

2016年04月30日

兆驰股份 (002429.SZ)

新业务带动收入大幅增长, 16年将迎来转型关键年

■事件: 公司2016Q1实现营收16.00亿, 同比增长20.42%; 归母净利润1.04亿, 同比-10.74%。公司预计16H1实现归母净利润2.15~2.70亿元, 业绩增速为-20%~0%。

■新业务带动收入大幅增长, 汇率波动影响逐渐消退: 公司Q1季度收入大幅增长超越行业, 一方面, 从产业在线数据看二月份兆驰等代工厂海外出口有所回暖; 另一方面, 风行电视一季度开始大规模营销, 销售状况良好, 新业务带动整体收入实现增长。从汇率波动的影响来看, Q1财务费用率为2.67%, 同比+1.45pct, 但环比15Q4大幅-9.12pct。我们认为, 随着套保业务的完善, 汇兑损失对业绩的影响将逐渐较小。

■毛利率水平开始回升, 行业竞争格局或将缓和: 16Q1公司毛利率为12.74%, 同比+0.72pct; 净利率为6.02%, 同比-2.72%。销售、管理、财务费用率同比分别+0.01、+0.90、+1.45pct, 整体上升2.36pct, 抵消了毛利率上升带来的业绩提升。除去去年四季度延续的汇率波动对财务费用影响, 公司收购风行网后管理费用有所上升。营业收入上升对应销售费用率增长并不明显, 行业竞争格局或有所缓和。从IHS价格看, 2016年3月, 32"、40"、42"、48"、50"的LCD TV面板价格分别较2015年初-46%、-37%、-36%、-45%、-17%。面板价格保持低位有助于增加未来毛利率和定价的弹性。

■毛利率水平开始回升, 行业竞争格局或将缓和: 1) 公司16Q1存货和应收账款周转天数分别-6.5、+21.4天, 存货周转效率提升, 应收账款周转效率有所下降。2) Q1期末现金5.44亿元, 同比-13.91%; 应收账款和应收票据合计22.6亿元, 同比+61.1%。预收账款0.76亿元, 同比+566.4%, 现实了良好的收入增长潜力。3) Q1期末经营性净现金流为1.24亿元, 去年同期为-70万元, 同比实现大幅改善, 公司去年下半年液晶面板备货充足, 购买商品和劳务支付现金大幅减少。

■毛利率水平开始回升, 行业竞争格局或将缓和: 1) 公司16Q1存货和应收账款周转天数分别-6.5、+21.4天, 存货周转效率提升, 应收账款周转效率有所下降。2) Q1期末现金5.44亿元, 同比-13.91%; 应收账款和应收票据合计22.6亿元, 同比+61.1%。预收账款0.76亿元, 同比+566.4%, 现实了良好的收入增长潜力。3) Q1期末经营性净现金流为1.24亿元, 去年同期为-70万元, 同比实现大幅改善, 公司去年下半年液晶面板备货充足, 购买商品和劳务支付现金大幅减少。

■投资建议: 互联网电视和传统电视厂商从竞争走向竞合, 面板价格维持低位, 意味着行业格局略有改善。16年风行网新业务开始发力, 有望带动收入增长和转型加速。公司股价与定增价倒挂(定增价12.36元, 员工持股8.82元)。预计公司16-18年收入增速为30.6%、20.9%、20.8%; 净利润增速分别为17.6%、25.5%、18.8%; EPS分别为0.22、0.28、0.33元。给予买入-A评级, 12个月目标价13.5元。

■风险提示: 原材料成本波动风险; 汇率波动风险; 智能电视行业发展低于预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	7,107.6	6,095.9	7,958.2	9,619.3	11,618.6
净利润	665.7	345.7	406.5	510.1	605.9
每股收益(元)	0.42	0.22	0.22	0.28	0.33
每股净资产(元)	2.80	3.01	4.44	4.75	5.17

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	21.8	42.0	41.0	32.7	27.5
市净率(倍)	3.2	3.0	2.0	1.9	1.8
净利润率	9.4%	5.7%	5.1%	5.3%	5.2%
净资产收益率	14.8%	7.2%	5.0%	5.8%	6.4%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	15.1%	13.7%	8.6%	8.6%	8.9%

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

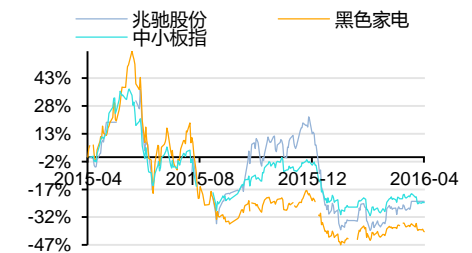
投资评级 **买入-A**
维持评级

12个月目标价: **13.50元**
股价(2016-04-29) **9.06元**

交易数据

总市值(百万元)	14,512.20
流通市值(百万元)	14,385.63
总股本(百万股)	1,601.79
流通股本(百万股)	1,587.82
12个月价格区间	7.20/16.25元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	13.17	19.45	-6.28
绝对收益	10.22	25.14	-27.68

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号: S1450515030001
caiwj2@essence.com.cn
021-35082019

相关报告

- 兆驰股份: 大规模面板备货+现金囤积, 为Q4风行电视转型打下基础 2015-10-27
- 兆驰股份: 定增切入互联网电视 期待风行网焕发活力 2015-10-19

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,107.6	6,095.9	7,958.2	9,619.3	11,618.6	成长性					
减:营业成本	6,035.8	5,319.1	6,951.8	8,391.3	10,134.8	营业收入增长率	4.9%	-14.2%	30.6%	20.9%	20.8%
营业税费	47.1	22.4	33.2	42.6	54.9	营业利润增长率	1.9%	-52.7%	22.5%	28.8%	20.8%
销售费用	163.8	178.8	358.1	490.6	615.8	净利润增长率	4.7%	-48.1%	17.6%	25.5%	18.8%
管理费用	156.1	168.1	214.9	269.3	290.5	EBITDA 增长率	5.8%	-17.7%	-10.6%	10.9%	18.7%
财务费用	-4.2	215.2	90.3	12.6	-4.6	EBIT 增长率	5.5%	-22.5%	-8.6%	8.4%	17.2%
资产减值损失	99.5	52.8	73.9	72.4	74.6	NOPLAT 增长率	4.4%	-21.5%	-9.0%	8.4%	17.1%
加:公允价值变动收益	-24.6	-14.3	-16.5	-	-	投资资本增长率	-13.9%	45.7%	8.7%	12.6%	10.9%
投资和汇兑收益	139.0	217.4	200.0	200.0	200.0	净资产增长率	17.2%	8.0%	68.7%	7.0%	8.9%
营业利润	724.1	342.6	419.6	540.4	652.7	利润率					
加:营业外净收支	60.2	58.2	55.0	55.0	55.0	毛利率	15.1%	12.7%	12.6%	12.8%	12.8%
利润总额	784.3	400.8	474.6	595.4	707.7	营业利润率	10.2%	5.6%	5.3%	5.6%	5.6%
减:所得税	118.6	56.2	68.5	86.0	102.7	净利润率	9.4%	5.7%	5.1%	5.3%	5.2%
净利润	665.7	345.7	406.5	510.1	605.9	EBITDA/营业收入	10.7%	10.2%	7.0%	6.4%	6.3%
						EBIT/营业收入	10.1%	9.1%	6.4%	5.7%	5.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	14	41	51	48	44
						流动资产周转天数	152	169	148	135	126
						流动营业资本周转天数	285	325	278	251	233
						应收账款周转天数	65	97	77	65	63
						存货周转天数	42	51	44	44	44
						总资产周转天数	357	483	434	388	354
						投资资本周转天数	191	253	240	220	203
						投资回报率					
						ROE	14.8%	7.2%	5.0%	5.8%	6.4%
						ROA	9.7%	3.6%	4.2%	4.6%	5.1%
						ROIC	15.1%	13.7%	8.6%	8.6%	8.9%
						费用率					
						销售费用率	2.3%	2.9%	4.5%	5.1%	5.3%
						管理费用率	2.2%	2.8%	2.7%	2.8%	2.5%
						财务费用率	-0.1%	3.5%	1.1%	0.1%	0.0%
						三费/营业收入	4.4%	9.2%	8.3%	8.0%	7.8%
						偿债能力					
						资产负债率	34.9%	48.7%	16.0%	20.5%	19.5%
						负债权益比	53.7%	95.1%	19.0%	25.7%	24.1%
						流动比率	2.19	1.45	5.34	3.92	4.21
						速动比率	1.87	1.20	4.57	3.14	3.47
						利息保障倍数	-172.44	2.59	5.65	44.03	-139.41
						分红指标					
						DPS(元)	0.03	-	-	-	-
						分红比率	6.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	665.7	344.6	406.5	510.1	605.9	EPS(元)	0.42	0.22	0.22	0.28	0.33
加:折旧和摊销	41.0	70.3	48.6	66.4	87.2	BVPS(元)	2.80	3.01	4.44	4.75	5.17
资产减值准备	99.5	52.8	-	-	-	PE(X)	21.8	42.0	41.0	32.7	27.5
公允价值变动损失	24.6	14.3	-16.5	-	-	PB(X)	3.2	3.0	2.0	1.9	1.8
财务费用	17.2	203.0	90.3	12.6	-4.6	P/FCF	48.6	88.3	-6.3	-158.4	181.6
投资损失	-139.0	-217.4	-200.0	-200.0	-200.0	P/S	2.0	2.4	2.1	1.7	1.4
少数股东损益	-	-1.1	-0.4	-0.7	-0.8	EV/EBITDA	14.7	32.9	25.1	22.8	19.1
营运资金的变动	-26.0	-606.1	-138.5	-450.3	-459.7	CAGR(%)	-8.5%	20.6%	-13.9%	-8.5%	20.6%
经营活动产生现金流量	1,026.2	28.2	190.0	-61.9	27.9	PEG	-2.6	2.0	-3.0	-3.8	1.3
投资活动产生现金流量	-418.6	-1,255.2	-102.6	-108.8	-110.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-953.4	1,527.8	211.4	132.0	342.6	REP					

资料来源: 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034