



2020-02-09

公司点评报告

买入/维持

兆驰股份(002429)

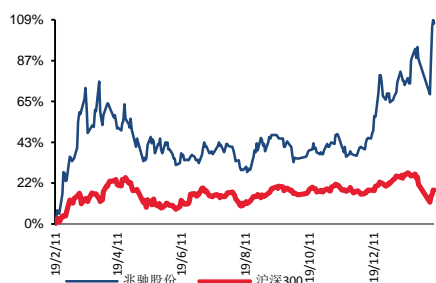
目标价: 5.15

昨收盘: 4.28

可选消费 耐用消费品与服装

上修彰显成长加速，内修外善行业争先

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,527/4,496
总市值/流通(百万元)	19,375/19,244
12个月最高/最低(元)	4.32/2.07

相关研究报告:

兆驰股份(002429)《迎电视智能化春风，结LED一体化硕果》
--2019/12/25

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

证券分析师助理: 沈钱

电话: 021-58502206-8008

E-MAIL: shenqian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190119110024

事件: 2020年2月3日,公司发布业绩上修预告,2019年预计实现归母净利润9.8亿-12.5亿元,同比增长120%-180%。这是公司继三季报预告全年母利润为8.02亿至9.8亿之后的二次上修,易见,前次的上限是本次的下限,2019年的成长增速可见一斑!

三大产业链齐发力,行业争先成为2019增长最大驱动力。产业优势资源逐步向头部企业集中是当下科技制造领域的一大重要趋势,规模较大的企业更容易获得较好的客户渠道、优质的产品供给和充足的资金支持。2019年公司电视ODM规模已经上升到全球行业第四,综合实力出类拔萃;公司的机顶盒业务也一直是行业领先的事业板块,从未停下自主研发的脚步;在LED领域,公司布局全面、技术先进,产能正在逐渐释放,背光方面目前处于行业前二,芯片方面满产后产能也有望达到行业第二的地位。公司所布局的三大产业链都已进入行业头部位置,为2019年的快速成长打下了坚实的基础。

公司治理加强,成本管控构筑盈利保障。公司的优异业绩离不开成本端的优化,2019年公司在多方面提升了治理水平,形成了一套非常有效的管理机制。通过较好的存货控制、交期管理、对面板等主要成本端物料的严格管控,以及与面板厂商的战略合作、与下游ODM客户的定价协议的协商,公司成本得到了有效控制,毛利率水平显著上升。此外,自动化、标准化和信息化手段的深入运用,也是公司实现降本提效不可或缺的助力。举例而言,在面板价格大幅下跌的去年,兆驰因具备一般客户交期15天、特殊客户交期10天以内的交付能力,大幅领先于行业平均水平,有效降低了屏价快速下降和客户单价下降对企业造成的负面影响,这与过去两年公司生产中自动化、信息化比率提升是密不可分的。

TV ODM 格局改善,盈利贡献不容忽视。TV领域的客户结构去年调整较大,其根因是多年来公司技术和产品的长期积累。尤其是在智能电视风起的当下,电视不再只是简单的“有线电视播放的载体”,互联网品牌厂商的涌入,使行业格局发生了很大改变,给ODM企业带来了新的发展机遇。目前在TV行业,能够通过自有研发掌握电视硬件、结构、背光、板卡、电源等全方位技术,并通过风行等实现电视内容运行的企业,公司是唯一一家。公司也是行业内第一家在海外拥有三个智能

电视客户的企业，包括谷歌、亚马逊和 Roku。这些变化为公司在智能电视制造方向上奠定了基础，也带来了公司客户的等级提升、粘性增强，产品的售价和毛利进一步得到了保障。

LED 端规模与技术优势明确，发展增益胜于风险。LED 全产业链布局是公司区别于其他 LED 单一封装或芯片公司的重要优势，公司在芯片和封装的规模、技术和效率等领域都领先于行业，下游应用除传统照明和背光外，还包括 MiniLed、MicroLed、激光、UV 等多个领域，且能够通过内部封装线自主消化芯片的大部分产能，实现整个产业链的拉通与协同。另一方面，南昌政府为公司提供了设备补贴和厂房代建支持，使公司在芯片端的投资压力大幅减轻，从而得以在行业整体库存压力较大的当下轻装上阵，叠加 LED 行业后来者居上的生产、技术特点，公司能够在 2020 年的行业竞争中占据主动。

2020 年是 LED 行业产能逐渐出清的一年，目前市场上参与竞争的企业包括公司在内只剩 6 家，非上市公司基本都退出了市场。而下游的需求在逐渐回暖，照明端处于恢复过程中；MiniLed 和小间距不仅是行业增量也是兆驰 2020 年的核心增长点，公司已与台系和韩系供应链进行了紧密深入的技术合作；大尺寸背光今年有奥运会、欧洲杯等体育赛事带动电视机的市场需求，小尺寸背光则有 5G 换机潮带动需求。整体结合市场供需两端来看，公司的 LED 发展增益是胜于风险的。

盈利预测和评级：维持买入评级。综合以上的观点，我们看好公司的平台型布局产业结构，在电视智能化的背景驱动下，在小米、华为等新兴终端品牌涌入的行业趋势下，ODM 类电视制造企业迎来了一轮新的发展机遇，兆驰作为全球前四的 ODM 电视制造企业，2019 年的成长已经部分体现了这一因素的加成。在 LED 领域，公司自下而上的布局方式其实相当稳健，而且公司自身照明与电视背光产品对前道封装产能的消化本身就占有相当的比例，南昌芯片厂投入较晚，而且在南昌政府补贴政策的扶持下，公司压力并不大。LED 芯片行业本来就是后进者主动的市场，因此在国内的芯片竞争格局中兆驰有明确的既存优势，考虑到兆驰的规划产能规模，未来有望成为国内第二大芯片厂商，是不可忽视的行业新势力。预计公司 2019-2021 年分别实现净利润 10.72、14.90 和 18.42 亿元，当前股价对应 PE 18.07、13.01 和 10.52 倍，维持买入评级。

风险提示：（1）终端需求不及预期；（2）LED 同业竞争者恶意降价竞争；（3）公司 LED 项目建设进度不及预期；（4）肺炎疫情延续时间超出预期。

资产负债表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,541	3,866	5,258	5,530	6,824
应收和预付款项	4,288	4,564	5,366	7,400	8,161
存货	1,843	1,336	1,902	1,910	2,261
其他流动资产	2,720	3,172	2,981	3,130	3,402
流动资产合计	13,393	12,938	15,507	17,971	20,648
长期股权投资	28	6	11	13	17
投资性房地产	3	55	49	42	35
固定资产	1,128	1,211	1,216	1,163	1,063
在建工程	42	361	362	363	365
无形资产	1,200	1,119	1,057	996	934
长期待摊费用	5	9	4	0	0
其他非流动资产	821	2,967	805	1,104	1,095
资产总计	16,620	18,666	19,011	21,651	24,156
短期借款	3,824	4,302	4,252	4,229	4,194
应付和预收款项	2,449	2,880	3,523	4,672	5,368
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	2,082	2,801	1,478	1,501	1,502
负债合计	8,355	9,983	9,254	10,403	11,064
股本	4,527	4,527	4,527	4,527	4,527
资本公积	170	169	169	169	169
留存收益	3,541	4,021	5,094	6,583	8,425
归母公司股东权益	8,238	8,718	9,790	11,280	13,121
少数股东权益	27	(34)	(33)	(31)	(29)
股东权益合计	8,265	8,684	9,757	11,249	13,092
负债和股东权益	16,620	18,666	19,011	21,651	24,156

现金流量表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	(1,201)	1,045	872	830	1,526
投资性现金流	1,107	(3,056)	1,894	(432)	(112)
融资性现金流	3,447	1,037	(1,374)	(127)	(120)
现金增加额	3,332	(943)	1,392	272	1,294

资料来源: WIND, 太平洋证券

利润表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,229	12,868	14,676	19,232	23,752
营业成本	9,106	11,568	12,501	16,261	20,063
营业税金及附加	39	72	85	106	135
销售费用	402	422	520	644	781
管理费用	324	458	533	673	793
财务费用	20	82	91	106	120
资产减值损失	52	190	157	179	191
投资收益	229	199	206	220	209
公允价值变动	0	1	0	0	0
营业利润	695	486	1,217	1,700	2,109
其他非经营损益	5	(7)	10	16	23
利润总额	700	479	1,227	1,716	2,132
所得税	96	63	153	224	288
净利润	605	416	1,074	1,491	1,843
少数股东损益	2	(29)	1	2	2
归母股东净利润	603	445	1,072	1,490	1,842

预测指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	10.98%	10.10%	14.82%	15.45%	15.53%
销售净利率	5.91%	3.24%	7.32%	7.75%	7.76%
销售收入增长率	36.80%	25.80%	14.05%	31.05%	23.50%
EBIT 增长率	53.23%	(46.6%)	226.3%	34.65%	21.83%
净利润增长率	70.56%	(31.1%)	157.8%	38.90%	23.62%
ROE	0.07	0.05	0.11	0.13	0.14
ROA	0.05	0.02	0.07	0.08	0.09
ROIC	0.07	0.05	0.13	0.18	0.19
EPS (X)	0.13	0.10	0.24	0.33	0.41
PE (X)	32.14	43.50	18.07	13.01	10.52
PB (X)	2.35	2.22	1.98	1.72	1.48
PS (X)	1.89	1.51	1.32	1.01	0.82
EV/EBITDA (X)	19.91	34.02	11.38	8.57	6.63

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。