

快速创新抓住行业变迁带来的机会

谨慎推荐 首次评级

分析师: 朱力军 邮箱: zhulijun@chinastock.com.cn 电话: 010-66568273 执业证书编号: S0130208021569

1. 事件

2010年11月26日兆驰股份(002429.SZ)公布了澄清公告,对公司IPTV和互联网电视的研究、销售,以及对2011年液晶电视销量等做出了相应的澄清。

2. 我们的分析与判断

兆驰股份(002429.SZ)是我国以出口为导向的消费电子ODM制造商,此次澄清的IPTV、互联网电视和液晶电视都是公司的产品。从公司的澄清来看,公司已经进入IPTV和互联网电视领域,液晶彩电的销售也有望保持较高的增长速度。

公司主要生产家庭视听消费类电子,主要包括液晶电视、数字机顶盒、视盘机和多媒体音响四大类,近几年公司产品结构不断调整,数字机顶盒和液晶电视销售快速增长,2007-2009年期间,数字机顶盒占总销售的比重由26.34%上升到40.84%,液晶彩电的销售比重则由36.81%上升到50.50%。

全球消费电子生产外包趋势明显。目前,全球液晶电视需求旺盛,2009年全球液晶电视销售增速38%,共销售1.45亿台;但是,终端销售价格持续回落,为了降低成本,各大液晶制造商不断加大外包比例,2010年全球液晶彩电外包比例有望从2009年25%上升到40%。目前冠捷、瑞轩和仁宝是承接液晶外包的前三名,市场占有率分别是7.09%、3.05%和2.41%,而兆驰股份(002429.SZ)市场占有率仅为0.75%,依然具备成长空间。

目前,中国数字机顶盒出口占据了全球70%的市场份额,2007-2009年公司分别出口数字机顶盒317万台、420万台和895万台,连续三年是中国最大的地面数字机顶盒制造商和出口商,2009年出口市场占有率达到25.61%。从全球来看,电视模拟信号向数字信号的过渡带来了巨大的机会,美国、加拿大和法国等西方国家从2009年起陆续停止了模拟信号的播放,中国也将从2015年起停止播放模拟信号,行业的巨大变革带来了数字机顶盒大量需求。

液晶电视代工和数字机顶盒行业前景乐观,公司把握这两个机会的能力较强。首先,兆驰股份(002429.SZ)具备快速创新的能力,公司开发周期短,紧贴国际品牌进行二次开发,2007-2009年公司分别推出新品76个、77个和89个;其次,公司的集成和整合能力强,产品线丰富;最后,控制成本能力强,公司标准化程度高,通过零部件标准化和自行开发自动化测试、组装设备,提高效率、降低成本。

另外,公司在9月30日公布了股权激励草案,激励对象为持有公司股权在5%以内的管理层和业务骨干,计划授予的股票期权为703.7万份,行权价为25.65元(目前二级市场价格27.4元),共分三期行权,2010-2012年行权比例为20%、30%和50%,行权条件为以2009年净利润为基数,2010-2012年净利润分别比2009年增长15%、30%和45%。公司在上市不久就迅速推出了股权激励,体现了公司希望使公司和员工利益一致的愿望。

3. 投资建议

兆驰股份(002429.SZ)采用了ODM经营模式,我们预计,消费电子外包和模拟信号转数字信号带来的行业机会将给公司带来良好的发展前景,预计公司2010-2012年每股收益为0.78元、1.10元和1.35元,目前的估值为34.9X、24.9X和20.4X,首次给予公司“谨慎推荐”评级。

表 1: 兆驰股份 (002429.SZ) 重要财务数据预测表

资产负债表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	373.6	533.4	2221.0	2505.2	2921.1	营业收入	1851.8	2842.1	3248.6	4487.1	5666.1
应收票据	34.9	0.0	20.4	28.2	35.6	营业成本	1649.9	2480.3	2751.1	3814.3	4835.8
应收账款	114.2	224.6	228.6	315.7	398.7	营业税金及附加	1.8	2.9	3.3	4.6	5.8
预付款项	6.1	10.8	16.1	23.3	32.6	销售费用	41.7	48.4	56.9	67.3	85.0
其他应收款	4.5	5.3	6.1	8.4	10.6	管理费用	28.9	29.6	33.8	44.9	56.7
存货	233.3	364.2	376.9	522.5	662.4	财务费用	18.2	5.0	-3.7	-15.5	-18.3
其他流动资产	0.0	3.5	4.9	9.2	13.3	资产减值损失	3.2	3.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	76.4	112.5	194.3	317.1	454.3	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	0.0	0.0	100.0	150.0	175.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	108.2	272.8	407.3	571.6	701.1
无形资产	51.1	50.1	45.1	40.1	35.1	营业外收支净额	0.2	3.8	3.8	3.8	3.8
长期待摊费用	2.3	1.5	1.4	1.2	1.1	税前利润	108.4	276.6	411.0	575.3	704.9
资产总计	896.7	1310.9	3214.6	3920.8	4739.7	减: 所得税	10.3	27.0	40.1	56.1	68.8
短期借款	134.8	141.5	0.0	0.0	0.0	净利润	98.0	249.6	370.9	519.2	636.1
应付票据	0.0	4.9	5.4	7.5	9.5	归属于母公司净利润	98.0	249.6	370.9	519.2	636.1
应付账款	280.4	465.9	452.2	627.0	794.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
预收款项	8.9	16.1	23.5	33.7	46.6	基本每股收益	0.59	0.60	0.78	1.10	1.35
应付职工薪酬	6.2	13.8	13.8	13.8	13.8	稀释每股收益	0.59	0.60	0.78	1.10	1.35
应交税费	-14.7	-32.5	-32.5	-32.5	-32.5	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	4.4	13.8	13.8	13.8	13.8	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	-8.9%	53.5%	14.3%	38.1%	26.3%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-24.6%	116.8%	43.7%	37.8%	22.8%
预计负债	0.0	2.8	2.8	2.8	2.8	净利润增长率	-33.5%	154.7%	48.6%	40.0%	22.5%
负债合计	420.1	626.3	479.1	666.1	849.0	盈利性					
股东权益合计	476.7	684.6	2735.5	3254.7	3890.8	销售毛利率	10.9%	12.7%	15.3%	15.0%	14.7%
现金流量表(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	5.3%	8.8%	11.4%	11.6%	11.2%
净利润	98	250	371	519	636	ROE	20.6%	36.5%	13.6%	16.0%	16.3%
折旧与摊销	7	9	23	32	43	ROIC	19.16%	30.68%	13.31%	15.42%	15.84%
经营活动现金流	105	192	345	469	598	估值倍数					
投资活动现金流	-81	-186	-200	-200	-200	PE	46.6	45.7	34.9	24.9	20.4
融资活动现金流	-43	-5	1542	15	18	P/S	2.5	4.0	4.0	2.9	2.3
现金净变动	-18	2	1688	284	416	P/B	9.6	16.7	4.7	4.0	3.3
期初现金余额	379	374	533	2221	2505	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	360	376	2221	2505	2921	EV/EBITDA	31.6	38.0	25.1	17.7	13.8

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

家电行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股：美的电器（000527.SZ）、青岛海尔（600690.SH）、格力电器（000651.SZ）、九阳股份（002242.SZ）、苏泊尔（002032.SZ）、合肥三洋（600983.SH）、海信电器（600060.SH）、小天鹅（000418.SZ）、TCL 集团（000100.SZ）、兆驰股份（002429.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908