

2015年10月27日

兆驰股份 (002429.SZ)

### 大规模面板备货+现金囤积，为 Q4 风行电视转型打下基础

■事件：公司发布 2015 年三季报，1) Q1~Q3，公司实现收入 44.57 亿元，同比下滑-18.20%；归母净利润 4.32 亿元，同比下滑-14.09%。2) 从单季看，Q3 实现收入 18.16 亿元，同比下滑-12.78%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比下滑-26.18%。

■Q3 收入下滑幅度收窄 搬厂影响短期产能释放：公司三季度收入下滑-12.78%，下滑幅度环比收窄 9.25pct。公司此前将工厂搬迁至新工业园区，短期产能受到影响，是出货量下滑的重要因素。在新工业园区整合完毕后，产能和生产效率将进一步提升。公司将在 11 月发布风行电视，预计带来新订单需求将有助于 Q4 收入端改善。

■受益于面板价格下行，Q4 毛利率或将有所改善：1) 2015Q1~Q3，公司毛利率达到 13.37%，同比变动-1.43pct；从单季看，Q3 毛利率为 15.62%，环比上升 5.19pct，同比上升 0.95pct。2) Q3 以来，液晶面板价格开始出现明显下降。根据 display search 的统计，截止 15 年 9 月底，32"、40"、42"、48"、50" 的 LCD TV 面板价格分别为 \$68、\$123、\$130、\$165、\$177，相比 6 月底下滑-18.1%、-8.9%、-8.5%、-15.4%、-14.9%。基于当前面板供应充足以及未来新建产能投产，Q4 面板价格下行是大概率事件。液晶面板占公司原材料成本比重较大，面板价格下行有助于提升整体毛利率，亦或给予即将发布的风行电视更具竞争力的定价策略。

■报表部分科目表现平平 主要为转型做准备：1) Q3 期末存货和预付账款为 12.61、9.12 亿元，同比上升+38.56%和+492.18%，公司在液晶面板上备货数量庞大，若以 50 寸面板价格\$177 美元估算，预付账款对应面板数量约为 80 万台；期末货币资金为 12.28 亿元，比 2015H1 期末增加了 5.96 亿元；短期借款期末余额 30.22 亿元，较期初增加 18.1 亿元，增长幅度 149.26%，公司为四季度风行电视推出积极转型做好准备。2) 从现金流量表看，Q1-Q3 经营性净现金流为-10.35 亿元，其中 Q3 单季为-4.03 亿元；Q1-Q3 筹资活动产生的净现金为 20.87 亿元，主要来自于借款和发行债券，成为货币资金增长的主要来源。3) 从费用控制上看，2015Q1-Q3 销售、管理、财务费用率为 2.28%、2.29%、0.49%，同比上升+0.12、+0.07、+0.67pct，整体上升 0.86pct；4) 从周转情况看，2015Q1~Q3 整体营业周期增加 43.08 天，周转效率有所下降。我们认为，公司在前三季度财务报表部分科目表现平平，但液晶面板大规模备货以及大幅囤积现金，将为四季度风行电视推出公司加速转型打下基础。

■投资建议：我们预计公司 2015-2017 年收入增速为-10.4%、19.5%、25.2%；净利润增速为-7.1%、37.2%和 19.0%；EPS 分别为 0.39、0.46、0.55 元。我们看好公司互联网电视业务发展，更看好风行网脱离国有体之后重新焕发活力，给予兆驰股份买入-A 投资评级，6 个月目标价 16.3 元，对应公司 300 亿市值(定增之后)。

■风险提示：原材料成本波动；转型进展不及预期；智能电视行业发展低于预期；风行网 63%股权交割风险。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	6,776.1	7,107.6	6,370.0	7,610.6	9,528.3
净利润	635.9	665.7	618.7	848.8	1,009.8
每股收益(元)	0.40	0.42	0.39	0.46	0.55
每股净资产(元)	2.39	2.80	3.16	4.81	5.36

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	26.7	25.5	27.4	23.0	19.3
市净率(倍)	4.4	3.8	3.4	2.2	2.0
净利润率	9.4%	9.4%	9.7%	11.2%	10.6%
净资产收益率	16.6%	14.8%	12.2%	9.6%	10.2%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%
ROIC	24.3%	15.1%	17.0%	20.0%	20.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

黑色家电 III

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

16.30 元

股价 (2015-10-26)

12.82 元

交易数据

总市值(百万元)	20,534.92
流通市值(百万元)	20,332.80
总股本(百万股)	1,601.79
流通股本(百万股)	1,586.02
12 个月价格区间	7.60/16.25 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	23.46	44.74	5.45
绝对收益	34.52	30.68	55.58

蔡雯娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515030001  
caiwj2@essence.com.cn  
021-68766073

报告联系人

孙珊

021-68766571

sunshan@essence.com.cn

相关报告

定增切入互联网电视 期待 2015-10-19  
风行网焕发活力

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年10月18日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>6,776.1</b>	<b>7,107.6</b>	<b>6,370.0</b>	<b>7,610.6</b>	<b>9,528.3</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	5,883.8	6,035.8	5,534.8	6,394.3	8,041.3	营业收入增长率	4.9%	4.9%	-10.4%	19.5%	25.2%
营业税费	21.9	47.1	33.6	40.2	50.3	营业利润增长率	14.4%	1.9%	-7.6%	39.4%	21.0%
销售费用	114.0	163.8	155.6	235.9	295.4	净利润增长率	18.6%	4.7%	-7.1%	37.2%	19.0%
管理费用	89.9	156.1	142.1	175.0	219.2	EBITDA 增长率	13.3%	5.8%	3.5%	34.5%	18.9%
财务费用	-28.0	-4.2	34.4	-1.5	-38.9	EBIT 增长率	11.8%	5.5%	-2.2%	32.4%	17.0%
资产减值损失	63.6	99.5	50.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	11.9%	4.4%	-2.9%	32.4%	17.0%
加:公允价值变动收益	20.9	-24.6	33.0	-0.8	0.7	投资资本增长率	67.9%	-13.9%	12.6%	14.3%	16.3%
投资和汇兑收益	58.5	139.0	217.0	217.0	217.0	净资产增长率	14.6%	17.2%	12.6%	74.7%	11.3%
<b>营业利润</b>	<b>710.3</b>	<b>724.1</b>	<b>669.3</b>	<b>932.9</b>	<b>1,128.9</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	30.2	60.2	53.7	53.7	53.7	毛利率	13.2%	15.1%	13.1%	16.0%	15.6%
<b>利润总额</b>	<b>740.4</b>	<b>784.3</b>	<b>723.0</b>	<b>986.6</b>	<b>1,182.6</b>	营业利润率	10.5%	10.2%	10.5%	12.3%	11.8%
减:所得税	105.2	118.6	113.2	154.5	185.2	净利润率	9.4%	9.4%	9.7%	11.2%	10.6%
<b>净利润</b>	<b>635.9</b>	<b>665.7</b>	<b>618.7</b>	<b>848.8</b>	<b>1,009.8</b>	EBITDA/营业收入	10.6%	10.7%	12.3%	13.9%	13.2%
						EBIT/营业收入	10.1%	10.1%	11.0%	12.2%	11.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	固定资产周转天数	12	14	26	34	35
货币资金	1,869.2	935.9	1,054.2	4,269.8	4,537.6	流动营业资本周转天数	146	152	152	141	131
交易性金融资产	20.9	-	-	-	-	流动资产周转天数	300	285	281	335	361
应收账款	1,115.4	1,444.9	1,032.3	1,927.3	1,778.1	应收账款周转天数	54	65	70	70	70
应收票据	332.5	122.0	302.7	204.7	430.5	存货周转天数	50	42	43	42	42
预付帐款	425.6	190.6	378.3	278.9	547.6	总资产周转天数	335	357	402	445	455
存货	957.6	693.5	844.0	932.2	1,301.5	投资资本周转天数	172	191	210	199	183
其他流动资产	1,672.1	1,471.8	1,460.0	1,460.0	1,460.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	16.6%	14.8%	12.2%	9.6%	10.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	9.7%	8.3%	7.2%	7.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	24.3%	15.1%	17.0%	20.0%	20.5%
投资性房地产	1.0	0.9	1.2	1.5	1.9	<b>费用率</b>					
固定资产	242.0	311.6	610.3	835.1	1,000.5	销售费用率	1.7%	2.3%	2.4%	3.1%	3.1%
在建工程	287.3	565.7	489.4	443.7	416.2	管理费用率	1.3%	2.2%	2.2%	2.3%	2.3%
无形资产	191.2	187.3	181.1	174.9	168.8	财务费用率	-0.4%	-0.1%	0.5%	0.0%	-0.4%
其他非流动资产	98.2	972.2	970.0	968.1	968.0	三费/营业收入	2.6%	4.4%	5.2%	5.4%	5.0%
<b>资产总额</b>	<b>7,212.9</b>	<b>6,896.4</b>	<b>7,323.5</b>	<b>11,496.2</b>	<b>12,610.6</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2,140.8	1,212.6	1,200.0	1,200.0	1,200.0	资产负债率	47.0%	34.9%	31.0%	23.2%	22.1%
应付帐款	977.0	894.3	788.6	1,161.4	1,289.9	负债权益比	88.5%	53.7%	45.0%	30.3%	28.4%
应付票据	-	0.5	0.6	0.5	0.7	流动比率	1.99	2.19	2.43	3.65	3.87
其他流动负债	95.5	114.6	96.1	122.4	110.7	速动比率	1.69	1.87	2.03	3.28	3.37
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-24.33	-172.44	20.47	-613.09	-27.99
其他非流动负债	173.1	188.2	188.0	188.0	188.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>3,386.4</b>	<b>2,410.2</b>	<b>2,273.3</b>	<b>2,672.3</b>	<b>2,789.3</b>	DPS(元)	-	0.03	0.04	-	-
少数股东权益	-	-	-8.8	-25.5	-37.9	分红比率	0.0%	6.3%	10.9%	0.0%	0.0%
股本	1,068.3	1,601.8	1,601.8	1,839.8	1,839.8	股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%
留存收益	2,774.1	2,906.3	3,457.3	7,009.6	8,019.4						
<b>股东权益</b>	<b>3,826.4</b>	<b>4,486.2</b>	<b>5,050.2</b>	<b>8,823.9</b>	<b>9,821.3</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EPS(元)	0.40	0.42	0.39	0.46	0.55
净利润	635.2	665.7	618.7	848.8	1,009.8	BVPS(元)	2.39	2.80	3.16	4.81	5.36
加:折旧和摊销	36.4	41.0	81.7	125.2	166.2	PE(X)	26.7	25.5	27.4	23.0	19.3
资产减值准备	63.6	99.5	-	-	-	PB(X)	4.4	3.8	3.4	2.2	2.0
公允价值变动损失	-20.9	24.6	33.0	-0.8	0.7	P/FCF	125.9	56.8	100.9	67.4	69.5
财务费用	-15.7	17.2	34.4	-1.5	-38.9	P/S	2.5	2.4	2.7	2.6	2.0
投资损失	-58.5	-139.0	-217.0	-217.0	-217.0	EV/EBITDA	20.4	14.7	20.2	14.3	11.8
少数股东损益	-0.6	-	-8.8	-16.6	-12.4	CAGR(%)	9.4%	14.4%	4.4%	9.4%	14.4%
营运资金的变动	-1,454.3	-26.0	-218.7	-384.3	-598.0	PEG	2.8	1.8	6.3	2.4	1.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>86.9</b>	<b>1,026.2</b>	<b>323.2</b>	<b>353.7</b>	<b>310.4</b>	ROIC/WACC	2.5	1.5	1.7	2.0	2.1
投资活动产生现金流量	-793.2	-418.6	-112.1	-81.3	-81.6	REP	1.5	2.1	2.3	1.7	1.4
融资活动产生现金流量	962.8	-953.4	-92.8	2,943.1	38.9						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

蔡雯娟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

