今年 2 月公司设立江西省兆驰光电有限公司，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 业务有望迎来快速增长。目前 LED 生产基地厂房正在装修，辅助生产设备正在安装调试，新增的 100 条封装线预计 8 月底进厂安装调试，9-10 月陆续进行投产，四季度将为公司带来收益。

● 风险提示

面板供应和价格波动过大，LED 产能释放进度低于预期。

● 维持“推荐”评级

虽然公司短期面临面板供应紧缺、厂房搬迁，对生产将有一定的影响，但完成后 LED 产能将大幅增加、液晶电视生产和管理也更为一体化和规模化。相比同类公司而言，我们认为，公司能很好地适应市场需求做出改变，如开拓新的 LED 业务、尝试与互联网 IT 企业合作等多种方式，并且公司拥有卓越的设计、制造、运营、成本控制能力，我们看好其长期发展。预计 14/15/16 年 EPS 分别为 0.49/0.61/0.74 (原预计 0.53/0.70/0.85) 元，维持“推荐”评级。

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。

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	8,729	10,546	12,656
(+/-%)	44.3%	4.9%	28.8%	20.8%	20.0%
净利润(百万元)	536	636	779	982	1181
(+/-%)	31.6%	18.6%	22.5%	26.2%	20.2%
摊薄每股收益 (元)	0.33	0.40	0.49	0.61	0.74
EBIT Margin	9.5%	9.8%	10.1%	10.3%	10.4%
净资产收益率 (ROE)	16.1%	16.6%	17.8%	19.4%	20.1%
市盈率 (PE)	23.3	19.6	16.0	12.7	10.5
EV/EBITDA	20.9	22.7	16.7	13.6	11.5
市净率 (PB)	4.1	3.25	2.85	2.46	2.11

业绩符合预期

2014 年上半年，公司主营收入 33.66 亿元，同比增长 29.78%；归属于上市公司股东净利润 2.83 亿元，同比增长 17.70%；扣非后净利润 2.92 亿元、同比增长 28.97%；EPS 为 0.18 元。其中，二季度收入 16.82 亿元，同比增长 35.29%；净利润 1.18 亿元，同比增长 25.66%。公司预计 1-9 月净利润同比增长 0%-20%。

2014 年上半年，公司毛利率 14.72%、同比提高了 1.55 个百分点，主要原因是：

- ✓ 液晶电视毛利率提高了 1.45 个百分点，公司通过大规模采购面板降低成本，存货周期大约一个季度，随着面板的涨价，公司订单也跟随涨价，由此带来的毛利率提升。随着 4 月以来的面板供应紧缺，下半年公司也将面临一定的压力。
- ✓ 毛利率更高的 LED 占比提升：LED 毛利率 18%，比公司整体毛利率更高，占比提升 3%带来的结构改善。

表 1：公司 2014 年上半年主要财务数据（百万元，%）

	收入		毛利率		收入占比	
	收入金额	增速	毛利率	变化	占比	变化
分产品情况：						
液晶电视	2,554.41	28.97%	13.10%	1.45%	78.62%	1.55%
数字机顶盒	291.48	-9.48%	20.69%	-0.54%	8.97%	-3.56%
LED 系列产品	312.89	85.82%	18.03%	-4.16%	9.63%	3.08%
视盘机	14.65	-52.92%	20.45%	4.48%	0.45%	-0.76%
MID	75.70	11.79%	10.55%	1.15%	2.33%	-0.31%
分区域情况：						
国外	1,787.98	18.47%	11.60%	-0.42%	55.03%	-5.09%
国内	1,461.15	45.96%	17.46%	1.39%	44.97%	5.09%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

收入增速快于利润增速，主要是由于费用增加较快：

- ✓ 销售费用：较上年同期增加 2,540.10 万元、同比增 46.14%，主要原因是国内销售的运输费用大多由公司承担，导致运输费用增加 1,602.01 万元；销售收入较上年同期增加，导致售后服务费增加 378.56 万元。
- ✓ 管理费用：较上年同期增加 5,204.52 万元、同比增 148.43%，主要是研发投入增加 4,462.88 万元。

其他非流动资产期末余额较期初增加 89,979.31 万元、同比增 34833.37%，主要原因为公司购买期限超过一年的信托产品 89,810.00 万元所致。

图 1：公司收入及增速（百万元，%）

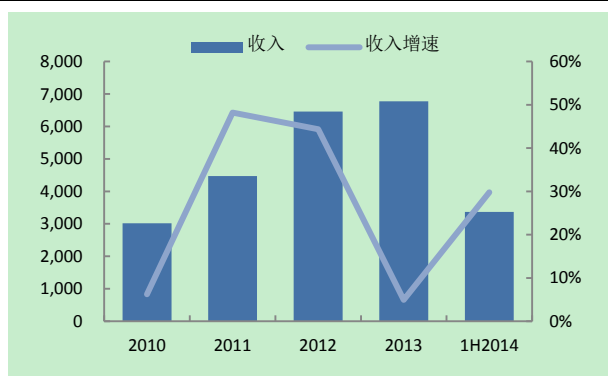
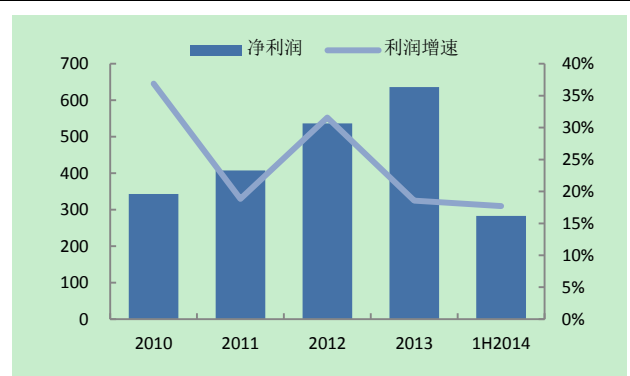
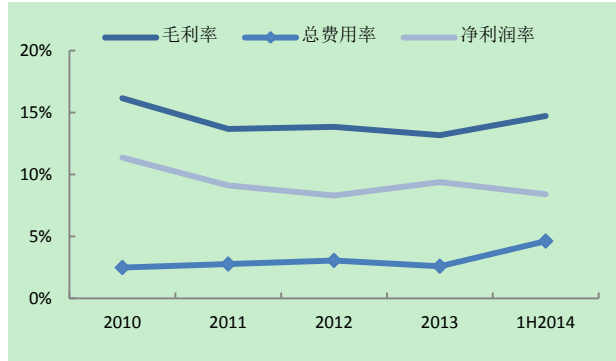


图 2：公司净利润及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

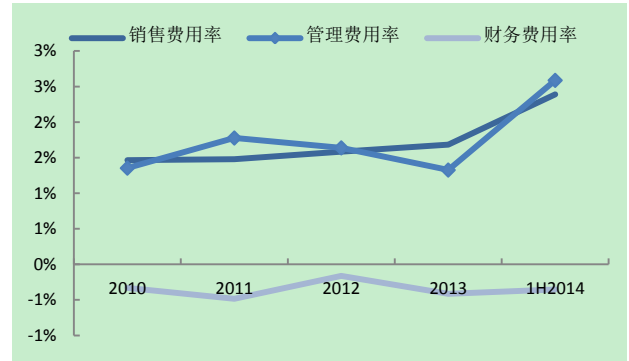
图 3：公司毛利率、费用率、净利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

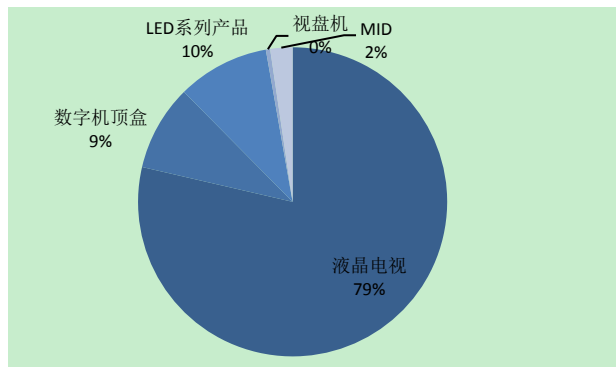
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司销售、管理和财务费用率（%）



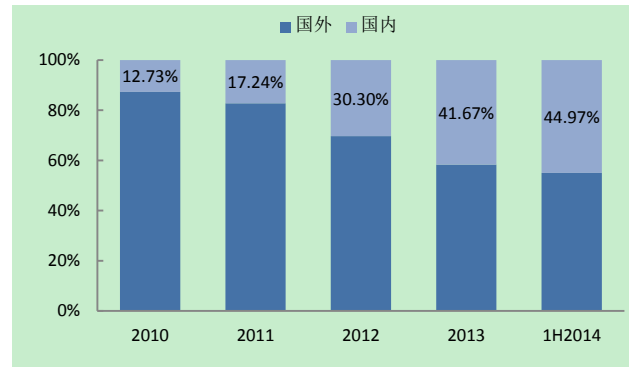
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：2014 年上半年，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（%）



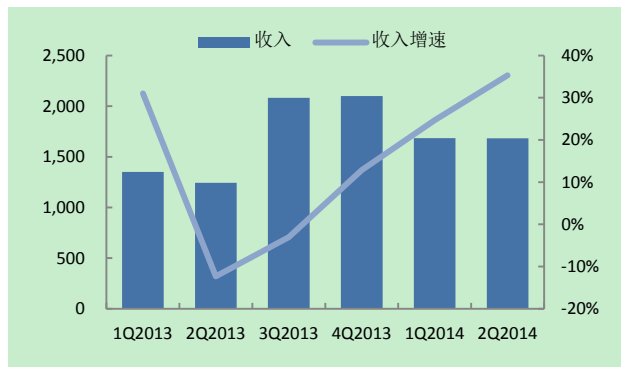
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

收入加速回升，增速逐季提高

从近五个季度来看，公司的收入增速逐季加快，原因主要是：

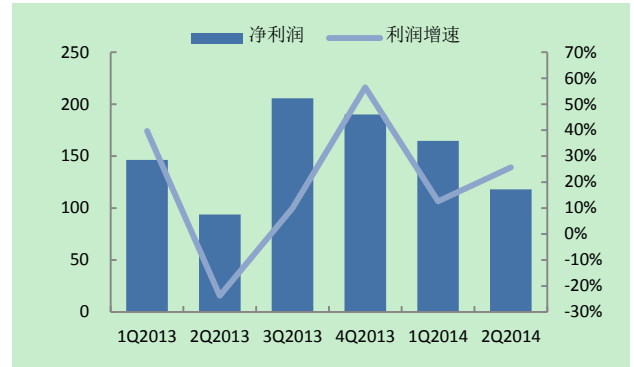
- ✓ 液晶电视出口逐渐改善：13 年二三季度由于受到出口形势的影响，从四季度开始出口逐渐好转，今年上半年由于世界杯带动出口情况依然良好。
- ✓ LED 业务保持快速增长：14 年上半年公司 LED 业务收入 3.70 亿元，剔除自用后计入报表收入 3.13 亿元，同比增长 85.82%。毛利率略有下滑，主要是毛利率较低的照明占比提升。
- ✓ 内销增长较好：14 年上半年公司内销收入 14.61 亿元、同比增 45.96%，主要是液晶电视订单增加，国美、海尔等客户均有较好增长。

图 7：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 8：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

产能扩张，期待 LED 发力

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。目前 LED 生产基地厂房正在装修，辅助生产设备正在安装调试，新增的 100 条封装线预计 8 月底进厂安装调试，9-10 月陆续进行投产，四季度将为公司带来收益。

表 2：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	12	20
内部交易比例	89%	25%	23%	18%	15%
并表收入	0.34	2.24	4.9	9.8	17
增速	-	644.76%	118.40%	100%	75%
占公司总收入的比例	0.68%	3.55%	7.5%	11.5%	16.6%
毛利率	5.86%	12.27%	22.12%	18%	16%

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

公司在深圳的总部“兆驰创新产业园”分两期进行开发建设。第一期，建设用地面积为 12.40 万平方米，总建筑面积为 36.05 万平方米，建设内容包括：1 号厂房（TV）、2 号厂房（LED、AV）、3 号厂房（技术中心、办公场所）、宿舍。目前 1 号厂房和配套宿舍已基本达到启用标准，2 号厂房预计 9 月初达到初验标准，3 号厂房预计明年上半年启用。目前，公司福永、沙井、松岗、光明的生产厂房均为租赁使用，在产业园启用后将逐步、有序的搬迁到产业园。预计搬迁工作从 10 月开始，一直持续到明年春节前后，届时原有四个工厂将全部关闭。“兆驰创新产业园”建成后，将有效解决生产基地分散、管理不便的问题，将集总部、研发、设计、生产于一体。

维持“推荐”评级

虽然公司短期面临面板供应紧缺、厂房搬迁，对生产将有一定的影响，但完成后 LED 产能将大幅增加、液晶电视生产和管理也更为一体化和规模化。相比同类公司而言，我们认为，公司很好地适应市场需求率先做出改变，开拓新的 LED 业务、尝试与互联网 IT 企业合作的多种方式等，并且拥有卓越的设计、制造、运营、成本控制能力，我们看好公司的长期发展。预计 14/15/16 年 EPS 分别为 0.49/0.61/0.74（原预计 0.53/0.70/0.85）元，维持“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1869	2000	2000	2000	营业收入	6776	8729	10546	12656
应收款项	1448	1794	2167	2600	营业成本	5884	7493	9041	10859
存货净额	958	1211	1461	1755	营业税金及附加	22	26	32	38
其他流动资产	2098	1309	1582	1898	销售费用	114	157	190	228
流动资产合计	6393	6335	7231	8275	管理费用	94	170	192	215
固定资产	529	657	672	679	财务费用	(28)	(3)	(34)	(43)
无形资产及其他	191	178	166	153	投资收益	58	50	50	50
投资性房地产	74	74	74	74	资产减值及公允价值变动	(43)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	4	0	0	0
资产总计	7213	7265	8163	9201	营业利润	710	886	1125	1359
短期借款及交易性金融负债	2141	1273	1136	949	营业外净收支	30	25	25	25
应付款项	919	1232	1486	1785	利润总额	740	911	1150	1384
其他流动负债	153	156	188	226	所得税费用	105	132	167	201
流动负债合计	3213	2661	2810	2960	少数股东损益	(1)	0	1	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	636	779	982	1181
其他长期负债	173	233	293	353					
长期负债合计	173	233	293	353	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3386	2894	3103	3313	净利润	636	779	982	1181
少数股东权益	0	0	1	2	折旧摊销	35	35	48	55
股东权益	3826	4371	5059	5886	公允价值变动损失	43	50	50	50
负债和股东权益总计	7213	7265	8163	9201	应付账款	94	312	255	299
					财务费用	(28)	(3)	(34)	(43)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1358)	569	(550)	(647)
					其他	(94)	(312)	(254)	(297)
每股收益	0.40	0.49	0.61	0.74	经营活动现金流	(645)	1432	532	641
每股红利	0.11	0.15	0.18	0.22	资本开支	(265)	(200)	(100)	(100)
每股净资产	2.39	2.73	3.16	3.67	其它投资现金流	(21)	0	0	0
ROIC	11%	13%	16%	18%	投资活动现金流	(285)	(200)	(100)	(100)
ROE	17%	18%	19%	20%	权益性融资	(2)	0	0	0
毛利率	13%	14%	14%	14%	负债净变化	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(179)	(234)	(295)	(354)
EBITDA Margin	10%	11%	11%	11%	其它融资现金流	1257	(868)	(137)	(186)
收入增长	5%	29%	21%	20%	融资活动现金流	898	(1102)	(432)	(541)
净利润增长率	19%	22%	26%	20%	现金净变动	(32)	131	0	0
资产负债率	47%	40%	38%	36%	货币资金的期初余额	1901	1869	2000	2000
息率	1.4%	1.9%	2.4%	2.8%	货币资金的期末余额	1869	2000	2000	2000
P/E	19.6	16.0	12.7	10.5	企业自由现金流	(1020)	1159	332	433
P/B	3.3	2.8	2.5	2.1	权益自由现金流	238	288	166	211
EV/EBITDA	22.7	16.7	13.6	11.5					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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±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±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	鄢彬	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		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	鄢彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
杜佐远	0755-82130473				
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
		龙飞	0755-82133920		
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸		计算机	
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706	孙艺峻	010-88005323
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678

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)
王晓健 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	崔鸿杰 021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩 021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺 010-66020272 18611847166	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳 18601241651 yangliu@guosen.com.cn	唐泓翼 13818243512	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇 18601123617	吴国 15800476582	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞 18901140709	储贻波 18930809296	刘紫薇 13828854899
		许樱之 18688989863