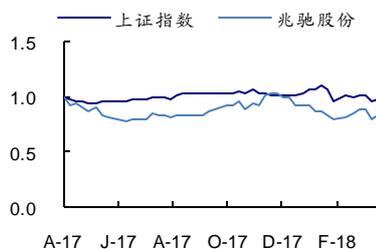


**证券研究报告—深度报告**
**信息技术**
**IT 硬件与设备**
**兆驰股份(002429)**
**买入**

合理估值: 4.8 元

(维持评级)

2018年04月12日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	4,527/3,973
总市值/流通(百万元)	14,215/12,475
上证综指/深圳成指	3,131/10,685
12个月最高/最低(元)	4.18/2.98

**证券分析师: 欧阳仕华**

电话: 0755-81981821

E-MAIL: ouyangsh1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080002

**联系人: 高峰**

电话: 010-88005310

E-MAIL: gaofeng1@guosen.com.cn

**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。

**深度报告**

# 三大业务协同驱动, 转型 LED 一体化布局未来

## ● “芯片+封装+下游应用”全产业链布局, LED 行业“IDM”一体化稀缺标的

公司 LED 产品产能将呈爆发式增长, LED 业务将成公司第一大业务。公司在 LED 上游产品中完成芯片、外延片的布局, 中游封装产品中有照明封装、电视及中小尺寸背光产品, 下游则是公司传统业务液晶电视 ODM 产品, 依靠这些产品与加工能力, 公司成功完成 LED 上下游垂直一体化布局, 有助于公司降低产品成本, 提升公司竞争力。

## ● 互联网电视“内容+终端+平台”布局完成, 技术和渠道打造领先实力

公司基于自身智能制造优势, 以风行在线为运营平台。形成了从终端(风行电视)——渠道(线下经销商+电信运营商+电商)——内容建设(多元资源+短视频)——平台运营(联合运营, 多元发展)。凭借互联网电视的政策和需求红利, 叠加互联网电视流量优势, 拓展增值服务市场。

## ● 电视 ODM 产业转移趋势已定, 面板价格下降压缩代工成本

TV 代工业务向大陆转移趋势已定, 兆驰产品设计以及成本控制能力出色。液晶面板价格下降为长期大势, 面板产能向国内聚集增强国内电视厂商话语权。公司成本控制能力出色, 市场份额稳步提升。

## ● 风险提示

一, LED 行业供应过剩导致产品价格大幅下跌。二, 下游电视机市场需求不足。面板价格上涨带来 ODM 代工成本压力提升。三, 互联网电视平台生态和互联网视频业务进展不达预期。

## ● 公司内生改善明显, 估值吸引力强, 给予“买入”评级

我们预计 18/19/20 年公司净利润为 7.89/10.9/13.13 亿元。根据我们绝对估值的结论, 公司合理价值为 6.09-8.04 元/股, 4 月 9 日收盘价为 3.14 元, 安全边际较高。相对估值法, 可比公司 18/19 年 PE 的均值为 20/15 倍。我们给予兆驰股份 19 年 20 倍 PE, 对应合理估值为 4.8 元。给予“买入”的评级。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,477	10,229	12,923	16,465	20,154
(+/-%)	22.7%	36.8%	26.3%	27.4%	22.4%
净利润(百万元)	374	603	789	1090	1313
(+/-%)	8.3%	61.0%	30.9%	38.1%	20.5%
摊薄每股收益(元)	0.08	0.13	0.17	0.24	0.29
EBIT Margin	7.6%	7.0%	6.8%	7.3%	7.4%
净资产收益率(ROE)	4.8%	7.3%	9.0%	11.4%	12.5%
市盈率(PE)	38.0	23.6	18.0	13.0	10.8
EV/EBITDA	25.7	25.5	21.3	17.1	15.2
市净率(PB)	1.8	1.7	1.62	1.49	1.36

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

未来随着公司在 LED 领域布局的不断延伸，公司将成为稀缺 LED IDM 一体化企业，上游：公司拟投资 50 亿在南昌建立 LED 产业园，配套建设芯片产能 160 万片/月，主要用于自己封装需求。中游：公司未来 2 年计划，新增封装产线 1000 条，预计产能总达 150 亿颗/月。下游公司自建“兆驰”灯饰品牌。全力在线上下线全面推广，销售效果显著。公司的几大业务协同效应将更加明显。

我们预计 18/19/20 年每股盈利分别为 0.17/0.24/0.29 元，目前股价（3.14 元）对应动态市盈率分别是 18/13/11x。根据我们绝对估值的结果，公司合理价值为 6.09~8.04 元/股，4 月 9 日收盘价为 3.14 元，安全边际较高。相对估值我们采用横向和纵向两个维度去比较，可比公司 17~19 年 PE 的均值为 28/20/15 倍。我们给予兆驰股份 2019 年目标 PE 20 倍，对应合理估值为 4.8 元。给予“买入”的评级。

### 核心假设或逻辑

- (1) “芯片+封装+下游应用”全产业链布局，打造 LED 行业“IDM”一体化稀缺标的；
- (2) 互联网电视“内容+终端+平台”布局完成，技术和渠道打造领先实力；
- (3) 电视 ODM 产业转移趋势已定，面板价格下降压缩代工成本。

### 与市场预期的差异之处

- 1、**公司 LED 产品产能将呈爆发式增长，LED 业务将成公司第一大业务。**目前公司在 LED 上游产品中完成芯片、外延片的布局，中游封装产品中有照明封装、电视及中小尺寸背光产品，下游则是公司传统业务液晶电视 ODM 产品，依靠这些产品与加工能力，公司成功完成 LED 上下游垂直一体化布局，是 LED 产业链唯一标的。同时，打通 LED 上下游产品，完成一体化布局，有助于公司降低产品成本，提升公司竞争力。
- 2、**互联网电视“内容+终端+平台”布局完成，技术和渠道打造领先实力。**公司基于自身智能制造优势，以风行在线为运营平台，与战略合作伙伴东方明珠、青岛海尔、国美咨询合力打造互联网电视超维生态，建立了互联网电视业务，并形成终端、内容、平台于一体的大视频业务公司。形成了从终端（风行电视）——渠道（线下经销商+电信运营商+电商）——内容建设（多元资源+短视频）——平台运营（联合运营，多元发展）。凭借互联网电视的政策和需求红利，持续纵向扩展。
- 3、**电视 ODM 产业转移趋势已定，面板价格下降压缩代工成本。**液晶面板价格下降为长期大势，面板产能向国内聚集增强国内电视厂商话语权。目前国内外面板厂商仍在不断新建液晶面板产线。TV 代工业务向大陆转移趋势已定，兆驰产品设计以及成本控制能力出色。

### 股价变化的催化因素

一是公司 LED 扩产进展顺利，miniLED 等认证顺利，打开新的市场需求空间。二是面板价格的持续下跌带来的公司 ODM 代工业务的边际改善，从而降低总成本，提高盈利能力，并持续占领更多市场份额。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 一，LED 行业供应过剩导致产品价格大幅下跌。
- 二，下游电视机市场需求不足。面板价格上涨带来 ODM 代工成本压力提升。

三，互联网电视平台生态和互联网视频业务进展不达预期。

## 内容目录

盈利预测.....	7
盈利预测.....	7
估值与投资建议.....	8
绝对估值法.....	8
估值的敏感性分析.....	9
相对估值法.....	9
投资建议.....	9
“芯片+封装+下游应用”全产业链布局，LED行业“IDM”一体化稀缺标的.....	10
完善LED产业布局，国内LED行业“IDM”稀缺标的.....	10
公司LED产品产能将呈爆发式增长，LED业务将成公司第一大业务.....	11
公司前瞻布局MicroLED，打开未来成长空间.....	14
互联网电视“内容+终端+平台”布局完成，技术和渠道打造领先实力.....	15
互联网电视保有量持续提高，政策和需求双驱动.....	15
互联网电视流量优势明显，增值服务市场逐步打开.....	18
公司技术渠道优势明显，充分享受行业增长红利.....	19
电视ODM产业转移趋势已定，面板价格下降压缩代工成本.....	20
面板价格持续下跌，电视业务成本迎来明显改善.....	20
TV代工业务向大陆转移趋势已定，兆驰产品设计以及成本控制能力出色.....	22
管理经营稳健，财务情况优秀，公司业务转型带动估值回归.....	23
经营稳健，财务状况良好，为公司再次起飞打下坚实基础.....	24
风险提示.....	26
附表：财务预测与估值.....	27
国信证券投资评级.....	28
分析师承诺.....	28
风险提示.....	28
证券投资咨询业务的说明.....	28

## 图表目录

图 1: 公司在 LED 产品上的布局 .....	10
图 2: 公司完成 LED 产品上下游垂直一体化整合 .....	11
图 3: 公司 LED 封装业务 2018-2019 年产能爆发 .....	11
图 4: 公司 LED 芯片、外延片业务 2018-2019 年爆发 .....	11
图 5: 2017 年全球 LED 芯片产能占比 .....	12
图 6: 全球 MOCVD 新装机量折算 54 片机(台) .....	12
图 3: 兆驰节能照明子公司产品布局 .....	12
图 7: 2009-2017(E)年全球 LED 照明市场规模(亿美元)及渗透率 .....	13
图 8: 背光模组是液晶面板的重要成本构成 .....	13
图 9: 公司整合 LED 背光后, 液晶电视代工毛利率稳步提升 .....	14
图 10: 兆驰节能下游客户 .....	14
图 10: 中国互联网电视相关概念划分 .....	16
图 11: 互联网电视行业政策背景 .....	16
图 12: 2012-2018 中国智能电视销售量 .....	17
图 13: 2012-2018 中国智能电视渗透率不断提高 .....	17
图 14: 2012-2018 智能电视保有量 .....	17
图 15: 2012-2018 中国智能电视渗透率不断提高 .....	17
图 16: OTT 每日开机覆盖用户多达 1.53 亿 .....	18
图 17: OTT 生态规模不断扩张 .....	19
图 18: 中国视频行业有效付费用户规模已突破 7500 万 .....	19
图 19: 风行在 OTT TV 领域的整体布局 .....	20
图 20: 大尺寸液晶面板价格变化 .....	21
图 21: 18 年 2 月液晶面板价格相比 17 年 5 月跌幅 .....	21
图 22: 面板是液晶电视成本的重要构成 .....	21
图 23: 16 年公司的液晶电视业务材料成本高达 62% .....	21
图 24: 全球 TV 代工厂出货量及中国工厂占比 .....	22
图 25: 全球 TV 厂商出货量同比增速 .....	22
图 26: 2017 年全球前 10 大 TV 代工厂出货量 and 同比情况 .....	23
图 27: 10 年来公司动态市盈率走势 .....	24
图 28: 10 年来公司动态市净率走势 .....	24
图 29: 2013 年来公司分业务营业收入及同比走势 .....	24
图 30: 2013 年来公司分业务毛利率走势 .....	24
图 31: 2010 年来公司营业收入及同比走势 .....	25
图 32: 2010 年来公司归母净利润及同比走势 .....	25
图 33: 2010 年来公司毛利率与净利率趋势 .....	25
图 34: 2010 年来公司三费率变化趋势 .....	25
图 35: 2010 年来公司资产负债率 .....	26
图 36: 2010 年来公司净资产收益率 .....	26
表 1: 兆驰股份 2017~2019 年盈利预测 .....	7

---

表 2: 估值假设 .....	8
表 3: FCFF 估值表 .....	8
表 4: 针对折现率和永续增长率敏感性分析 .....	9
表 5: 可比上市公司估值比较 .....	9
表 6: 未来几年内中国将要投产的面板产线 .....	22

## 盈利预测

### 盈利预测

(1) 市场: 宏观经济稳定, 产品下游应用市场持续景气。

(2) 经营: 我们对公司未来三年的业绩预测基于以下假设:

- 公司在液晶电视的研发、设计和生产销售拥有完整产品体系, 受益于电视代工行业的产业转移。机顶盒业务通过差异化竞争以及产品的创新保持稳定增长, 预计视听及通信类电子产品整体保持稳定增长, 18/19/20 年增速 8%、8%、7%。
- 互联网类产品销售及服务方面, 公司以风行互联网电视和风行网为核心载体, 运营丰富的影视体育视频等内容资源, 加大在大视频领域布局。有望维持高增长。预计 18/19/20 年增速 50%、40%、30%。
- 在公司下游背光和照明应用的驱动之下, 加上公司 LED 封装产能逐步释放, 产业链协同性进一步增强, 公司的 LED 业务将开始进入爆发期, 预计 18/19/20 年增速 60%、60%、40%。

综合上述假设, 我们预计公司 18/19/20 年净利润为 7.89/10.9/13.13 亿元, EPS 分别为 0.17/0.24/0.29 元, 当前股价对应 18/19/20 年 PE 为 18/13/11 倍。

表 1: 兆驰股份 2017~2019 年盈利预测

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
<b>视听及通信类电子产品</b>				
营收	6127.64	6617.85	7147.28	7647.59
YOY	7.10%	8.00%	8.00%	7.00%
毛利率(%)	8.89%	12.80%	13.00%	13.00%
<b>互联网产品销售及服务</b>				
营收	2566.87	3850.31	5390.43	7007.56
YOY	386.40%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率(%)	14.61%	15.50%	15.50%	15.50%
<b>LED 系列</b>				
营收	1534.16	2454.66	3927.45	5498.43
YOY	60%	60%	60%	40%
毛利率(%)	13.23%	14.00%	15.00%	15.00%
<b>总收入</b>				
营收	10228.67	12922.81	16465.16	20153.57
YOY	36.80%	26.34%	27.41%	22.40%
毛利率(%)	10.98%	13.83%	14.30%	14.41%

资料来源:wind、国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

### 绝对估值法

我们采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，根据以下假设得出公司合理股价为 6.92 元。

表 2: 估值假设

	合理值	参考值
无杠杆 Beta	1.8	
无风险利率	3.80%	
<b>股票风险溢价</b>	7.00%	
公司股价	3.11	
发行在外股数	4527	
股票市值(E)	14215	14079
债务总额(D)	1270	1270
<b>Kd</b>	7.00%	7.00%
T	14%	14%
Ka	16.4%	
有杠杆 Beta	1.94	1.94
<b>Ke</b>	17.37%	
E/(D+E)	91.80%	91.80%
D/(D+E)	8.20%	8.20%
<b>WACC</b>	16.44%	

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 3: FCFF 估值表

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	TV
EBIT	872.4	1,195.3	1,489.2	6,694.6	9	7,230.	7,810.	8,435.	9,111.	9,841.	10,333.
所得税税率	14.00%	14.00%	14.00%	25.00%	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00	25.00%
EBIT*(1-所得 税税率)	750.3	1,027.9	1,280.7	5,021.0	2	5,423.	5,857.	6,326.	6,833.	7,380.	7,750.1
折旧与摊销	131.6	140.2	149.3	156.8	163.0	170.6	177.5	182.3	186.4	190.3	
营运资金的净 变动	(1,194.5)	(1,822.4)	(1,889.3)	9,375.2	(131.7)	(136.7)	(145.5)	(153.4)	(161.2)	(129.0)	
资本性投资	(101.0)	(151.0)	(151.0)	(63.0)	(113.0)	(143.0)	(63.0)	(63.0)	(63.0)	(63.0)	
FCFF	(413.7)	(805.2)	(610.3)	0	5	5,341.	5,748.	6,295.	6,799.	7,342.	54,742.
PV(FCFF)	(355.3)	(593.9)	(386.6)	7,883.1	7	2,495.	2,306.	2,169.	2,012.	1,866.	11,950.
核心企业价值	31,040.8										8
减: 净债务	(273.3)										
股票价值	31,314.1										
每股价值	6.92										

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 估值的敏感性分析

我们对公司股价进行敏感性分析，假设折现率和永续增长率变化值分别为 $\pm 0.5\%$ ，则我们计算得出公司股价区间在 6.09-8.04 元。

表 4: 针对折现率和永续增长率敏感性分析

6.92	15.4%	15.9%	16.44%	16.9%	17.4%
3.5%	8.04	7.64	7.27	6.92	6.60
3.0%	7.89	7.50	7.14	6.81	6.50
2.5%	7.74	7.37	7.03	6.71	6.41
2.0%	7.60	7.25	6.92	6.61	6.32
1.5%	7.48	7.14	6.82	6.52	6.24
1.0%	7.36	7.03	6.72	6.43	6.16
0.5%	7.25	6.93	6.63	6.35	6.09

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 相对估值法

公司的主营业务，分别属于家电、消费电子、LED 等子行业，我们从多个不同细分行业综合对比公司的估值。主要对比企业包括 TCL 集团、三安光电、华灿光电、木林森、国星光电等。可比公司 17~19 年 PE 的均值为 27 倍、20 倍、15 倍，中位值为 28 倍、20 倍、16 倍。考虑到公司在 LED 业务以及互联网类业务的快速成长，我们给予 2019 年目标 PE 20 倍，对应合理估值为 4.8 元。

表 5: 可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	每股收益 EPS			市盈率 PE		
				17E	18E	19E	17E	18E	19E
000100.SZ	TCL 集团	3.42	462.21	0.20	0.27	0.34	17.53	12.67	10.19
600703.SH	三安光电	24.65	1,005.33	0.78	1.04	1.30	31.41	23.69	18.91
300323.SZ	华灿光电	19.72	166.10	0.60	0.93	1.22	32.67	21.25	16.17
002745.SZ	木林森	38.90	205.52	1.25	1.64	2.29	31.02	23.77	16.99
002449.SZ	国星光电	17.76	84.49	0.74	1.03	1.35	24.05	17.21	13.18
002429.SZ	兆驰股份	3.15	142.60	0.13	0.17	0.24	24.36	18.75	15.71
	平均值						26.84	19.56	15.19
	中位值						27.69	20.00	15.94

资料来源：Wind 一致预期，国信证券经济研究所整理（兆驰股份为国信证券经济研究所预测，4 月 6 日收盘价）

### 投资建议

预计公司 18/19/20 年净利润为 7.89/10.9/13.13 亿元，EPS 分别为 0.17/0.24/0.29 元，当前股价对应的 PE 分别为 18/13/11x。根据绝对估值的结果，公司合理价值为 6.92 元/股，4 月 9 日收盘价为 3.14 元，安全边际较高。我们选取同行业可比公司作为参考，对比得出可比公司 2018-2019 年 PE 平均值为 20/15X，根据相对估值的结果，我们给予兆驰股份 2019 年的目标 PE 值 20X，对应合理估值为 4.8 元，给予“买入”评级。

## “芯片+封装+下游应用”全产业链布局，LED 行业 “IDM”一体化稀缺标的

### 完善 LED 产业布局，国内 LED 行业 “IDM” 稀缺标的

2014 年 2 月公司投资 5 亿元设立江西兆驰，建立 LED 产品研发及生产基地，扩大公司 LED 背光、照明、封装产品的产能，降低产品本，进一步完善公司的产业布局，到 2014 年底新增 200 条封装线，10 条照明成品线。2015 年 11 月增资全资子公司深圳兆驰节能照明 1.5 亿元，提升节能照明公司的实力。2017 年来公司加快在 LED 产业上布局步伐，2017 年 6 月公司出资 15-16 亿元，在南昌市高新技术产业开发区投资建设 LED 外延片和芯片生产项目，从而使公司具有 LED 芯片、外延片生产能力；2017 年 9 月再次增资深圳兆驰节能照明 2.5 亿元，提升公司在 LED 封装、照明、背光产品上的实力；2017 年 12 月再次与南昌市政府合作出资 12 亿元增资江西兆驰，用于 1000 条 LED 封装线扩产项目。

图 1：公司在 LED 产品上的布局



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

逐步完成 LED 领域“芯片+封装+应用照明”的全产业链布局。公司从 LED 产业链的中游封装行业着手，主要从事 LED 灯珠及其组件的研发、生产与销售，定位于 LED 照明和 LED 背光源两大核心应用领域。公司的 LED 照明产品主要应用于室内照明，LED 背光源产品主要应用于液晶电视、电脑、手机、平板电脑及照明背光等。

通过投资建设 LED 外延片公司在 LED 上游产品中完成芯片、外延片的布局，中游封装产品中有照明封装、电视及中小尺寸背光产品，下游则是公司传统业务液晶电视 ODM 产品，依靠这些产品与加工能力，公司成功完成 LED 上下游垂直一体化布局，是 LED 产业链唯一垂直整合的标的。通过不断向上下游衍生拓展，公司将掌握核心技术并打通 LED 全产业链各个环节，为客户提供高性能、高性价比的 LED 相关产品。

图 2: 公司完成 LED 产品上下游垂直一体化整合



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

**公司 LED 产品产能将呈爆发式增长, LED 业务将成公司第一大业务**

公司目前有 500 条 LED 封装产能, 计划 2018 年底扩产 1000 条 LED 封装产能, 按每条产线满产 5kk/m 计算, 并考虑投产进度, 预计 2018 年公司 LED 封装产能为 5000kk, 相比 2017 年产能翻倍, 2019 年公司 LED 封装产能相比 2018 年增加 50% 到 7500kk。同时公司新布局 LED 芯片、外延片业务预计 2018 年底投产, 我们预测 2018 年释放产能 100 万片 4 寸片, 2019 年释放产能 360 万片 4 寸片。预计全产业链的协同发展将为公司新增产值约人民币 60-70 亿元, 能够快速提升整体竞争力, 助力公司 LED 产业快速走向国际市场。

图 3: 公司 LED 封装业务 2018-2019 年产能爆发



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

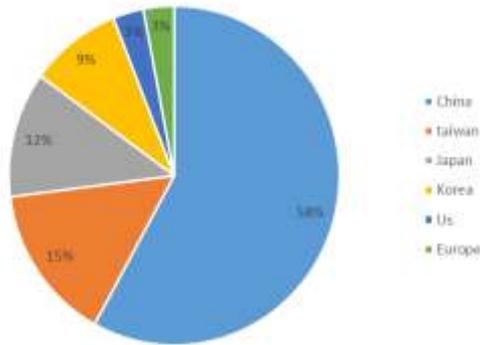
图 4: 公司 LED 芯片、外延片业务 2018-2019 年爆发



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

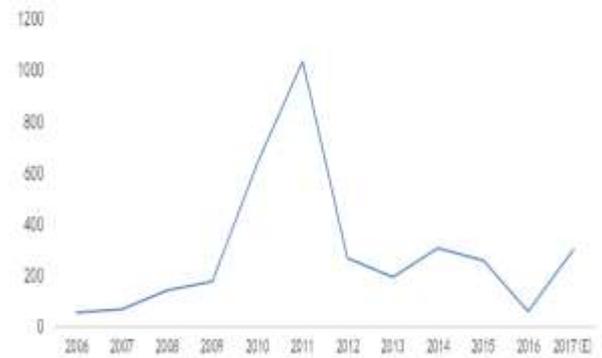
从 LED 产业周期上来看, 在经历过 2015 年的深度洗牌, 供给侧改革已比较充分, LED 产业正处于 S 型产业曲线第二波长牛的开启: 从 LED 上游供给来看, 行业产能集中度加速提升, 并形成较高的行业壁垒, 扼制无序产能扩张; 同时下游持续创新应用驱动整个产业链的蓬勃发展, 纵观 LED 行业的发展历程, 景观亮化、LCD 背光、室外照明、户外大屏显示等应用在不同阶段成为行业快速发展的驱动力。站在当前的时点来看, LED 照明的渗透率不断提升、LED 照明智能化网络化、以及小间距显示、MicroLED 的加速发展, 正成为新一轮主导 LED 行业需求的主要驱动力。

图 5: 2017 年全球 LED 芯片产能占比



资料来源: LEDinside、国信证券经济研究所整理

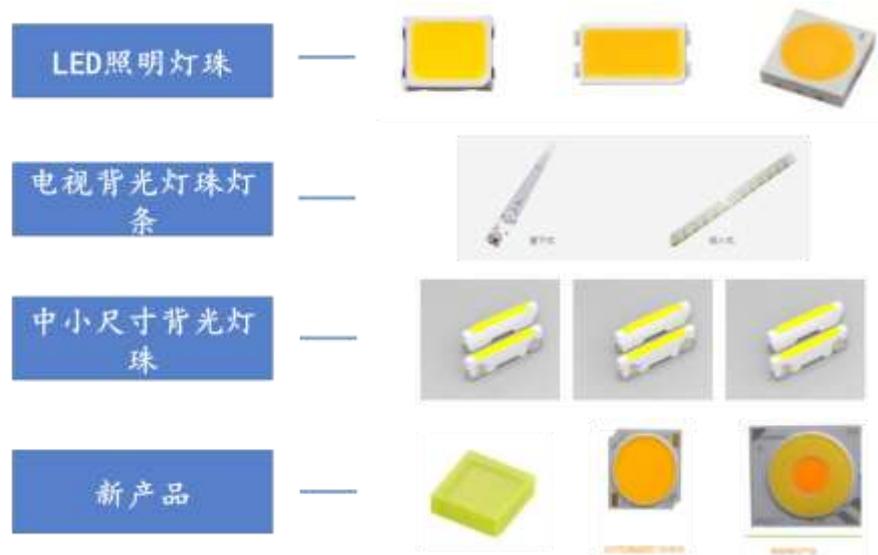
图 6: 全球 MOCVD 新装机量折算 54 片机(台)



资料来源: LEDinside、国信证券经济研究所整理

**LED 照明方面:** 公司子公司深圳兆驰节能照明公司于 2016 年 8 月在新三板上市, 证券代码 8838750, 兆驰股份持有其 80% 股份。着手打造在照明应用领域的品牌建设, 积极拓展下游应用市场。公司的 LED 照明产品主要应用于室内照明, LED 背光源产品主要应用于液晶电视、电脑、手机和平板电脑等。公司通过与上游芯片供应商和下游客户的定向合作、共同开发, 为终端客户提供高科技、高性价比的 LED 产品。

图 7: 兆驰节能照明子公司产品布局



资料来源: 公司官网、百度图片、国信证券经济研究所整理

**LED 照明市场分析:** 随着 LED 下游照明市场快速增长, 以及新兴应用包括灯丝灯、小间距、汽车 LED, 以及未来 MicroLED 等新的应用领域持续拓展, LED 行业整体需求将保持快速增长。

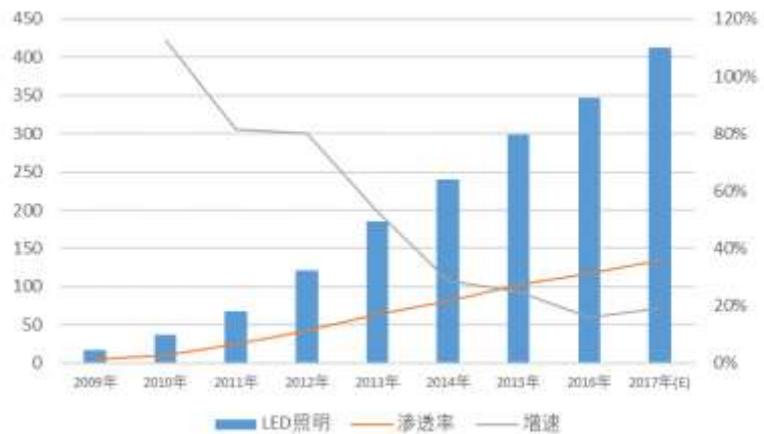
2017 年全球 LED 照明渗透率超过 35%, 海外渗透率较低, 欧美等发达国家渗透率仅 20% 左右, 2017 年全球 LED 照明市场增速达 19%。

从下游应用来看, 作为主要 LED 应用方向的通用照明市场, 全球 2017 年渗透率超过 35%(Digitimes), 全球市场规模可达 412 亿美元, 市场规模增速达 19%。

全球照明龙头飞利浦 LED 业务板块第 3 季度营收增长达 22%，佐证 LED 照明行业景气度持续。

飞利浦照明 2017 年第 3 季度 LED 营收增速达 22%，飞利浦表示：其 LED 照明业务正从单体灯泡转变为互联智能 LED 照明系统及照明服务，并看好智能照明市场空间。飞利浦作为全球照明龙头其 LED 照明业务保持高增速，佐证 LED 照明行业市场景气度持续，下游需求旺盛。

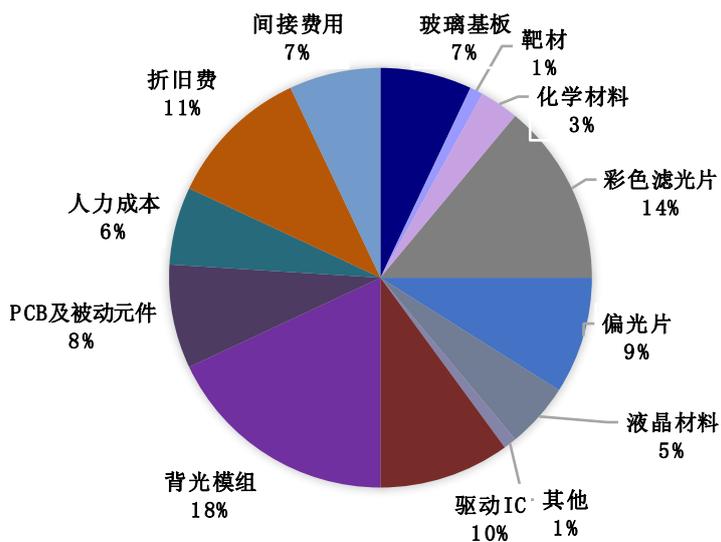
图 8：2009-2017(E)年全球 LED 照明市场规模(亿美元)及渗透率



资料来源：Digitimes、国信证券经济研究所整理

**LED 背光方面：**除了 LED 照明产品，公司整合 LED 背光源产品，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，在 LED 照明市场已经得到一线品牌客户的高度认可。LED 背光模组在液晶面板模组中的成本占比接近 18%，通过自身产业链整合，公司的 LED 背光可以减少外部采购，从而有效控制整体成本。

图 9：背光模组是液晶面板的重要成本构成

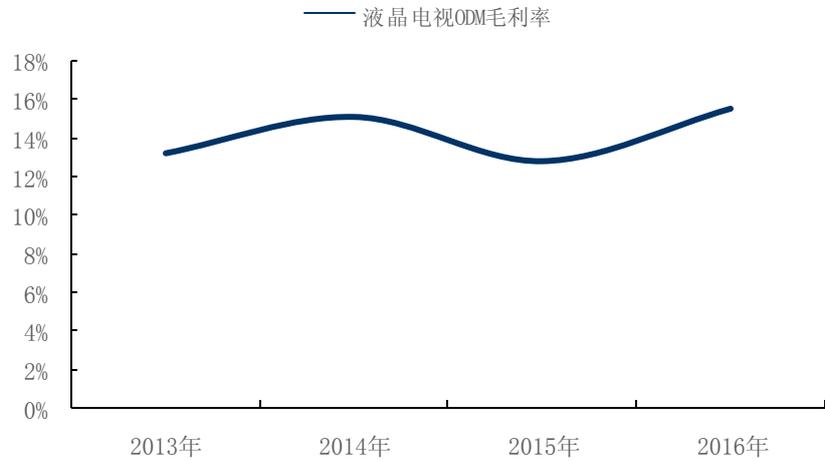


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

从公司液晶电视 ODM 的代工毛利率可以看出，公司在整合 LED 背光制造能力

后，整体液晶电视 ODM 代工的毛利率稳步提升。

图 10: 公司整合 LED 背光后，液晶电视代工毛利率稳步提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**下游客户优质:** 兆驰节能在 LED 电视背光领域已经成为中大尺寸 LED 背光源的主要供应商之一，核心客户包括创维、康佳、TCL、中新科技、台湾冠捷、京东方等；在 LED 照明市场已经得到国际一线品牌客户的高度认可，国内客户包括佛山照明、阳光照明、三雄极光、浙江美科、雪莱特等；在 LED 手机背光领域，核心客户包括合力泰、中光电、天亿富电子等。

图 11: 兆驰节能下游客户



资料来源: 兆驰节能公告, 百度图片, 国信证券经济研究所整理

### 公司前瞻布局 MicroLED, 打开未来成长空间

微发光二极管显示器 (Micro LED Display) 是新一代的显示技术, 结构是微型化 LED 阵列, 薄膜化、微小化与阵列化 LED 结构设计, 其体积将大幅缩小

到当前 LED 体积的 1%。同时 Micro LED 驱动阵列，能定址每一个像素单元并驱动发光，因此其像素间距可以由毫米级缩小到微米级。

Micro LED 优势突出，包括低功耗、高亮度、超高解析度与色彩饱和度、反应速度快、超省电、寿命较长、效率较高等，其功率消耗量约为 LCD 的 10%、OLED 的 50%。而与同样是自发光显示的 OLED 相较之下，亮度比其高 30 倍，且解析度可达 1500 PPI（像素密度）甚至更高，同时 Micro LED 具有较佳的材料稳定性与无影像残影等特性。

苹果、sony 力推 Micro LED 下一代显示技术。苹果在 2014 年收购 LuxVue，是 Micro LED 显示技术公司，取得多项 Micro LED 专利技术，着力于小尺寸的应用。Sony 在 2016 年 6 月推出 Micro LED 新产品，并早在 2012 年的国际消费性电子展（CES）上就推出“Crystal LED Display”可以说是业内最早拉开 Micro LED 消费电子应用的大门。

在 Micro LED 领域中，其它不少公司正在大力加紧研发，国际大厂包括苹果、三星、乐金、日亚化学、夏普等。其它还有半导体公司 PlayNitride、工研院、友达、群创、晶电等公司也都积极研发 Micro LED 技术。

当前 MicroLED 相关产品已有陆续问世，2018 年 Micro LED 将有望在手表等智能穿戴设备上实现量产应用，以每部手表约消耗 1 个 LED 2 寸片推算，若手表年出货量超过 2000 万部，则将需要 2000 万片 LED 2 寸片，相当于目前全球 LED 产能的 10~15%，拉动需求量相对可观。

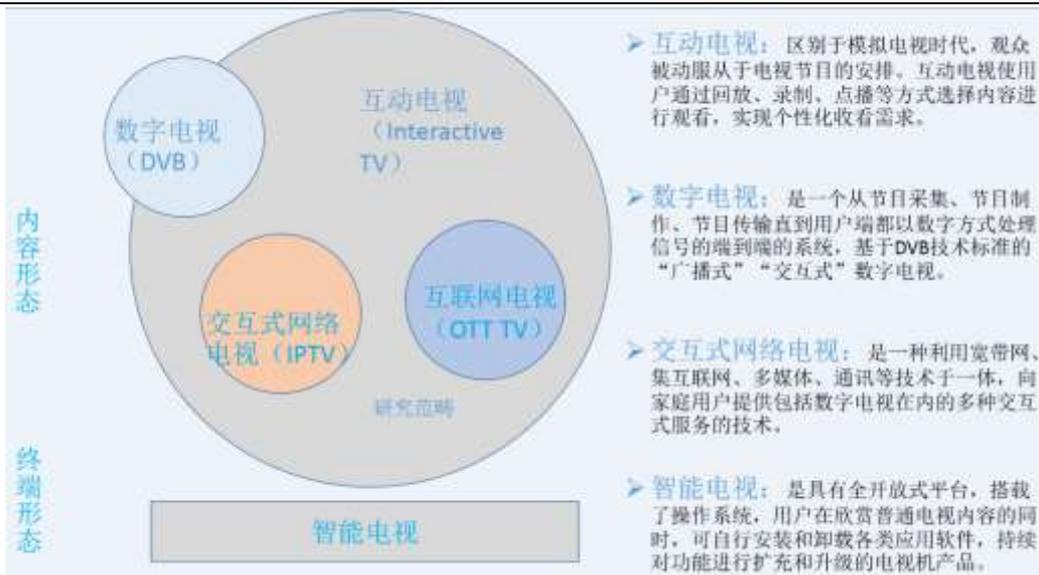
## 互联网电视“内容+终端+平台”布局完成，技术和渠道打造领先实力

### 互联网电视保有量持续提高，政策和需求双驱动

公司基于自身智能制造优势，以风行在线为运营平台，与战略合作伙伴东方明珠、青岛海尔、国美咨询合力打造互联网电视超维生态，建立了互联网电视业务，并形成终端、内容、平台于一体的大视频业务公司。形成了从终端（风行电视）——渠道（线下经销商+电信运营商+电商）——内容建设（多元资源+短视频）——平台运营（联合运营，多元发展）。凭借互联网电视的政策和需求红利，持续纵向扩展。

互联网电视（OTT TV）是以公共互联网为传输介质，以绑定了特定编号的具备网络接入功能的电视一体化为输出终端，并由经国家广电行政部门批准的集成播控平台，向全国范围内的用户提供视频点播和图文信息服务为主的内容服务及其他相关增值业务服务的电视终端。

图 12: 中国互联网电视相关概念划分



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

互联网专网业务已经与传统广电同等地位。互联网电视行业发展的监管政策, 先后经历了最初的规范市场、引入牌照制度阶段, 接着是行业迅速发展监管滞后阶段、及后续叫停整顿转而重新规范引导阶段。互联网电视行业的发展, 除了受到市场导向外, 还具有明显的政策导向性特征。未来行业监管政策也会顺应行业发展出现新的变动和规范。

图 13: 互联网电视行业政策背景



资料来源: 广电官网等, 国信证券经济研究所整理

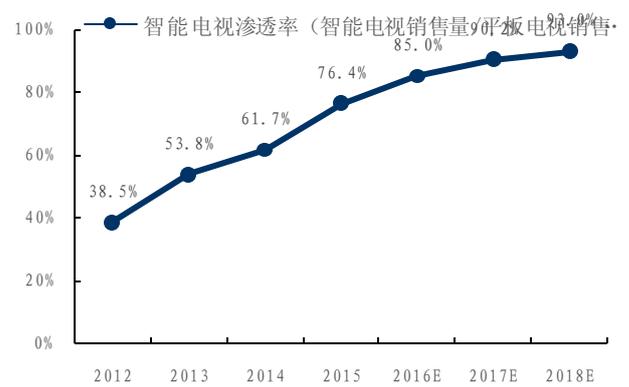
智能电视设备以 10% 以上的速度快速增加, 是互联网电视生态的发展坚实的基础, 无论是会员收入还是广告收入都是以足够的用户量为前提。智能电视渗透率不断提高。从渗透率上来看, 2016 年电视销量中智能电视的渗透率可能突破 85%。

图 14: 2012-2018 中国智能电视销售量



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2012-2018 中国智能电视渗透率不断提高



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

2016 年智能电视保有量是 14376 万台, 相比去年同期增长 3876 万台, 增速为 36.91%。2016 年 OTT 盒子保有量是 6932 万台, 相比去年同期增长 922 万台, 增速为 15.34%。互联网电视保有量增速大幅超过 OTT 盒子, 正逐步替代 OTT 盒子, 主导未来潮流。

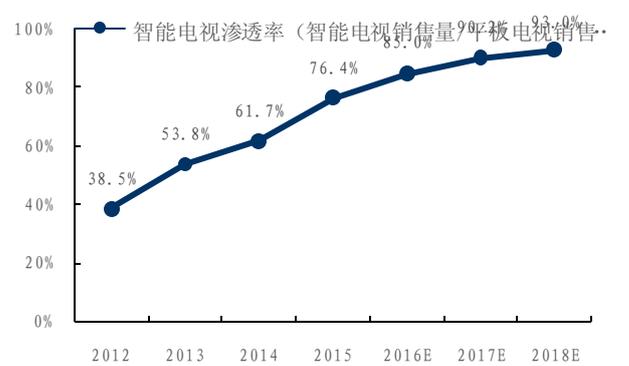
家庭互联网是继移动互联网后第二个风口。移动智能终端快速渗透, 使中国成长为全球第二大互联网市场。随着中国人口红利的结束, 移动互联网市场增长开始放缓, 进入稳定发展期。那么, 移动互联网之后, 下一个超级风口在家庭互联网, 这是奥维云网《2016 年大屏生态运营大数据蓝皮书》(下称“大屏蓝皮书”)给出的答案。大屏蓝皮书数据显示, 作为家庭互联网设备的核心, 2015 年 OTT 终端 (包括智能电视及盒子) 保有量达到 1.65 亿台。预计到 2020 年, OTT 终端保有量将突破 4 亿台, 超七成的中国家庭使用 OTT 端收看节目。

图 16: 2012-2018 智能电视保有量



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2012-2018 中国智能电视渗透率不断提高



资料来源: 艾瑞咨询, 国信证券经济研究所整理

家电下乡政策从 2007 年 12 月开始试点, 持续时间长达 4 年之久, 曾经激发了可观的农村需求, 考虑到电视机的使用寿命一般是 8-10 年, 接下来几年三四线城市和农村市场将迎来换机潮, 并且伴随着三四线城市和农村市场网络覆盖度和网络速度的提高, 互联网电视将有机会成为这些地区消费者换机的首选。

三四线城市将迎来换机潮, 公司线下渠道优势明显, 市场份额有望提升。截止三季度, 公司旗下风行互联网电视线下合作经销商约 18000 家, 已覆盖 60%-70% 的三四线城镇市场, 成为互联网电视品牌最大最健全的线下销售网络。预计未

来两年三四线城市即将进入换机潮，互联网电视的份额也将快速提升。公司风行互联网电视目前以线下销售为主，在三四线城市渠道优势明显，销售量和市场份额有望迎来较大增长。同时，公司于今年6月与京东商城达成战略合作，进驻京东自营平台，产品销售和客户反馈良好，未来将与京东、天猫等平台持续深入合作。

### 互联网电视流量优势明显，增值服务市场逐步打开

大屏蓝皮书数据显示，2016年6月OTT月活跃终端覆盖用户2.36亿，日活跃终端覆盖用户1.53亿。截至2016年12月，中国移动应用的市场规模超过6050亿元人民币，移动网民7.31亿，人均贡献约900元/年。按此推算，OTT端的市场规模将达2300亿，但实际远未达到。可以说，OTT市场是一个尚待开发的高价值蓝海市场。

图 18: OTT 每日开机覆盖用户多达 1.53 亿



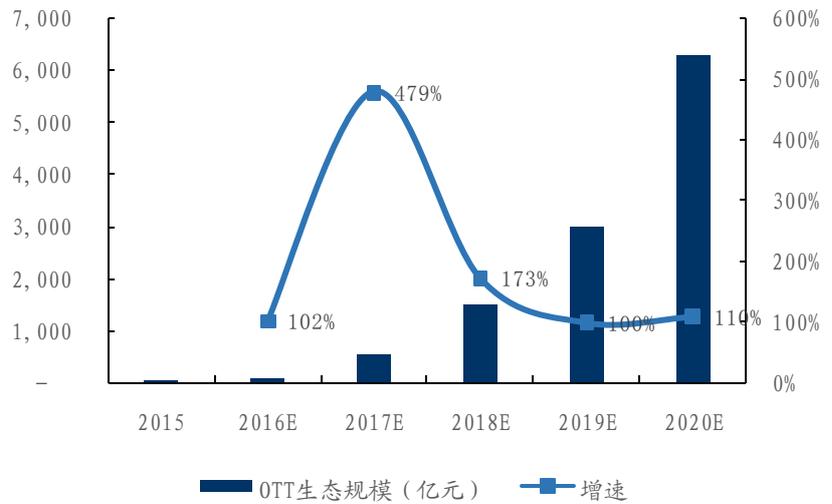
资料来源：奥维云网，国信证券经济研究所整理

大屏蓝皮书数据显示，互联网电视单一终端日均开机时长达到5.04小时，高于传统电视终端开机时长的4.18小时（CMS统计数据）。这说明，互联网电视观看时间更长，受众粘性更高。一部分原本在PC和移动端的行为回归客厅，转移到互联网电视大屏上来。

2020年，OTT端市场规模将达到6300亿元。规模创造流量，流量成就价值。2013年，中国移动智能终端覆盖率为43%，促成移动互联网市场爆发。大屏蓝皮书预测的OTT端市场发展曲线，与移动互联网市场曲线有着惊人的相似。四年之后的2017年，OTT端家庭覆盖率预计将达到45%，非常有希望接过移动互联网这一棒，创造新一轮互联网神话。预计至2020年，OTT端市场规模将达到6300亿元，万亿市场蛋糕并不遥远，让我们拭目以待。

大屏蓝皮书数据显示，2016年6月OTT月活跃终端覆盖用户2.36亿，日活跃终端覆盖用户1.53亿。截至2016年12月，中国移动应用的市场规模超过6050亿元人民币，移动网民7.31亿，人均贡献约900元/年。按此推算，OTT端的市场规模将达2300亿，但实际远未达到。可以说，OTT市场是一个尚待开发的高价值蓝海市场。

图 19: OTT 生态规模不断扩张



资料来源: 奥维云网, 国信证券经济研究所整理

互联网电视付费花样多, 付费观众一年增两倍。《2016 年中国视频行业付费市场研究报告》显示, 截止到 2016 年 12 月, 中国视频行业有效付费用户规模已突破 7500 万, 这个数字在 2015 年年底还仅仅是 2200 万, 一年时间内, 中国视频付费用户规模同比增速为 241%。

图 20: 中国视频行业有效付费用户规模已突破 7500 万

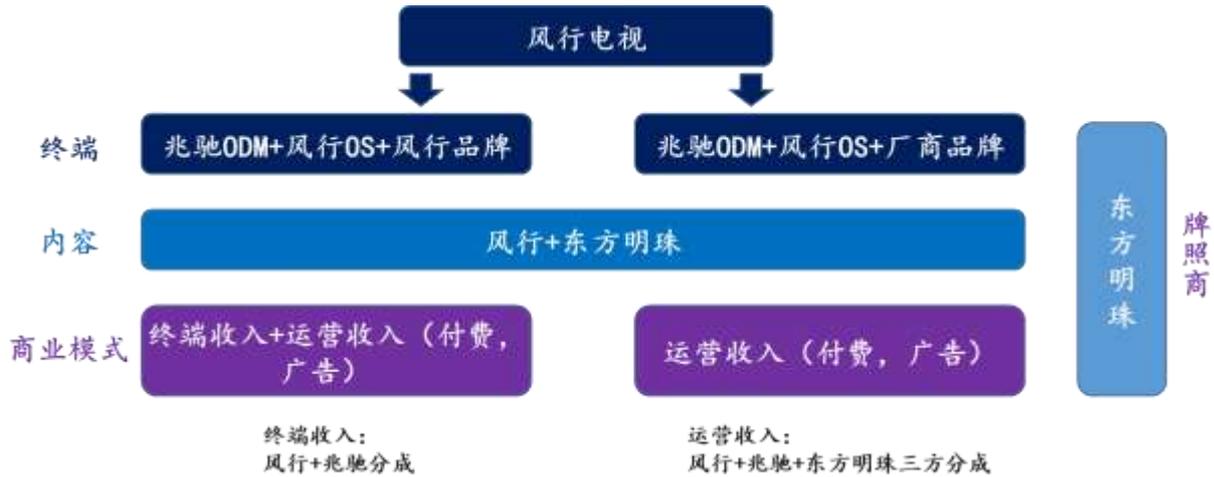


资料来源: 《2016 年中国视频行业付费市场研究报告》, 国信证券经济研究所整理

### 公司技术渠道优势明显, 充分享受行业增长红利

公司 2015 年收购风行在线, 进军互联网电视行业, 基于自身智能制造优势, 以风行在线为运营平台, 与战略合作伙伴东方明珠、青岛海尔、国美咨询合力打造互联网电视超维生态, 并形成终端、内容、平台于一体的大视频业务布局。截止 2016 年底, 风行系电视已经累计用户超过 300 万, 其中付费会员占 20-30%, 内容付费模式逐渐成熟, 未来三年覆盖用户数有望达到 1000 万。

图 21：风行在 OTT TV 领域的整体布局



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

在智能电视终端产品方面，公司持续强化风行互联网电视的自主品牌和联合品牌的双路发展策略。既以风行独立品牌进行销售，也为第三方品牌提供软硬一体的整机方案供其销售，双轮驱动。

在视频内容上，公司的内容布局以“长短结合、开放合作、自主创新”为理念，一方面自主运营了风行网 PC 移动端影视版权资源，并快速进军短视频领域的内容创新、分发创新、营销创新，另一方面联合运营了合作方领先的电视端影视体育等内容资源，建立起了公司在互联网大视频领域的内容竞争力，开创了极具成长性的内容多元发展模式。

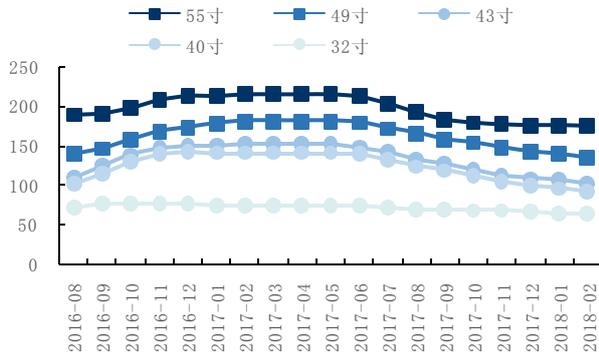
在视频技术与运营平台方面，公司通过风行在线及关联公司，建立起了行业领先的视频处理、视频分发、视频传输、视频播放等关键的“视频云”技术，以及内容管理、广告、会员增值、游戏及应用分发、大数据等核心运营技术。

## 电视 ODM 产业转移趋势已定，面板价格下降压缩代工成本

### 面板价格持续下跌，电视业务成本迎来明显改善

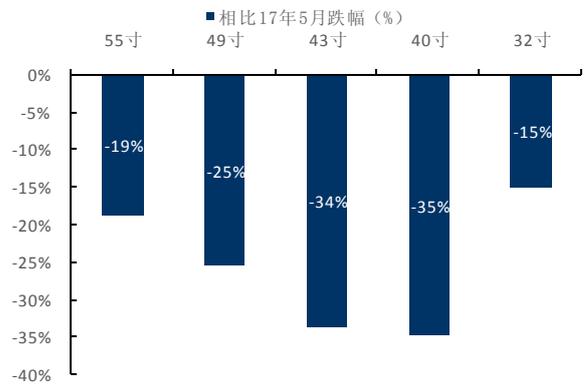
2017 年 5 月以来，随着国内外多条新建产线陆续量产，液晶面板价格进入新一轮下跌行情中，其中用于液晶电视的 32-55 寸段液晶面板价格均出现不同程度下跌，截至 18 年 2 月，累计下跌 9 个月。其中 40 寸、43 寸液晶面板价格下降尤为明显，分别下降 35% 和 34%，32 寸、49 寸、55 寸液晶面板价格下跌幅度相对较小，但仍然分别下降 15%、25% 和 19%。

图 22: 大尺寸液晶面板价格变化



资料来源: 群智咨询, 国信证券经济研究所整理

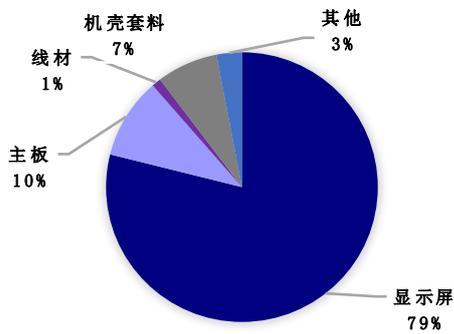
图 23: 18年2月液晶面板价格相比17年5月跌幅



资料来源: 群智咨询, 国信证券经济研究所整理

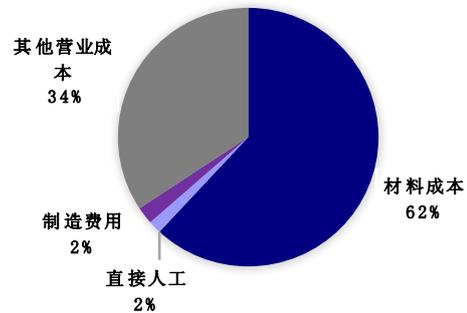
液晶面板价格下降将极大缓解公司成本压力。液晶电视成本构成中, 显示屏约占 79%, 考虑显示屏由面板模组与背光模组构成, 液晶面板约占液晶电视成本的 40%-50%。因此液晶面板价格下跌将极大缓解公司成本压力, 增强公司竞争力。以液晶面板占公司电视业务成本 40%为例, 假设公司采购液晶面板平均价格下降 30%, 则公司液晶电视总成本下降 12%, 在售价不变情况下毛利率上涨超过 10%。

图 24: 面板是液晶电视成本的重要构成



资料来源: 中商情报网, 国信证券经济研究所整理

图 25: 16年公司的液晶电视业务材料成本高达 62%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

液晶面板价格下降为长期大势, 面板产能向国内聚集增强国内电视厂商话语权。目前国内外面板厂商仍在不断新建液晶面板产线, 其中 90%以上新建面板产线位于国内, 2020年前, 国内仍将有 5条 8.5代线、4条 10.5代线投产, 新增产能仍较多, 液晶面板长期价格走低大势不可阻挡。同时国内面板产能不断增多也将增强下游液晶电视终端厂商的话语权。

表 6: 未来几年内中国将要投产的面板产线

厂商地点	世代	技术类型	产能 (k/m)	投产时间
鸿海 (贵州)	6	LTPS	40	未知
惠科 (昆明)	11	a-Si	90	2020 年
华星光电 T4	6	AMOLED	45	2020 年
和辉光电	6	LTPSAMOLED	30	2019 年
华星光电 T6	11	a-Si	90	2019 年
京东方 (武汉)	10.5	a-Si	90	2019 年
惠科 (滁州)	8.6	a-Si	120	2019 年
国显光电 (固安)	6	AMOLED	30	2019 年
京东方 (合肥)	10.5	a-Si	90	2018 年
中电熊猫 (成都)	8.6	IGZO	120	2018 年
安徽海德致远 (阜阳)	7.5	a-Si	50	2018 年
鸿海 (郑州)	6	LTPS	30	2018 年
中国电子 (咸阳)	8.6	a-Si	90	2018 年
京东方 (福州)	8.5	a-Si	120	2017 年
惠科 (重庆)	8.5	a-Si	60	2017 年
武汉天马	6	LTPSAMOLED	30	2017 年
京东方 (成都)	6	AMOLED	48.33333	2017 年
华映科技 (莆田)	6	IGZO	30	2017 年

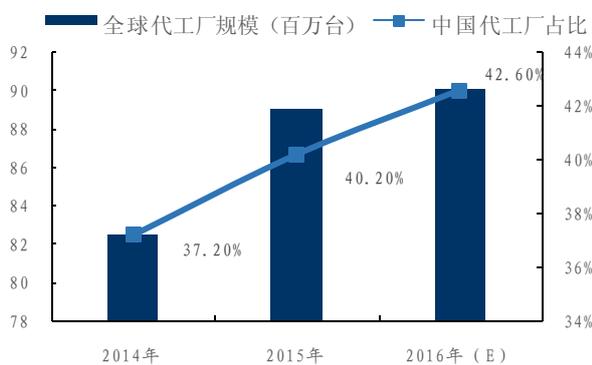
资料来源: NPD display, 国信证券经济研究所整理

### TV 代工业务向大陆转移趋势已定，兆驰产品设计以及成本控制能力出色

2014-2017 年全球 TV 代工厂出货量保持两位数增长，2017 年 TV 代工出货量同比增长 15%，同期全球 TV 厂商出货量稳中有降，2017 年甚至创下近四年来新低，同比下降 4%。原因在于代工厂速度快，成本低的优势逐渐被品牌厂商青睐，品牌厂商许多中低端产品的需求都被逐步释放到了代工厂，由代工厂来完成生产。

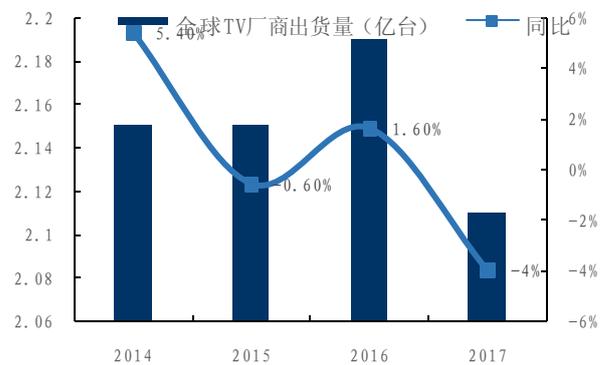
与此同时，中国代工厂表现更加亮眼，其出货量占比稳步提升，从 2014 年的 37.2% 提升到目前 40% 以上。伴随国内液晶面板厂商、终端厂商的崛起，中国代工厂出货占比必须继续快速增长。

图 26: 全球 TV 代工厂出货量及中国工厂占比



资料来源: 群智咨询, 国信证券经济研究所整理

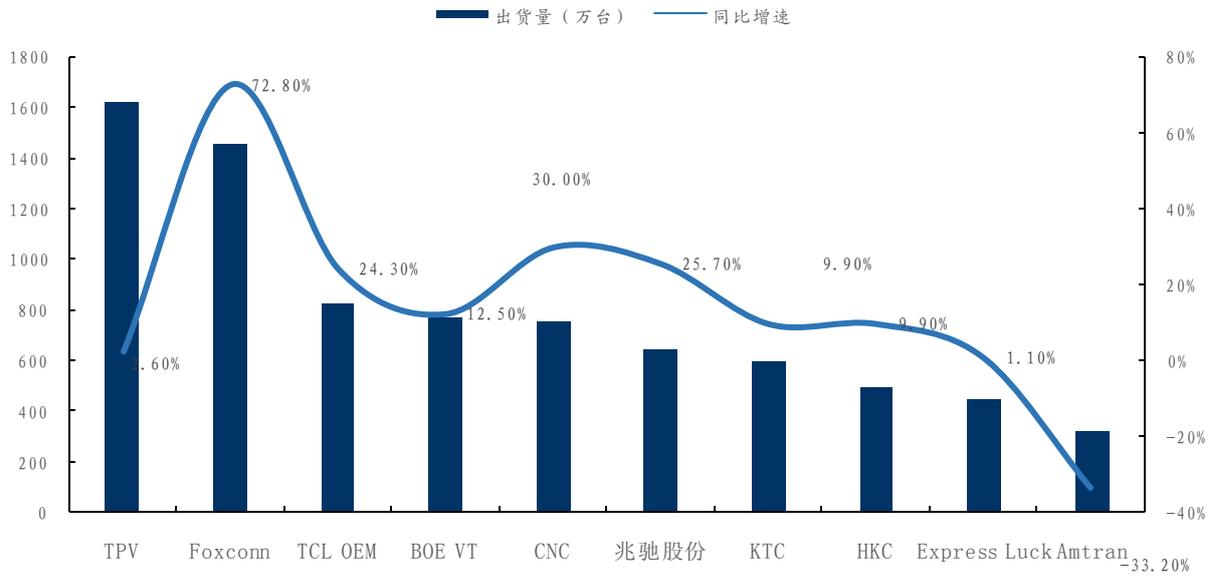
图 27: 全球 TV 厂商出货量同比增速



资料来源: 群智咨询, 国信证券经济研究所整理

2017 年全球前 6 大 TV 代工厂厂商中有 4 个是中国大陆厂商，且增速较快，平均增速大于行业 15% 的增速。公司通过灵活的面板采购策略，获取到市场上的优势资源，吸引了客户注意力，带来了出货的增长，2017 年出货 650 万台，同比增长 25.7%。

图 28：2017 年全球前 10 大 TV 代工厂商出货量及同比情况



资料来源：群智咨询、国信证券经济研究所整理

在 ODM 领域，传统的 ODM 模式只是简单地根据市场上的产品复制和模仿，该模式生产出来的产品往往在技术和功能上落后于市场，议价能力弱，只能用价格来吸引客户，被动地接收客户订单。基于公司掌握的产品技术，加上先进的产品设计理念和强大的产品整合能力，设计出高利润的差异化产品，能够在价格、功能、外观等方面满足客户的个性化需求。公司的 ODM 模式基于对市场的敏锐洞察能力，变被动为主动，根据客户需求自主进行产品设计及制造，产品的结构、外观、工艺均为自主开发，进一步降低成本，提高整体利润水平。

公司实行对外产品差异化、对内制造标准化，采用标准模式策略来控制成本，通过基础标准零部件数据库优化，逐步减少外购零部件种类，并建立功能模块数据库。标准化的部件设计，一方面可以降低产品采购成本和制造成本，通用化程度很高，在采购过程中可以做到规模化采购，增强议价能力，呆滞物料少；另一方面，可增强研发设计能力、提高开发效率、降低制造成本。无论是制造成本控制还是采购成本控制，公司均有行之有效的成本控制方法，在经济形势低迷的行业环境下，公司依然能够较好地平衡产品功能与成本的关系，保证产品质量稳定、市场反应加快、售后服务便捷。公司以为客户提供系统解决方案为导向，开展以渠道为中心、行业攻坚的销售策略，从细分市场和客户需求方面深入，快速满足客户的需求，与客户粘性更加紧密，市场占有率进一步提高。

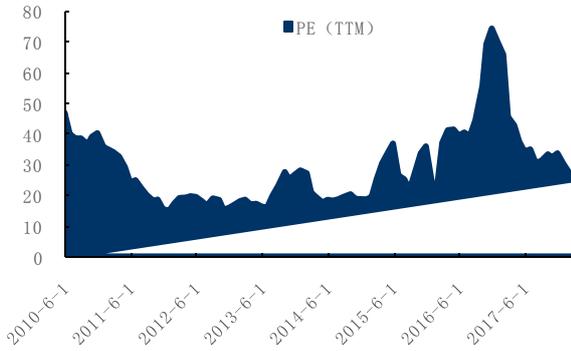
**秉承大客户战略，满足客户多样化需求。**在液晶电视领域，公司秉承大客户战略，逐步调整产品结构，积极向中高端市场布局，与海尔、小米、创维、康佳、夏普、日立、先锋等国内外知名品牌保持良好的合作关系。2017 年，公司与日本著名消费电子品牌 JVC 在全球范围内开展了品牌授权、联合销售等多元化合作，共同推进家庭视听类产品的设计、制造及营销，并为其提供智能家庭解决方案；同时，与国内知名品牌商建立业务关系，为其部分电视产品提供硬件制造。公司以为客户提供综合解决方案为导向，进一步满足客户的多样化需求。

## 管理经营稳健，财务情况优秀，公司业务转型带动估值回归

**经营稳健，财务状况良好，为公司再次起飞打下坚实基础**

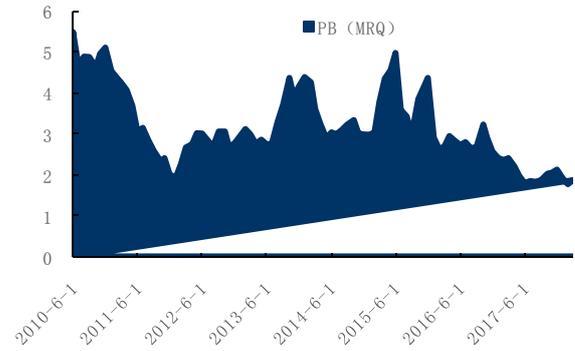
过去 10 年来公司 PE 中枢为 29.04，目前公司动态 PE 为 25 倍左右，处于低估区间。目前公司 PB 为 1.8 倍左右，处于 10 年来最低估区间。

**图 29：10 年来公司动态市盈率走势**



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

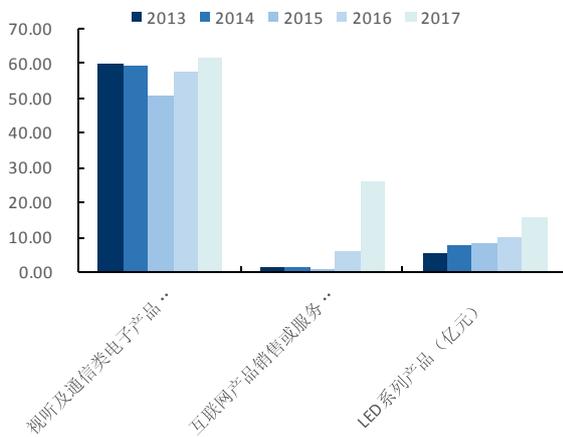
**图 30：10 年来公司动态市净率走势**



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

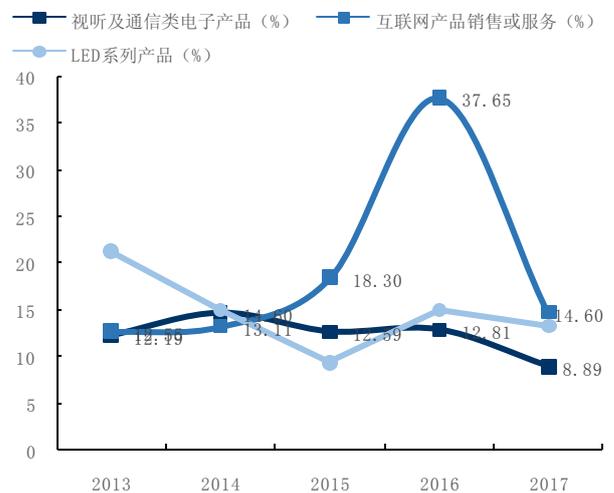
2013 年来，公司三大业务毛利率相对稳定，其中视听及通信类电子产品稳中有降，2017H1 降为 8.9%；LED 业务毛利率围绕 12% 左右上下震荡，2017 年的毛利率为 13.3%；视频收入自 15 年完成风行网业务并表后成为公司四大业务中毛利率最高业务，2016 的毛利率高达 38%，2017 年则降到 14.6%。

**图 31：2013 年来公司分业务营业收入及同比走势**



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

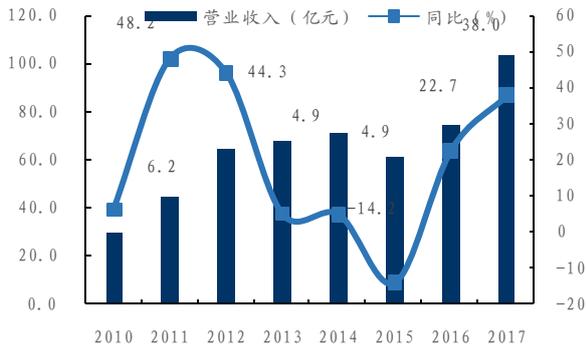
**图 32：2013 年来公司分业务毛利率走势**



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

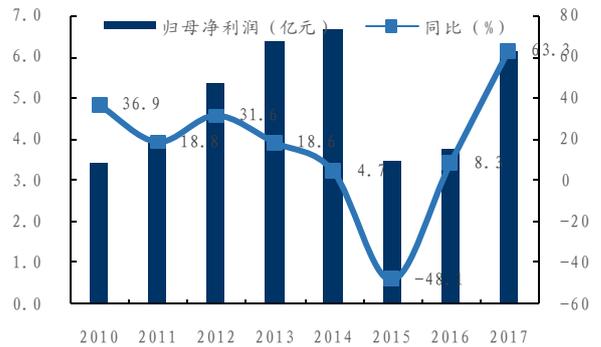
2010 年来公司营业收入同比增速有两个高峰，分别出现在 2010-2012 年和 2016 年至今，其中 2011、2012 年两年同比增速均高于 40%。2015 年来，公司营业收入出现明显反转，增速仍处于不断增加阶段。公司归母净利润增速在 2010-2014 年连续 5 年保持较为快速增长，平均增速大于 20%，经过 2015 年的短暂调整，公司 2016-2017 年重返增长，2017 年归母净利润增速高达 63.3%。

图 33: 2010 年来公司营业收入及同比走势



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 34: 2010 年来公司归母净利润及同比走势



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

毛利率较为稳定, 净利率出现反转。2010 年来公司公司毛利率较为稳定, 围绕 13% 上下震荡, 2017 年公司毛利率为 11.0%, 处于近 7 年低点。相比之下净利率下降趋势更为明显, 从 2010 年的 11.4% 降到 2016 年的 4.7%, 处于公司上市来最低点, 2017 年公司净利率出现明显反转, 从 4.7% 增长到 2017 年的 5.9%。

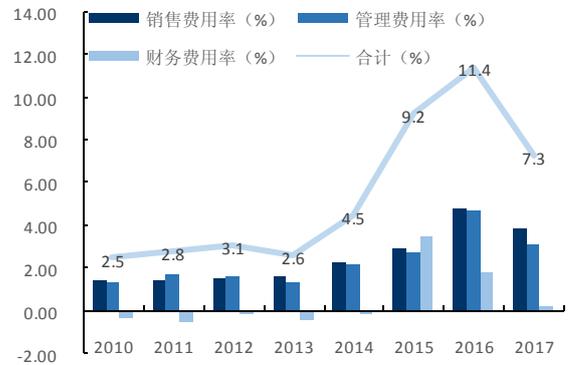
2010-2013 年, 公司三项费用率总和较为稳定, 占营业收入比在 3% 左右, 2014 年来公司销售费用、管理费用连年增加, 最高达到 2016 年的 11.4%, 导致公司净利率大幅下降, 2017 年来, 公司有意压缩销售费用、管理费用, 三项费用合计占比降到 7.3%, 同比明显下降。

图 35: 2010 年来公司毛利率与净利率趋势



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图 36: 2010 年来公司三费率变化趋势



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

公司资产负债率稳定, 净资产收益率有望反转。去除 2010 年公司上市当年募集资金改善资金负债情况, 公司整体资产负债率稳定在 40% 上下, 2017 年全年净资产负债率为 50.3%, 为近年最高值; 净资产收益率在 2013-2015 年下降明显, 从 2013 年的 17.9% 下降到 2015 年的 7.4%, 之后 2016 年下降趋势趋缓, 2017 年 ROE 为 7.6%, 相比 2016 年的 7.3% 有所回升。

在 LED 业务的布局将给公司带来长久的发展动能, 并助力公司的净资产收益率逐步提升:

上游层面: 公司拟投资 50 亿在南昌建立 LED 产业园, 配套建设芯片产能 160 万片/月, 主要用于自己封装需求。

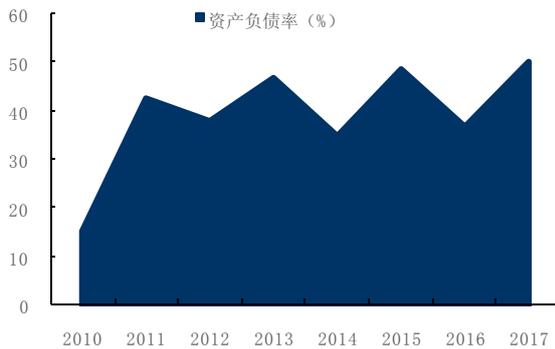
中游: 公司未来 2 年计划, 新增封装产线 1000 条, 预计产能总达 150 亿颗/月。同时公司已成功研发 miniled 产品, 目前正在客户认证阶段, 下半年值得期待。

假设 2019 年 miniled 在手机背光渗透率达 3%，将拉动灯珠需求量超 2600 亿颗，拉动市场超 80 亿元，市场空间不容小觑。

下游：公司自建“兆驰”灯饰牌。全力在线上线下全面推广，销售效果显著。市场来看，从 LED 下游总体市场需求来看，2020 年 LED 下游总需求有望达 1400 亿美元，复合增速达 17%。

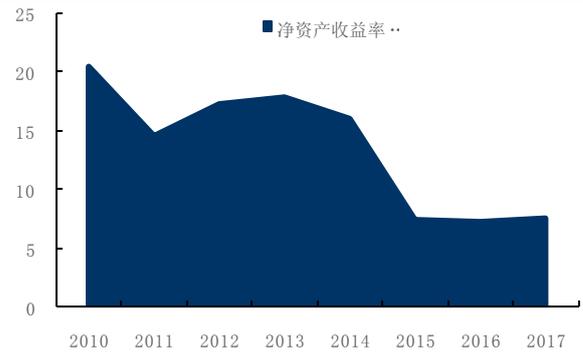
随着 led 产业快速增长，公司作为 led 稀缺 IDM 一体化企业，将具有较好的成本优势，盈利能力有进一步提升。

图 37：2010 年来公司资产负债率



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图 38：2010 年来公司净资产收益率



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

## 风险提示

- 一，LED 行业供应过剩导致产品价格大幅下跌。
- 二，下游电视机市场需求不足。面板价格上涨带来 ODM 代工成本压力提升。
- 三，互联网电视平台生态和互联网视频业务进展不达预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	4540	1366	650	650	营业收入	10229	12923	16465	20154
应收款项	3800	4957	6315	7730	营业成本	9106	11135	14111	17248
存货净额	1843	1976	2508	3069	营业税金及附加	39	85	104	127
其他流动资产	2410	3877	4940	6046	销售费用	402	504	642	786
<b>流动资产合计</b>	<b>13393</b>	<b>12975</b>	<b>15213</b>	<b>18295</b>	管理费用	324	326	413	503
固定资产	1170	1014	918	813	财务费用	20	43	35	69
无形资产及其他	231	223	215	206	投资收益	229	220	220	220
投资性房地产	1798	1798	1798	1798	资产减值及公允价值变动	(52)	(140)	(120)	(120)
长期股权投资	28	28	28	28	其他收入	181	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>16620</b>	<b>16038</b>	<b>18171</b>	<b>21140</b>	营业利润	695	909	1260	1521
短期借款及交易性金融负债	3974	1500	1733	2582	营业外净收支	5	11	11	11
应付款项	2227	3649	4630	5666	<b>利润总额</b>	<b>700</b>	<b>920</b>	<b>1271</b>	<b>1532</b>
其他流动负债	399	536	681	833	所得税费用	96	129	178	214
<b>流动负债合计</b>	<b>6600</b>	<b>5685</b>	<b>7044</b>	<b>9082</b>	少数股东损益	2	2	3	4
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>603</b>	<b>789</b>	<b>1090</b>	<b>1313</b>
其他长期负债	1755	1765	1775	1785					
<b>长期负债合计</b>	<b>1755</b>	<b>1535</b>	<b>1545</b>	<b>1555</b>					
<b>负债合计</b>	<b>8355</b>	<b>7220</b>	<b>8588</b>	<b>10637</b>					
少数股东权益	27	28	29	31					
股东权益	8238	8790	9553	10472					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16620</b>	<b>16038</b>	<b>18171</b>	<b>21140</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	603	789	1090	1313
资产减值准备	(110)	(6)	(5)	(5)
折旧摊销	161	132	140	149
公允价值变动损失	52	140	120	120
财务费用	20	43	35	69
营运资本变动	1016	(1195)	(1822)	(1889)
其它	112	7	7	7
<b>经营活动现金流</b>	<b>1833</b>	<b>(133)</b>	<b>(471)</b>	<b>(305)</b>
资本开支	10	(101)	(151)	(151)
其它投资现金流	91	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>73</b>	<b>(101)</b>	<b>(151)</b>	<b>(151)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(137)	(237)	(327)	(394)
其它融资现金流	2210	(2474)	233	850
<b>融资活动现金流</b>	<b>1936</b>	<b>(2941)</b>	<b>(94)</b>	<b>456</b>
<b>现金净变动</b>	<b>3843</b>	<b>(3174)</b>	<b>(716)</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	697	4540	1366	650
货币资金的期末余额	4540	1366	650	650
企业自由现金流	1496	(414)	(805)	(610)
权益自由现金流	3706	(3155)	(603)	180

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.13	0.17	0.24	0.29
每股红利	0.03	0.05	0.07	0.09
每股净资产	1.82	1.94	2.11	2.31
ROIC	4%	8%	11%	12%
ROE	7%	9%	11%	13%
毛利率	11%	14%	14%	14%
EBIT Margin	4%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	5%	8%	8%	8%
收入增长	37%	26%	27%	22%
净利润增长率	61%	31%	38%	21%
资产负债率	50%	45%	47%	50%
息率	1.0%	1.7%	2.3%	2.8%
P/E	23.6	18.0	13.0	10.8
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	25.5	21.3	17.1	15.2

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	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	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	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032