

兆驰股份 (002429)

证券研究报告

2017年03月07日

17年全面发力互联网电视，风行运营或将扭亏为盈

全面发力风行互联网电视，全产业链资源优势助力前行

公司完成 25.7 亿定增事项后，将开始全面在风行互联网电视业务发力。以股权为纽带的合作，强化了公司与东方明珠、国美等战略股东的生态联盟，互联网电视全产业链优势显著。

- 1) 内容+牌照:** 东方明珠、百视通聚合了国内垂直领域顶尖内容资源，同时导入了 SMG 的强 IP、自制内容。
- 2) 渠道:** 国美、海尔作为风行网股东方，在线上、线下渠道上具备多年积累，成为风行及联合品牌电视销量的重要保障。
- 3) 制造:** 兆驰为国内前三大电视 ODM 厂商，年产能 1100 万台电视，生产制造的经验和规模效应带来了 20%-30% 的制造成本优势。
- 4) 运营:** 风行网具备超过 10 年互联网视频运营积累，从 PC 端、移动端无缝覆盖 TV 端。

风行网运营已步入正轨，17年或将实现扭亏为盈

2015 年底公司推出超维家族，2016 年底已累计超过 200 万+用户（包括风行、海尔、国美等超维生态）。经过一年多的磨合与整理，风行网运营已逐步步入正轨。东方明珠、百视通等股东保障了与同行相比极低的内容获取成本，16 年风行已实现明显减亏。在全渠道资源保障下，17 年风行生态累计用户规模有望达到 500 万，用户价值变现将助力风行实现扭亏为盈。公司互联网电视变现模式设计明晰，广告（开关机、贴片、短视频等）、收费会员、大屏游戏、大屏购物等商业模式变现价值已逐渐得到认可。

LED 封装业务高速增长，股改激励将全面推行

公司旗下 LED 封装新三板挂牌公司“兆驰节能”股权激励模式试行一年效果显著，其中员工持股平台持股达 19%。兆驰节能在行业竞争激烈背景下，通过合作制充分激发员工积极性，16 年有望实现 50% 以上高速增长，17 年仍有望维持高速增长。未来兆驰将在风行、照明等子公司全面推行股改激励，实现员工利益与公司业绩的深度绑定，有望打开兆驰新的成长空间。

投资建议

定增完成后公司将与东方明珠、国美等股东方将全面导入产业链资源，发力风行互联网电视业务。17 年风行电视销量目标有望达到 300 万台，累计生态用户规模达到 500 万，进入一线互联网电视阵营。风行经过磨合期后，变现模式逐渐清晰，17 年有望实现扭亏为盈。LED 封装、照明等子公司将全年推行合作制股权激励改革，打开新的成长空间。此外，公司坚持内生与外延增长相结合，与各方合作成立产业基金，围绕文化传媒和高端制造两大方向，助力互联网电视生态进行全面战略规划和长期布局。我们预计公司 16-18 年收入增速为 23%、22%、24%，净利润增速 19%、43%、26%，EPS 为 0.22、0.32、0.40，给予买入评级，6 个月目标价 14 元。

风险提示: 互联网电视发展不及预期、原材料价格波动风险。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,107.63	6,095.88	7,500.03	9,122.61	11,313.69
增长率(%)	5%	-14%	23%	22%	24%
EBITDA(百万元)	758.87	624.74	556.58	718.65	930.15
净利润(百万元)	665.66	345.65	411.44	588.31	743.17
增长率(%)	5%	-48%	19%	43%	26%
EPS(元/股)	0.37	0.19	0.22	0.32	0.40
市盈率(P/E)	28.26	54.43	46.45	32.49	25.72
市净率(P/B)	4.19	3.90	2.27	2.16	1.98
市销率(P/S)	2.65	3.09	2.55	2.10	1.69
EV/EBITDA	14.73	32.94	30.69	22.80	18.12

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/视听器材
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.25 元
目标价格	14 元
上次目标价	13.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,810.87
流通 A 股股本(百万股)	1,588.60
A 股总市值(百万元)	18,561.43
流通 A 股市值(百万元)	16,283.10
每股净资产(元)	3.16
资产负债率(%)	45.76
一年内最高/最低(元)	11.75/7.30

作者

蔡雯娟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100008
caiwenjuan@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《兆驰股份-公司点评:风行业务打开新的增长点，今年为重要转型整合年》
2016-10-26

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	935.89	990.45	975.00	1,379.16	1,470.78
应收账款	1,444.86	1,831.96	2,334.72	2,226.58	2,801.72
预付账款	190.58	37.93	246.31	92.44	327.01
存货	693.48	1,042.26	1,089.52	1,451.10	1,694.83
其他	1,593.84	2,229.39	2,051.87	2,264.31	2,197.94
流动资产合计	4,858.66	6,131.99	6,697.42	7,413.59	8,492.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	311.57	1,080.71	1,194.04	1,349.21	1,519.55
在建工程	565.70	4.25	152.55	241.53	294.92
无形资产	187.33	211.19	207.87	204.24	201.77
其他	973.17	2,027.77	2,000.44	1,999.34	2,001.67
非流动资产合计	2,037.76	3,323.92	3,554.91	3,794.32	4,017.90
资产总计	6,896.42	9,455.91	10,252.33	11,207.92	12,510.19
短期借款	1,212.62	2,624.07	228.54	0.00	495.69
应付账款	894.27	1,255.62	933.52	1,750.67	1,705.64
其他	115.07	361.85	190.33	214.88	156.05
流动负债合计	2,221.96	4,241.54	1,352.39	1,965.55	2,357.38
长期借款	0.00	0.00	75.33	0.00	63.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	188.24	367.22	400.00	400.00	400.00
非流动负债合计	188.24	367.22	475.33	400.00	463.15
负债合计	2,410.20	4,608.76	1,827.72	2,365.55	2,820.53
少数股东权益	0.00	19.72	6.94	12.89	24.20
股本	1,601.79	1,601.52	1,839.53	1,839.53	1,839.53
资本公积	489.16	488.82	3,569.01	3,569.01	3,884.77
留存收益	2,906.27	3,209.93	6,578.14	6,989.95	7,825.92
其他	(511.00)	(472.85)	(3,569.01)	(3,569.01)	(3,884.77)
股东权益合计	4,486.22	4,847.15	8,424.61	8,842.36	9,689.65
负债和股东权益总	6,896.42	9,455.91	10,252.33	11,207.92	12,510.19

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	665.66	344.58	411.44	588.31	743.17
折旧摊销	41.02	70.31	48.58	66.38	87.20
财务费用	17.19	202.99	105.53	19.02	20.06
投资损失	(139.05)	(217.41)	(213.58)	(200.00)	(200.00)
营运资金变动	(26.04)	(606.14)	(1,026.40)	532.63	(1,091.05)
其它	467.42	233.87	(5.30)	5.94	11.32
经营活动现金流	1,026.22	28.20	(679.73)	1,012.28	(429.30)
资本支出	337.90	1,067.12	274.11	306.89	308.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(756.45)	(2,322.29)	(363.09)	(415.69)	(419.04)
投资活动现金流	(418.55)	(1,255.17)	(88.99)	(108.80)	(110.59)
债权融资	1,212.62	2,624.07	303.87	0.00	558.84
股权融资	(1.42)	(177.98)	3,196.93	(18.73)	295.90
其他	(2,164.56)	(918.33)	(2,747.53)	(480.59)	(223.24)
筹资活动现金流	(953.36)	1,527.76	753.27	(499.32)	631.50
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(345.69)	300.78	(15.44)	404.16	91.62

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,107.63	6,095.88	7,500.03	9,122.61	11,313.69
营业成本	6,035.78	5,319.09	6,395.33	7,621.85	9,437.80
营业税金及附加	47.06	22.44	65.69	91.23	113.14
营业费用	163.85	178.79	295.95	437.89	565.68
管理费用	156.06	168.09	411.07	474.38	509.12
财务费用	(4.17)	215.21	105.53	19.02	20.06
资产减值损失	99.46	52.76	45.05	45.00	45.00
公允价值变动收益	(24.58)	(14.35)	7.48	0.00	0.00
投资净收益	139.05	217.41	213.58	200.00	200.00
其他	(228.94)	(406.11)	(442.12)	(400.00)	(400.00)
营业利润	724.07	342.55	402.47	633.25	822.89
营业外收入	62.11	63.10	87.67	80.00	80.00
营业外支出	1.88	4.88	13.06	10.00	10.00
利润总额	784.30	400.77	477.08	703.25	892.89
所得税	118.64	56.19	78.42	109.00	138.40
净利润	665.66	344.58	398.66	594.25	754.49
少数股东损益	0.00	(1.07)	(12.78)	5.94	11.32
归属于母公司净利润	665.66	345.65	411.44	588.31	743.17
每股收益(元)	0.37	0.19	0.22	0.32	0.40

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	4.89%	-14.23%	23.03%	21.63%	24.02%
营业利润	1.94%	-52.69%	17.49%	57.34%	29.95%
归属于母公司净利润	4.68%	-48.07%	19.03%	42.99%	26.32%
获利能力					
毛利率	15.08%	12.74%	14.73%	16.45%	16.58%
净利率	9.37%	5.67%	5.49%	6.45%	6.57%
ROE	14.84%	7.16%	4.89%	6.66%	7.69%
ROIC	15.09%	13.75%	8.35%	8.63%	11.68%
偿债能力					
资产负债率	34.95%	48.74%	17.83%	21.11%	22.55%
净负债率	-13.90%	5.40%	11.80%	6.21%	10.18%
流动比率	2.19	1.45	4.95	3.77	3.60
速动比率	1.87	1.20	4.15	3.03	2.88
营运能力					
应收账款周转率	5.55	3.72	3.60	4.00	4.50
存货周转率	8.61	7.02	7.04	7.18	7.19
总资产周转率	1.01	0.75	0.76	0.85	0.95
每股指标(元)					
每股收益	0.37	0.19	0.22	0.32	0.40
每股经营现金流	0.57	0.02	-0.38	0.56	-0.24
每股净资产	2.48	2.67	4.58	4.80	5.25
估值比率					
市盈率	28.26	54.43	46.45	32.49	25.72
市净率	4.19	3.90	2.27	2.16	1.98
EV/EBITDA	14.73	32.94	30.69	22.80	18.12
EV/EBIT	15.52	36.89	33.63	25.12	20.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com