

兆驰股份 (002429)

强烈推荐

行业：彩电

风行电视用户初具规模，LED封装和照明前景看好

3月6日，风行互联网电视举行“风起东方、兆耀未来”2017年战略发布会。

投资要点：

- ✧ **汇聚“内容+牌照+终端+渠道+平台”全产业链资源，打造风行电视生态圈。** 1、基于股权合作，构建利益共同体，其中：公司收购风行股权，成为第一大股东；方明珠将认购兆驰股份股权，成为第二大股东。2、基于开放生态，汇聚“内容+牌照+终端+渠道+平台”全产业链资源，其中：东方明珠提供内容和牌照，风行负责运营和电视直销，兆驰股份负责智能电视硬件制造，国美和海尔提供线上线下销售渠道。
- ✧ **另一视角：风行生态圈也是东方明珠 B2C 战略的重要一环。** 东方明珠互联网电视业务此前主要采取 DVB+OTT、IPTV+OTT 等 B2B 发展模式，借助风行生态，东方明珠完善了互联网电视的 B2C 战略布局。
- ✧ **互联网电视用户初具规模，变现模式清晰。** 2016 年底风行电视（含风行系品牌）累积用户数超过 200 万，预计 2017 年底有望达到 500 万，进入互联网电视品牌第一阵营。大屏广告、会员年费，以及游戏购物等商业模式逐渐成熟，变现前景清晰。
- ✧ **LED 业务增长迅速，前景看好。** 1、公司持有“兆驰节能照明”80%股份（员工持股平台持有 19%），立足于 LED 封装行业（背光源+室内照明），2016 年上半年营收 4.3 亿元，净利润 4230 万元。2、合资设立“兆驰照明”，公司出资 8000 万元持股 40%，完善照明全产业链布局。
- ✧ **维持“强烈推荐”评级，目标价 13.5 元。** 1、2016 年业绩预告：营收 75 亿元，同比增长 23%；归属上市公司净利润 4.11 亿元，同比增长 18.9%；并披露 2016 年利润分配和资本公积金转增预案：10 派 0.25 元并转增 15 股。2、预测 2017-18 年净利润 6.3 和 8.1 亿，每股收益 0.35 和 0.45 元；维持“强烈推荐”评级，目标价格 13.5 元，对应 2018 年 30 倍 PE。
- ✧ **风险提示：** 风行生态低于预期，竞争加剧，并购风险，系统风险等

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6096	7504	9034	11104
收入同比(%)	-14%	23%	20%	23%
归属母公司净利润	346	416	626	813
净利润同比(%)	-48%	20%	51%	30%
毛利率(%)	12.7%	11.6%	11.4%	12.1%
ROE(%)	7.2%	5.4%	7.6%	9.2%
每股收益(元)	0.22	0.23	0.35	0.45
P/E	47.49	44.63	29.65	22.84
P/B	3.40	2.42	2.27	2.11
EV/EBITDA	31	29	25	20

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

作者

署名：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

参与人：孙佳骏

S0960116070034

021-52286447

sunjiajun@china-invs.cn

目标价：13.5

当前股价：10.25

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	1,811
流通股本(百万股)	1,589
总市值(亿元)	186
流通市值(亿元)	163
成交量(百万股)	17.16
成交额(百万元)	174.68

股价表现



相关报告

- 《兆驰股份-一季度业绩好于预期、风行电视生态预计将持续完善》2016-04-28
- 《兆驰股份-风行发布新品加快迭代，冲击互联网品牌第一阵营》2016-03-18
- 《兆驰股份-打造超维生态、进军智能电视联合运营》2016-02-15

一、风行互联网电视全产业链竞争优势：内容+牌照+终端+渠道+平台

2016年11月，公司以12.28元/股的价格，向东方明珠和国美咨询完成非公开增发2.09亿股，募集资金净额25.62亿元，将全部用于互联网电视联合运营项目。

增发完成后公司总股本达到18.1亿股，东方明珠持有公司9.89%的股份（约1.79亿股），成为第二大股东；国美咨询持有1.67%的股份（3019万股），成为第三大股东。

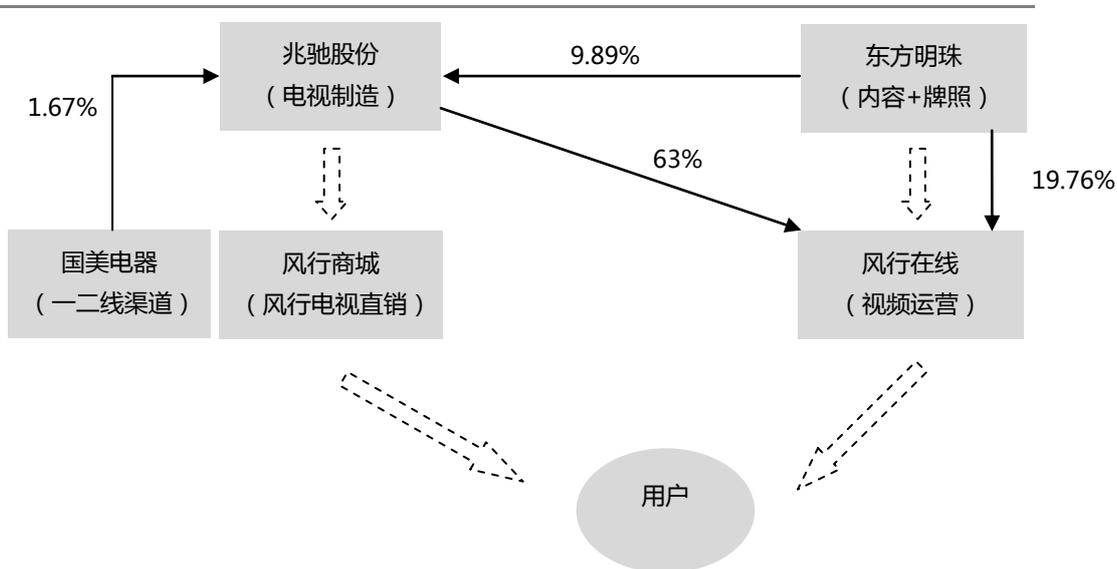
表 1 兆驰对东方明珠和国美咨询的增发

认购对象	认购价格(元/股)	认购数量	认购金额(万元)	增发后持股比例
东方明珠	12.28	179,153,095	220000	9.89%
国美咨询		30,193,814	37078	1.67%
合计	--	209,346,909	257078	--

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

通过股权合作，汇聚“内容+牌照+终端+渠道+平台”资源，打造出互联网电视全产业链，公司将从单纯的电视 ODM 制造商逐渐转变成互联网电视业务联合运营商。其中：东方明珠提供内容和牌照，风行在线负责互联网视频运营（风行商城：风行电视的直销网站），兆驰股份负责智能电视硬件制造，国美和海尔提供线上线下销售渠道（风行品牌或联合品牌）。

图 1 风行互联网电视生态系统



资料来源：中国中投证券研究总部

风行电视的商业变现主要来自以下几个方面:1、广告，主要是开机和贴片广告；2、付费内容，电影、纪录片、英超联赛点播或套餐等；3、增值应用，游戏、购物等。

图 2 风行互联网电视生态系统



资料来源：风行、中国中投证券研究总部

二、另一视角：风行生态圈也是东方明珠 B2C 战略的重要一环

换个视角来看待风行互联网生态圈。在兆驰股份与东方明珠进行战略合作之前，东方明珠互联网电视业务主要采取 DVB+OTT、IPTV+OTT 等 B2B 发展模式。与乐视等相比，东方明珠拥有的终端产品主要是百视通小红 OTT 机顶盒，缺少智能电视终端。

借助风行电视生态圈，兆驰股份从制造商向联合运营商转型，东方明珠也完善了互联网电视业务的 B2C 战略布局。

图 3 东方明珠互联网媒体生态系统



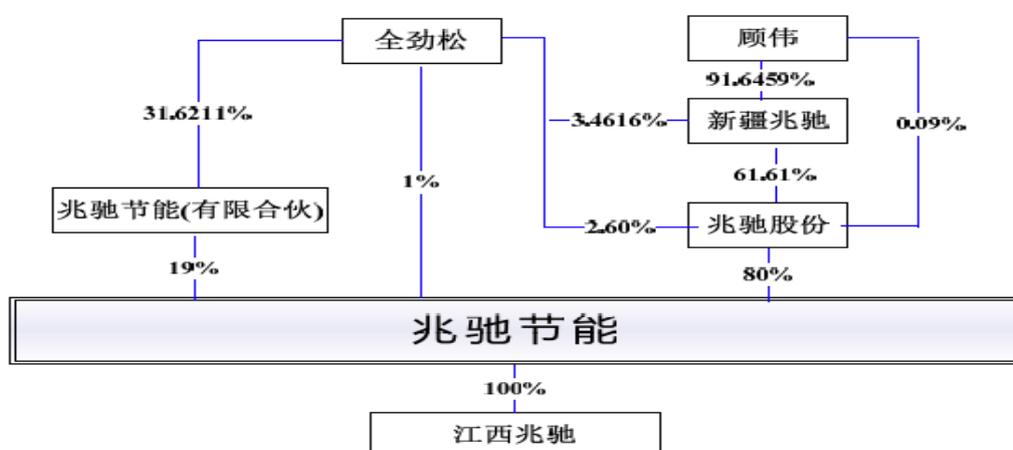
资料来源：东方明珠、中国中投证券研究总部

三、兆驰节能照明：立足 LED 封装行业，定位 LED 背光和室内照明领域

“兆驰节能照明”立足于 LED 封装行业，定位于 LED 背光源、LED 室内照明两大核心应用领域。在 LED 背光领域已经成为中大尺寸 LED 背光源的主要供应商之一，核心客户包括兆驰股份、创维、康佳、TCL、中新科技、台湾冠捷和京东方等；照明领域核心客户包括佛山照明、阳光照明、三雄极光、雪莱特等。

兆驰节能照明 2016 年 8 月在新三板挂牌，兆驰股份持有 80% 的股份，兆驰节能合伙（员工持股平台）持有 19%。根据公司 2015 年年报信息，兆驰节能照明总资产 10.2 亿，净资产 1.78 亿元；2015 年营收 8 亿元，净利润 5569 万元。2016 年上半年实现营收 4.3 亿元，同比下滑 2.3%；净利润 4230 万元，同比增长 26.6%。

图 4 兆驰节能照明股权关系



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 2 兆驰节能照明 2013-2016 上半年营收和利润

	营收（亿元）	净利润（万元）	LED 主业毛利率
2013 年	6.6	5827	21.2%
2014 年	8.5	3378	15.0%
2015 年	8.0	5569	9.3%
2016H1	4.3	4230	14.4%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6132	7422	8103	8980
现金	990	4411	4474	4536
应收账款	1716	1426	1717	2110
其它应收款	116	71	86	105
预付账款	38	66	80	98
存货	1042	1261	1520	1854
其他	2229	188	226	278
非流动资产	3324	2350	2388	2413
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1081	1136	1174	1200
无形资产	211	211	211	211
其他	2032	1002	1002	1002
资产总计	9456	9772	10490	11394
流动负债	4242	2033	2245	2519
短期借款	2624	1000	1000	1000
应付账款	1204	995	1200	1464
其他	414	38	45	56
非流动负债	367	37	41	43
长期借款	0	0	0	0
其他	367	37	41	43
负债合计	4609	2070	2286	2562
少数股东权益	20	20	20	20
股本	1602	1811	1811	1811
资本公积	489	2841	2841	2841
留存收益	2721	3030	3531	4156
归属母公司股东权益	4827	7682	8185	8812
负债和股东权益	9456	9772	10490	11394

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	28	2334	110	184
净利润	345	416	626	813
折旧摊销	70	99	112	125
财务费用	215	87	-81	-83
投资损失	-217	-174	-148	-133
营运资金变动	-447	1018	-434	-581
其它	63	888	35	43
投资活动现金流	-1255	385	-2	-17
资本支出	153	150	150	150
长期投资	0	0	0	0
其他	-1102	535	148	133
筹资活动现金流	1528	701	-44	-105
短期借款	1411	-1624	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-0	209	0	0
资本公积增加	-0	2353	0	0
其他	117	-237	-44	-105
现金净增加额	305	3420	64	62

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	6096	7504	9034	11104
营业成本	5319	6635	8000	9759
营业税金及附加	22	26	32	39
营业费用	179	225	253	289
管理费用	168	225	253	289
财务费用	215	87	-81	-83
资产减值损失	53	0	0	0
公允价值变动收益	-14	0	0	0
投资净收益	217	174	148	133
营业利润	343	479	725	944
营业外收入	63	10	10	10
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	401	489	735	954
所得税	56	73	110	143
净利润	345	416	626	813
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	346	416	626	813
EBITDA	628	665	756	986
EPS (元)	0.22	0.23	0.35	0.45

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-14.2%	23.1%	20.4%	22.9%
营业利润	-52.7%	39.9%	51.3%	30.1%
归属于母公司净利润	-48.1%	20.3%	50.5%	29.8%
获利能力				
毛利率	12.7%	11.6%	11.4%	12.1%
净利率	5.7%	5.5%	6.9%	7.3%
ROE	7.2%	5.4%	7.6%	9.2%
ROIC	10.5%	13.1%	13.5%	16.1%
偿债能力				
资产负债率	48.7%	21.2%	21.8%	22.5%
净负债比率				
流动比率	1.45	3.65	3.61	3.56
速动比率	1.19	3.00	2.90	2.79
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.78	0.89	1.01
应收账款周转率	4	5	5	6
应付账款周转率	5.18	6.03	7.29	7.33
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.23	0.35	0.45
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	1.29	0.06	0.10
每股净资产(最新摊薄)	2.67	4.24	4.52	4.87
估值比率				
P/E	47.49	44.63	29.65	22.84
P/B	3.40	2.42	2.27	2.11
EV/EBITDA	31	29	25	20

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李超,南京大学硕士研究生,在富士通株式会社(中国)通信业务部门任职多年,2008 年加入中投证券研究总部,先后负责交通运输/铁路装备、电子和家电行业研究。

孙佳骏男,上海外国语大学金融学硕士,2016 年加入中投证券研究总部,从事家电行业研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434