

承接外包转移 做大主营业务

谨慎推荐 维持评级

核心观点:

- **兆驰股份是我国消费电子的 ODM 制造商。**目前,全球消费电子外包生产向我国持续转移,我国消费电子产量占据了全球份额的 75% 左右。受益于外包转移趋势,公司液晶彩电业务增长较快,并成为 2007-2009 年数字机顶盒最大出口商。
- **国际彩电厂商外包比例提升。**未来几年全球彩电外包比例有望从 20% 提升至 45% 左右,市场规模有望达到 500-600 亿美元,液晶彩电外包市场 5 年复合增长率达到 17.08%。公司业务订单充足。
- **数字信号取代模拟信号是必然趋势。**受益于模拟电视信号向数字信号转移,2009 年全球数字机顶盒出货量达到 1.8 亿台,同比增长 28.68%,中国数字机顶盒出货量达到 1.27 亿台,同比增长了 51%。公司成为 2007-2009 年数字机顶盒最大的出口商。
- **中国是全球消费电子的生产基地,公司 ODM 经营模式具备管理流程短等优势,在消费电子外包市场上具备经营优势。**
- **产能逐步释放推动未来持续增长。**公司订单较多,液晶电视和机顶盒的产能利用率一直处于较高水平。从目前公司募集资金的投放来看,液晶电视、数字机顶盒和视盘机都在 2011 年建成投产,2012 年全面达产,随着产能的逐步释放,我们判断未来几年公司收入有望持续增长,未来三年复合增长率将达到 25.86%。
- **公司推出股权激励,捆绑管理层和股东利益一致,保证未来稳定增长。**公司投资 LED 项目,有助于提高 LED 彩电的配套能力,分享 LED 照明高增长带来的收益。
- **结合相对估值和绝对估值模型,我们认为公司的合理估值区间为 30.8-34.62 元。**我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.78 元、1.1 元和 1.35 元,给予公司“谨慎推荐”评级。
- **主要风险因素:**世界经济复苏乏力、外包市场增速低于预期、行业竞争恶化和成本上升超预期等。

分析师

朱力军

☎: (8610) 6656 8273

✉: zhulijun@chinastock.com.cn

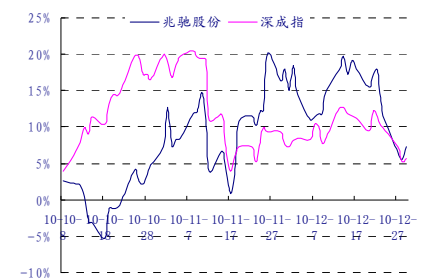
执业证书编号: S0130208021569

市场数据

时间 2010 12 30

| | |
|--------------|-------|
| A 股收盘价(元) | 26.04 |
| A 股一年内最高价(元) | 34.94 |
| A 股一年内最低价(元) | 21.75 |
| 市净率 | 4.80 |
| 总股本(万股) | 47254 |
| 实际流通 A 股(万股) | 5600 |
| 限售流通 A 股(万股) | 41654 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 14.58 |

相对于深成指表现图



主要财务指标

| | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入(百万元) | 1851.85 | 2842.10 | 3248.60 | 4487.09 | 5666.08 |
| EBITDA(百万元) | 136.92 | 289.68 | 426.96 | 588.45 | 725.72 |
| 净利润(百万元) | 98.01 | 249.59 | 370.92 | 519.15 | 636.07 |
| 摊薄 EPS(元) | 0.59 | 0.60 | 0.78 | 1.10 | 1.35 |
| PE(X) | 44.52 | 43.71 | 33.37 | 23.84 | 19.46 |
| EV/EBITDA(X) | 30.13 | 36.31 | 23.78 | 16.77 | 13.03 |
| PB(X) | 9.15 | 15.93 | 4.52 | 3.80 | 3.18 |
| ROIC | 19.16% | 30.68% | 13.31% | 15.42% | 15.84% |
| 总资产周转率 | 1.89 | 2.57 | 1.44 | 1.26 | 1.31 |

资料来源: 中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

兆驰股份(002429.SZ)是消费电子 ODM 制造商,公司主要产品为液晶彩电和数字地面机顶盒。公司增长动力来自于:

(1)液晶电视取代传统 CRT 彩电带来行业增长,我们预计全球液晶彩电外包比例有望由 20%提升到 45%左右,未来 5 年全球液晶外包市场复合增长率达到 17.08%,全球外包市场规模有望达到 500-600 亿美元。在全球液晶电视外包的大趋势下,我们预计公司 2010-2012 年液晶彩电业务复合增长率达到 31.4%。

(2)数字机顶盒业务受益于全球各个国家模拟信号向数字信号转移,以及标清、单向机顶盒向高清、双向机顶盒转移。作为我国最大的数字机顶盒出口商,我们预计公司 2010-2012 年数字地面机顶盒业务复合增长率达到 20.56%。

公司主要产品需求依然旺盛,公司股权激励捆绑了股东和管理层利益,保证公司业务未来的增长;公司拟投资的 LED 项目将有助于强化配套能力。我们预计公司 2010-2012 年营业收入复合增长率达到 25.86%,归属母公司净利润复合增长率达到 36.59%。

我们与市场不同的观点:

市场有观点认为,公司目前的 ODM 经营模式不理想。我们认为,消费电子行业技术驱动特性明显,产品更新速度快,成本控制力要求高,在这种经营环境下,公司 ODM 的经营模式有一定的优势,管理流程短,反应迅速,有助于公司承接全球消费电子向中国的转移,台湾一些企业运用 ODM 模式成功的成长为国际著名的企业就是良好的模板。

估值与投资建议:

公司生产液晶电视和数字机顶盒等消费电子,我们参考目前市场消费电子的估值水平,以 2011 年的业绩作为比较标准,以 28X-30X 作为衡量区间,按照相对估值分析,我们认为兆驰股份(002429.SZ)的合理估值在 30.8-33 元。

根据我们三阶段 DCF-WACC 估值模型,从绝对估值的角度来看,公司的合理价格为 34.62 元。我们对公司 2010-2012 年盈利预测为 0.78 元、1.1 元和 1.35,目前对应 PE 为 33.4X、23.8X 和 19.5X,给予公司谨慎推荐评级。

股价表现的催化剂:

- 1、液晶彩电外包比例加速提升是公司股票表现的催化剂。
- 2、不断推出新产品也是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素:

1. 世界经济复苏和产业转移速度低于我们的预期。
2. 行业竞争加剧和成本上升速度高于我们的预期。

目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、关键假设和情境分析 | 1 |
| 二、估值分析 | 4 |
| (一) 相对估值分析 | 4 |
| (二) 绝对估值分析 | 4 |
| 三、液晶彩电 ODM 市场广阔 | 5 |
| (一) 液晶彩电市场逐步成长 | 5 |
| (二) 未来 5 年液晶彩电外包市场复合增长率 17.08% | 6 |
| 四、公司是我国最大的数字机顶盒出口商之一 | 8 |
| 五、经营模式适应消费电子行业发展 | 9 |
| 六、产能逐步在 2011 年和 2012 年释放 | 12 |
| 七、股权激励为企业成长助力 | 12 |
| 八、投资 LED 扩宽发展空间 | 13 |
| 九、主要风险因素 | 14 |
| 公司介绍与竞争力分析 | 15 |
| 插图目录 | 18 |
| 表格目录 | 18 |

一、关键假设和情境分析

我们对公司的业绩预测建立在如下假设前提之下：

(1) 受益于全球消费升级，液晶电视在北美、欧洲等地快速得到普及，液晶电视的销售保持两位数的增长，代工行业订单比较饱满，公司的液晶电视产品能够保持较快增长；另外，随着技术升级和液晶屏价格的逐步回落，公司液晶电视产品价格逐步下调。各年分产品的销售收入和价格假设参见表 1；

(2) 数字机顶盒产品销售受益于模拟信号向数字信号的转移，随着公司推出更多差异化产品以及高清机顶盒替代标清机顶盒，公司机顶盒产品毛利率逐步提高。具体销售增长和毛利率假设参见表 1；

(3) 视盘机、多媒体音响和组件等占总销售的比例较小，具体费用率假设见表 1；

(4) 营业收入、营业利润、净利润和 EPS 情景分析参见表 2；

基于上述假设得出的业绩预测结果参见表 13，公司估值表参见表 14。

表 1: 兆驰股份 (002429.SZ) 营业收入及产品毛利率预测表

| 营业收入预测 | | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------|----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 液晶电视 | 销售量增长率 | | 8.11% | 71.94% | 25.47% | 39.44% | 29.67% |
| | 销量(万台) | 37.0 | 40.0 | 105.0 | 175.0 | 270.0 | 370.0 |
| | 平均售价(元) | 2022.94 | 2086.78 | 1366.86 | 1029 | 930.00 | 880.0 |
| | 销售额增长率 | | 11.52% | 71.94% | 25.47% | 39.44% | 29.67% |
| | 销售收入(万元) | 74,848.93 | 83,471.39 | 143,520.61 | 180075.00 | 251100.00 | 325600.00 |
| | 销售成本 | 68,861.02 | 75,357.97 | 129,513.00 | 157,925.78 | 220,968.00 | 287,179.20 |
| | 毛利率 | 8.00% | 9.72% | 9.76% | 12.30% | 12.00% | 11.80% |
| 数字机顶盒 | 销售量增长率 | | 32.49% | 82.41% | 6.61% | 35.92% | 20.93% |
| | 销量(万台) | 317.00 | 420.00 | 895.00 | 990.00 | 1450.00 | 1800.00 |
| | 平均售价(元) | 168.99 | 151.50 | 129.69 | 125.00 | 116.00 | 113.00 |
| | 销售额增长率 | | 18.78% | 82.41% | 6.61% | 35.92% | 20.93% |
| | 销售收入(万元) | 53570.45 | 63631.97 | 116073.21 | 123750.00 | 168200.00 | 203400.00 |
| | 销售成本 | 45899.16 | 55111.65 | 96340.76 | 99618.75 | 135737.40 | 164754.00 |
| | 毛利率 | 14.32% | 13.39% | 17.00% | 19.50% | 19.30% | 19.00% |
| 视盘机 | 销售增长率 | | -40.72% | -8.16% | -17.71% | 49.33% | 32.34% |
| | 销量(万台) | 281.0 | 159.0 | 139.0 | 125.0 | 180.0 | 230.0 |
| | 平均售价(元) | 134.03 | 140.42 | 147.52 | 135 | 140.00 | 145.00 |
| | 销售额增长率 | | -40.72% | -8.16% | -17.71% | 49.33% | 32.34% |
| | 销售收入(万元) | 37,661.20 | 22,327.11 | 20,505.62 | 16,875 | 25,200 | 33,350 |
| | 销售成本 | 34,218.97 | 20,695.00 | 18,662.16 | 14,175.00 | 21,294.00 | 28,180.75 |
| | 毛利率 | 9.14% | 7.31% | 8.99% | 16.00% | 15.50% | 15.50% |
| 多媒体音响 | 销售增长率 | | -54.39% | -67.88% | 1% | 1% | 1% |
| | 销售收入(万元) | 23015.35 | 10498.00 | 3372.36 | 3406.08 | 3440.14 | 3474.55 |
| | 销售成本 | 18,746.00 | 8,918.05 | 2,843.57 | 2,724.87 | 2,752.12 | 2,779.64 |
| | 毛利率 | 18.55% | 15.05% | 15.68% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 组件及材料 | 销售增长率 | | -27.08% | -82.28% | 2% | 2% | 2% |
| | 销售收入(万元) | 5715.32 | 4167.70 | 738.67 | 753.44 | 768.51 | 783.88 |
| | 销售成本 | 5,310.68 | 3,883.05 | 663.33 | 663.03 | 676.29 | 689.82 |
| | 毛利率 | 7.08% | 6.83% | 10.20% | 12.00% | 12.00% | 12.00% |
| 合计 | 营业收入(万元) | 203,357.24 | 185,180.92 | 284,210.47 | 324,859.53 | 448,708.66 | 566,608.43 |
| | 主营收入增长率 | - | -8.9% | 53.5% | 14.3% | 38.1% | 26.3% |
| | 营业成本 | 180,546.04 | 164,992.52 | 248,022.83 | 275,107.42 | 381,427.81 | 483,583.40 |
| | 毛利 | 22811.2 | 20188.4 | 36187.6 | 49752.1 | 67280.9 | 83025.0 |
| | 综合毛利率 | 11.22% | 10.90% | 12.73% | 15.31% | 14.99% | 14.65% |

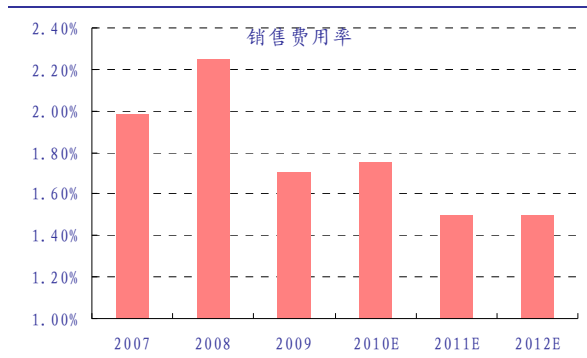
资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

表 2: 兆驰股份 (002429.SZ) 经营活动情景分析

| | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (万元) | | | |
| 乐观假设 | 328924 | 466863 | 601800 |
| 一般假设 | 324860 | 448709 | 566608 |
| 保守预测 | 320795 | 430864 | 532754 |
| 营业利润 (万元) | | | |
| 乐观假设 | 47286 | 68006 | 85545 |
| 一般假设 | 40729 | 57155 | 70112 |
| 保守预测 | 34321 | 47003 | 56115 |
| 净利润 (万元) | | | |
| 乐观假设 | 43009 | 61706 | 77534 |
| 一般假设 | 37092 | 51915 | 63607 |
| 保守预测 | 31310 | 42754 | 50977 |
| EPS (元) | | | |
| 乐观假设 | 0.91 | 1.31 | 1.64 |
| 一般假设 | 0.78 | 1.10 | 1.35 |
| 保守预测 | 0.66 | 0.90 | 1.08 |

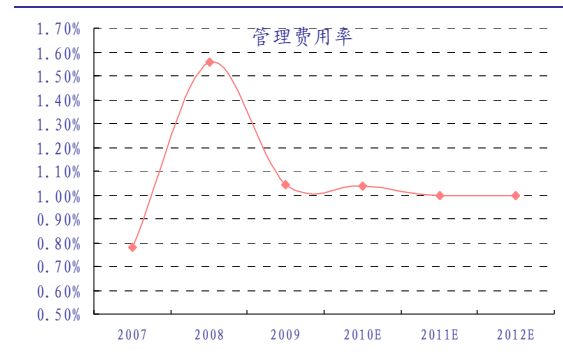
资料来源: 中国银河证券研究部

图 1: 2007-2012 年公司销售费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: 2007-2012 年公司管理费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

二、估值分析

(一) 相对估值分析

兆驰股份(002429.SZ)隶属于消费电子行业,公司产品范围包括LCD-TV和数字机顶盒、视盘机、多媒体音响等等,我们选取了市场上相近公司进行了对比。

表 3: 兆驰股份(002429.SZ)与同行业公司数据对比

| 证券简称 | 收盘价 | 流通 A 股 万股 | 总股本 万股 | 总市值 万元 | PE (TTM) | PB | PS (TTM) | ROE (平 均) % | 销售净利率 3Q % | 销售毛利率 3Q % |
|--------|-------|--------------|-----------|-----------|----------|------|----------|----------------|---------------|---------------|
| TCL 集团 | 3.42 | 280148 | 423811 | 1449433 | 28.30 | 1.45 | 0.29 | 2.55 | 0.08 | 13.02 |
| 深康佳 A | 4.71 | 59991 | 120397 | 567071 | 53.70 | 1.44 | 0.34 | 1.57 | 0.60 | 15.46 |
| 四川九洲 | 16.07 | 13204 | 18999 | 305320 | 102.43 | 4.34 | 1.03 | 6.06 | 1.18 | 9.76 |
| 四川长虹 | 3.69 | 284174 | 284732 | 1050660 | 83.17 | 1.09 | 0.27 | 0.98 | 1.06 | 15.07 |
| 伊立浦 | 11.08 | 3900 | 15600 | 172848 | -572.17 | 5.56 | 2.38 | 2.51 | 1.52 | 16.32 |
| 同洲电子 | 9.42 | 25971 | 34148 | 321674 | -61.08 | 2.66 | 1.40 | -3.13 | -2.28 | 17.55 |
| 兆驰股份 | 26.19 | 5600 | 47254 | 1237589 | 38.07 | 4.83 | 4.33 | 15.24 | 11.94 | 16.69 |

资料来源: 中国银河证券研究部 股价为 2010 年 12 月 29 日收盘价

我们以 2011 年的业绩作为比较标准,参考目前市场消费电子的估值水平,我们认为兆驰股份(002429.SZ)的合理估值在 30.8-33 元。

(二) 绝对估值分析

我们采用三阶段自由现金流估值模型对兆驰股份(002429.SZ)进行分析,从绝对估值的角度来看,公司合理价值为 34.62 元。

表 4: 兆驰股份(002429.SZ)绝对估值基本假设

| | | | |
|---------|------------|---------|--------|
| WACC | 13.99% | Ke | 12.60% |
| 永续增长率 | 1.00% | Kd | 17.81% |
| 终值 | 76415.53 | t | 9.76% |
| 企业价值 | 1442010.99 | Rf | 6.00% |
| 非核心资产价值 | 275439.60 | E(Rm) | 12.60% |
| 股权价值 | 1442010.99 | Beta | 1.00 |
| 股本 | 47254.25 | 每股价值(元) | 34.62 |

资料来源: 中国银河证券研究部

表 5: 兆驰股份 (002429.SZ) 三阶段 DCF-WACC 估值模型敏感性分析

| 估值 | | g | | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 0.0% | 0.5% | 1.0% | 1.5% | 2.0% |
| WACC | 12.50% | 37.99 | 38.67 | 39.42 | 40.24 | 41.13 |
| | 13.00% | 36.39 | 37.00 | 37.66 | 38.38 | 39.17 |
| | 13.50% | 34.93 | 35.47 | 36.06 | 36.69 | 37.38 |
| | 14.00% | 33.58 | 34.06 | 34.59 | 35.15 | 35.76 |
| | 14.50% | 32.33 | 32.77 | 33.23 | 33.73 | 34.28 |
| | 15.00% | 31.18 | 31.57 | 31.98 | 32.43 | 32.91 |
| | 15.50% | 30.10 | 30.45 | 30.83 | 31.23 | 31.66 |

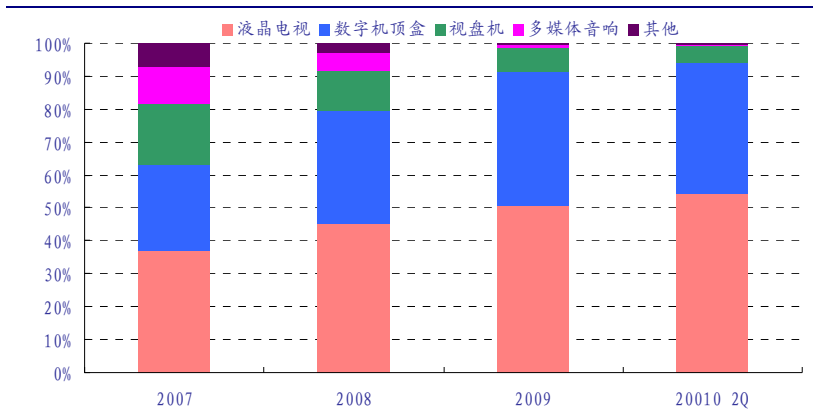
资料来源: 中国银河证券研究部

三、液晶彩电 ODM 市场广阔

(一)全球液晶彩电市场成长快

兆驰股份 (002429.SZ) 是消费电子制造商, 公司产品包括售数字电视机、数字摄录机、数字录放机、数字电视接收器、DVD 机等等。液晶电视是近几年公司拓展的新产品, 液晶电视和数字机顶盒在公司的产品结构中比例逐步提高, 这两类产品占据了公司约 90% 的份额。

图 3: 2007-2010 年公司产品结构

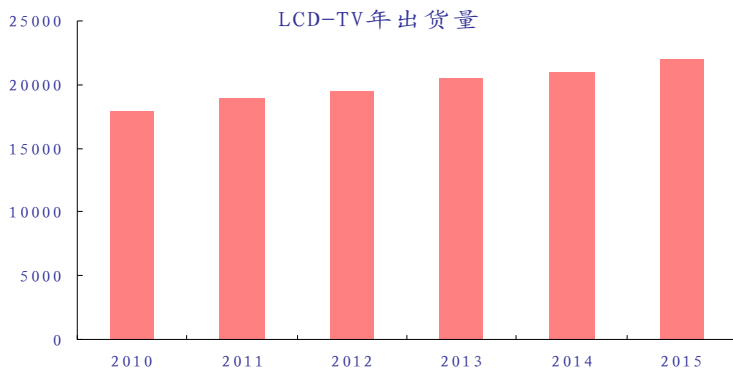


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司从 2007 年开始采用 ODM 模式批量生产 LCD-TV, 是国内成长最快的企业之一。受益于消费电子产业转移趋势, 2007-2009 年公司液晶电视销量分别为 37 万台、40 万台、105 万台。2010 年上半年液晶电视销售收入 6.78 亿元, 占据了总收入的 54.41%。

液晶电视需求旺盛。从全球来看, LCD-TV 快速取代 CRT 彩电趋势在欧洲和北美地区非常明显, 全球液晶彩电市场进入到稳定成长期, 根据 DISPLAYSEARCH 的预测, 2010 年预计全球液晶彩电销售将达到 1.8 亿台左右, 2015 年全球液晶彩电销售量将达到 2.2 亿台, 预计 2009-2015 年全球液晶彩电复合增长率为 7.82%。

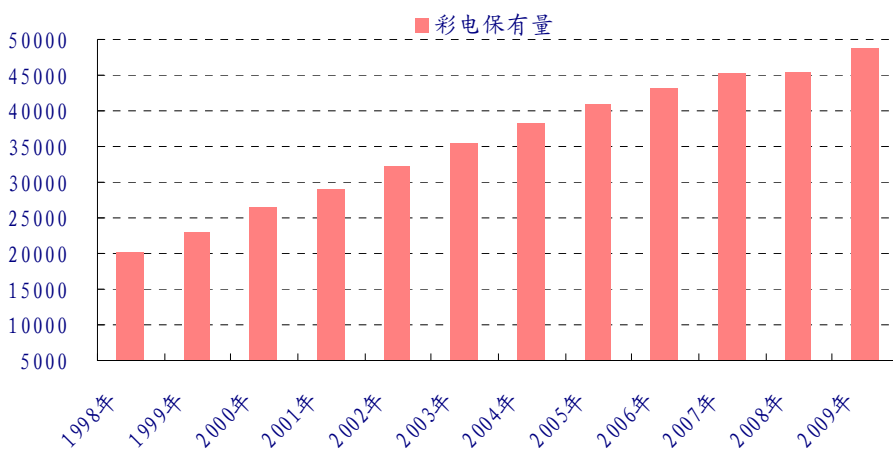
图 4: 2010-2015 年全球 LCD-TV 出货量预测 (万台)



资料来源: DISPLAYSEARCH, 中国银河证券研究部

从国内的情况来看, 无论是从制造领域还是从保有量领域来说, 中国都是一个彩电大国, 彩电作为重要的家用电器, 是最早进入中国家庭的家电, 截止到 2000 年, 我国彩电保有量达到 2.65 亿台, 2009 年我国彩电保有量更是达到 4.87 亿台, 其中需要更新为液晶电视的约有 4 亿台左右, 市场需求旺盛。国际和国内旺盛的需求为兆驰股份 (002429.SZ) 提供了理想的经营环境, 在中国承接消费电子转移的大背景下, 公司面临着较好的发展机遇。

图 5: 1998-2009 年我国彩电保有量 (万台)

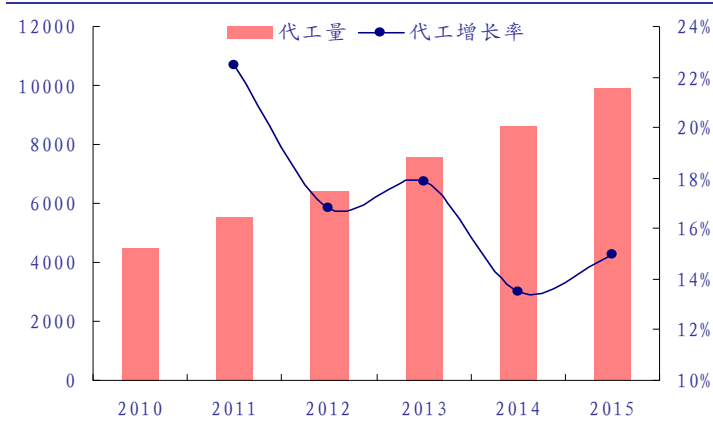


资料来源: 国家统计局 中国银河证券研究部

(二)未来 5 年液晶彩电外包市场复合增长率 17.08%

LCD-TV 增长迅速, 但是由于上游技术的快速发展, 产品价格近几年快速下跌, 产品价格波动很大, 整机厂商都感受到了市场波动的威胁; 另外, 近些年, 由于韩系厂商在液晶彩电市场占据了较大的市场份额, 日系厂商为了扩大市场份额, Panasonic、SONY 等厂商逐步加大了外包的比例, 外包比例逐步提高至占据企业总销量的 50% 左右。从全球的角度看, 液晶彩电市场的外包比例逐步提高, 外包比例有望由 20% 提升到 45% 左右, 未来 5 年全球液晶外包市场复合增长率预计达到 17.08%, 全球液晶电视外包市场规模有望达到 500-600 亿美元, 外包企业的订单充足。

图 6: 2010-2015 年全球 LCD-TV 外包量及增速 (万台)



资料来源: 中国银河证券研究部

表 6: 全球主要液晶外包厂商及出货量 (万台)

| 厂商 | 出货量 | | 生产尺寸 | 代工对象 |
|----|--------|------------|---------|---------------------|
| | 2009 年 | 2010 年(预估) | | |
| 冠捷 | 950 | 1500-1800 | 15-47 吋 | 夏普、飞利浦、LGE、AOC、VIZO |
| 瑞轩 | 399 | 500-600 | 20-55 吋 | LGE、VIZO、大陆彩电企业 |
| 仁宝 | 330 | 450-500 | 32-47 吋 | 东芝、日立、三洋 |
| 纬创 | 250 | 400-500 | 20-42 吋 | SONY、东芝 |
| 鸿海 | 80 | 850 | 19-40 吋 | 飞利浦、LGE、VIZO、SONY |
| 友达 | 50 | 250 | 19-46 吋 | 明基、海尔、长虹 |

资料来源: 各公司网站 中国银河证券研究部

目前, 在全球液晶电视外包市场上, 外包业务主要以台湾企业承揽为主。冠捷、瑞轩和仁宝占据了外包市场的前三位。冠捷科技目前是全球第一大代工厂商, 第四大液晶出货商, 08 年 600 万台, 09 年 950 万台, 2009 年总产能 1580 万台。目前在波兰、巴西、墨西哥建有厂房, 另外, 在中国厦门有 450 万平方米的厂房, 生产背光、模组等。

瑞轩科技股份有限公司是设立于 1983 年的显示器设计制造商。2009 年销售电视 399.6 万台, 收入 6346285.8 新台币, 在苏州有投资, 代工客户主要以韩系客户为主。自五月份起, 每月出货量可达 50 万台, 截止到 3 季度末, 已经出货 350 万台, 预计全年销售 450 万台。

兆驰股份 (002429.SZ) 目前主要代工经营对手为冠捷、瑞轩和仁宝等台湾厂家, 虽然日系厂商释放出来的订单主要被台湾企业分享, 但是随着整个代工规模的扩大, 兆驰股份 (002429.SZ) 也面临较好的发展机会。

公司目前 4 条生产线能够生产 18.5-32 吋液晶电视背光模组, 明年初预计能够生产 42-46 吋模组。兆驰股份 (002429.SZ) 产品以出口为主, 近三年产品外销比例均保持在 70% 以上。销售市场主要集中于欧洲、美洲、亚洲、大洋洲等地区。公司客户主要有三个类别: 1 世界著名品牌制造商, 如飞利浦, 西门子等。2 国外当地知名品牌经销商。3 国外连锁零售超市,

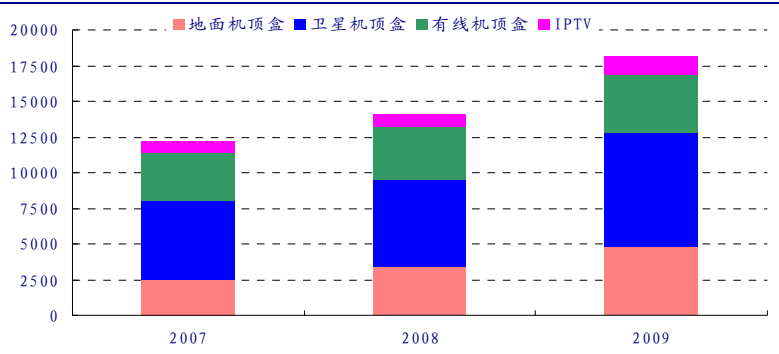
如法国 Carrefour, 澳大利亚 Woolworths 等。在产品内销市场, 公司客户主要是国内品牌制造商 TCL, 海尔, 乐华, 熊猫电子。

四、公司是我国最大的数字机顶盒出口商之一

兆驰股份 (002429.SZ) 是我国主要的数字机顶盒制造商, 公司 2007-2009 年分别出口数字地面机顶盒 317 万台、420 万台和 895 万台, 是国内最大的数字机顶盒制造商和出口商。2010 年上半年公司机顶盒销售收入为 4.95 亿元, 占总收入的比重为 39.74%。

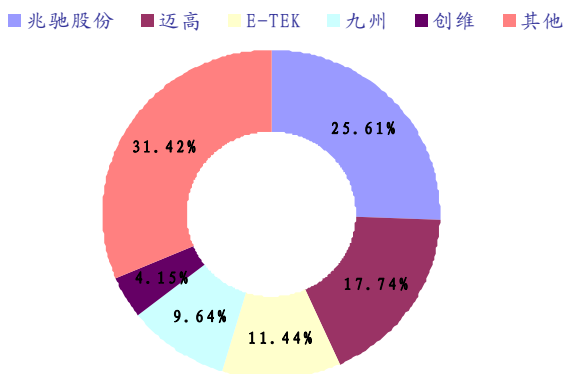
目前, 数字机顶盒需求旺盛。2009 年全球机顶盒出货量达到 1.8 亿台, 同比增长 28.68%, 中国数字机顶盒出货量达到 1.27 亿台, 同比增长了 51%, 中国出货量占全球份额由 2005 年的 33.5% 攀升到 2009 年的 70%, 是全球数字机顶盒制造和出口大国。

图 7: 2007-2009 年全球数字机顶盒销售 (万台)



资料来源: 格兰研究 中国银河证券研究部

图 8: 2009 年中国数字机顶盒出口商市场份额比例



资料来源: 中国银河证券研究部

驱动数字机顶盒发展的重要因素是电视模拟信号的替代。从全球来看, 数字信号取代模拟信号是必然趋势, 美国和欧洲等国家都已经制定并在执行模拟信号向数字信号的转移, 在未来 3-5 年, 全球主要国家和地区都将完成数字信号的转移, 在此大规模的信号替代过程中, 数字机顶盒制造商面临较好的发展机遇。

表 7: 世界各国模拟信号关闭时间表

| 国家 | 模拟电视关闭时间 | 采用标准 |
|------|----------|--------|
| 美国 | 2009 年 | ATSC |
| 加拿大 | 2011 年 | ATSC |
| 韩国 | 2012 年 | ATSC |
| 墨西哥 | 2022 年 | ATSC |
| 德国 | 2010 年 | DVB-T |
| 法国 | 2011 年 | DVB-T |
| 英国 | 2012 年 | DVB-T |
| 澳大利亚 | 2013 年 | DVB-T |
| 日本 | 2011 年 | ISDB-T |
| 中国 | 2015 年 | DTMB |

资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

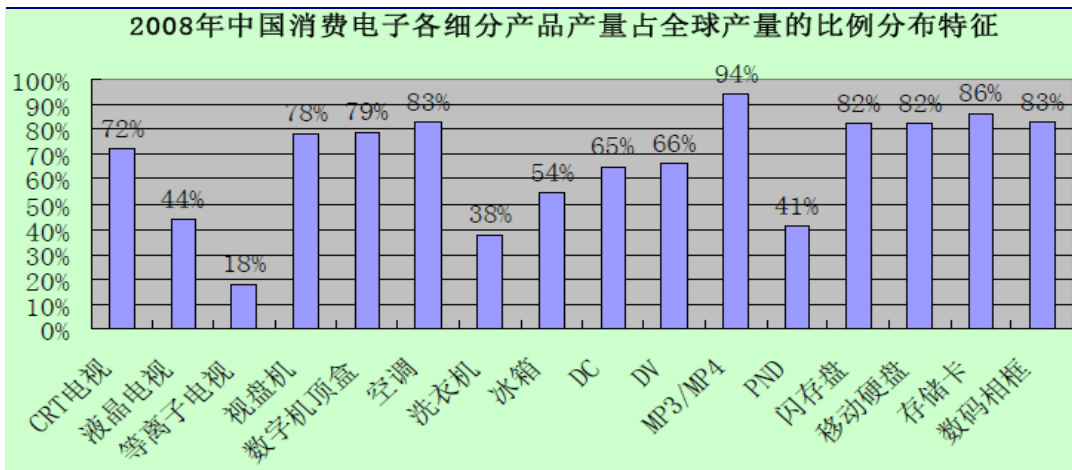
由于电视信号的传输方式不同, 数字机顶盒分为地面数字机顶盒、卫星数字机顶盒、有线数字机顶盒和 IPTV 四个类型。地面数字机顶盒和卫星数字机顶盒是主流产品, 占据了 60%-70% 的市场份额。数字地面机顶盒又根据各国地面数字电视的解调方式差异分为 DVB-T、ATSC、ISDB-T、DTMB 四种标准。

随着数字信号的逐步普及, 我国机顶盒市场近几年快速起步, 2010 年我国数字机顶盒预计保有量将达到 1 亿台, 2012 年数字机顶盒预计将达到 1.5 亿台, 为机顶盒厂商提供了国内拓展的机会。另外, 我国目前的机顶盒大部分为标清和单向机顶盒, 随着技术的发展, 高清机顶盒和双向机顶盒将逐步成为市场的主流。

五、经营模式适应消费电子行业发展

在全球科技迅猛发展的推动下, 全球消费电子产业国际分工大大加快, 中国由于具备产品的研发、设计、元器件配套、物流配送、专业化熟练工人等众多优势成为全球重要的消费电子产品生产基地, 2008 年中国消费电子产品产值占全球产值的 57.4%, 产量占全球产量的 75.6%。液晶电视的上游虽然被韩系和日系企业所把持, 但是随着技术的快速更新和产品价格的迅速下降, 中国正在逐步承接液晶电视生产的大规模转移。

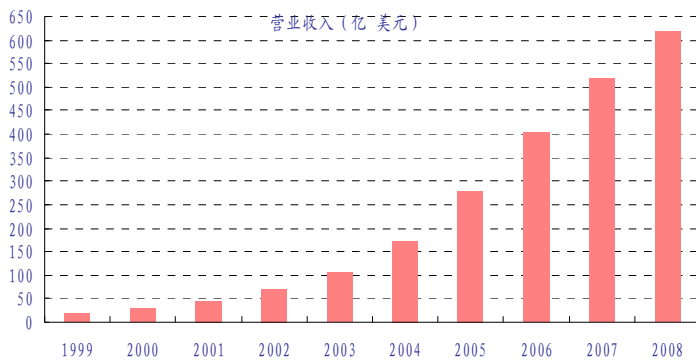
图 9: 2008 年中国消费电子产业全球占比



资料来源: 赛迪顾问 公司公告 中国银河证券研究部

兆驰股份（002429.SZ）目前是以出口为主的 ODM 经营模式，这种经营模式有优点也有缺点，但是我们判断，在消费电子行业中，由于产品更新速度快，价格波动大，这种经营模式具备一定的生存空间，我国台湾地区消费电子企业的成长过程也见证了这种模式的优势，企业一样可以凭借产业链管理、反应速度等特点成长为有竞争力的世界级企业。

图 10: 1999-2008 年鸿海集团营业收入



资料来源: 鸿海公司公告 中国银河证券研究部

表 8: ODM 经营模式与 OEM 经营模式比较

| 差异 | ODM经营模式 | OEM经营模式 |
|--------|------------------------------------|--------------------|
| 技术开发 | 具有自主研发能力，能与前端品牌制造商和后端原材料供应商进行合作开发。 | 基本无自主研发能力。 |
| 原材料采购 | 自主采购，可议价。 | 大多为来料加工，不参与定价。 |
| 产品定价 | 定价有主动权。 | 被动接受，通常只收取加工环节的费用。 |
| 产品议价能力 | 具备研发、设计、采购等方面的溢价。 | 产品议价能力弱。 |
| 持续经营能力 | 由于产于研发，持续经营能力强。 | 完全取决于订单情况，持续性弱。 |
| 企业盈利能力 | 设计研发提升盈利能力。 | 利润率低。 |

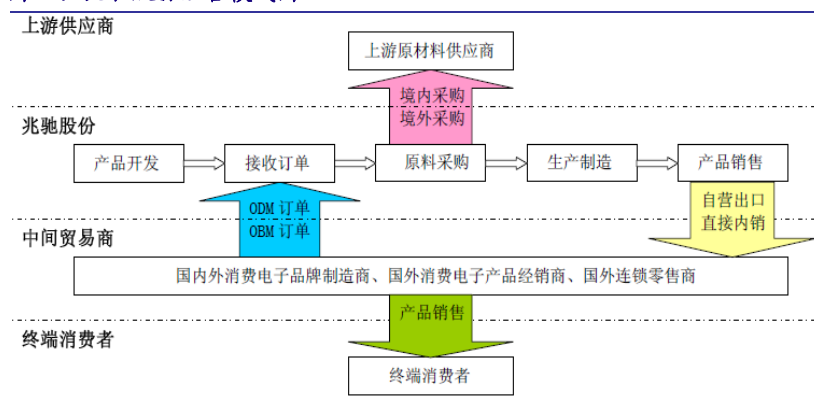
资料来源: 中国银河证券研究部

表 9: ODM 经营模式与品牌经营模式比较

| 项目 | ODM经营模式 | 品牌经营模式 |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 经营环境 | 由于消费类电子行业国际分工的深化, 中国企业在产品生产制造方面在全球处于优势地位, 企业竞争力较强。 | 由于发展阶段差异, 国内品牌商在全球范围内与国外一流品牌商相比, 在品牌知名度、技术等方面均处于相对劣势, 竞争压力较大。 |
| 优势 | 1、管理流程短, 较少考虑终端渠道建设, 不直接面对终端客户, 客户服务对象较少, 产品销售及推广费用、客户维护成本低较低; 2、按订单生产, 市场反馈及时, 销售环节少, 无需向渠道铺货, 存货周转率相对较高; 3、产品价格形成机制灵活, 无需考虑产品型号及销售区域间的价格干扰; 4、销售渠道相对固定, 便于产品升级换代及新产品推广。 | 1、具有品牌溢价, 产品定价自主性较高, 议价能力强, 毛利率较高; 2、产品及企业知名度高, 取得银行及供应商融资支持力度大。 |
| 劣势 | 1、无产品品牌, 产品及企业知名度低; 2、产品售价较品牌产品低, 毛利率较低。 | 1、品牌维护成本高, 品牌竞争激烈; 2、销售环节多, 需向渠道铺货, 存货周转率相对较低; 3、产品定价除考虑自身成本外还需考虑市场竞争产品价格, 产品价格调整、升级换代及新产品推广周期相对较长。 |
| 目标市场 | 全球市场, 市场容量大。 | 国内市场为主, 市场容量有限, 竞争激烈。 |

资料来源: 中国银河证券研究部

图 11: 兆驰股份经营模式图



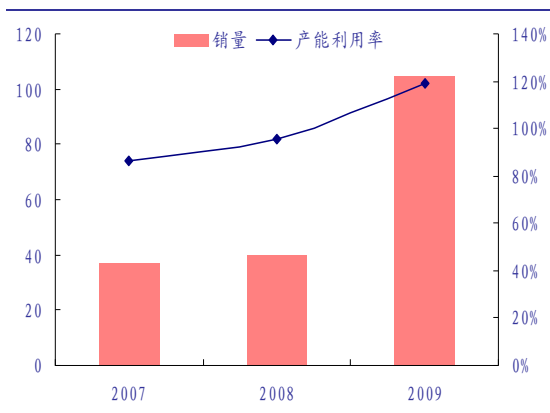
资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

六、产能逐步在 2011 年和 2012 年释放

随着消费电子产业的转移，外包市场持续增长，公司订单较很多，液晶电视和机顶盒的产能利用率一直处于较高的水平。从目前公司募集资金的投放来看，液晶电视、数字数字机顶盒和视盘机都是在 2011 年建成投产，2012 年全面达产。

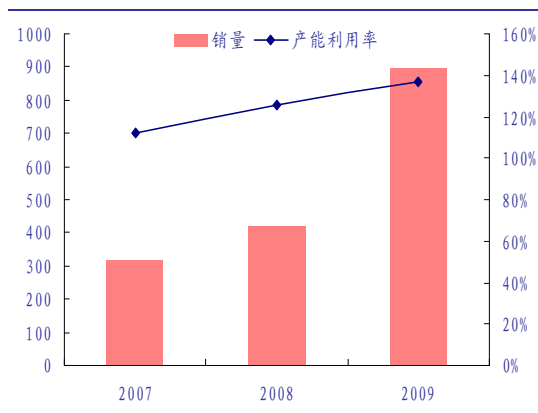
随着产能的逐步释放，我们判断未来 1-2 年公司收入有望保持持续增长，我们预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 32.48 亿元、44.87 亿元和 56.66 亿元，营业收入三年复合增长率达到 25.86%。

图 12: 2007-2009 液晶电视销量(万台)及产能利用率



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

图 13: 2007-2009 机顶盒销量(万台)及产能利用率



资料来源: 公司公告 中国银河证券研究部

七、股权激励为企业成长助力

公司在 2010 年 9 月公布了股权激励方案，此次共授予中层管理人员、核心技术骨干同 247 人股票期权，总共股票期权为 703.7 万份，占总股本的 1.49%。股票期权行权价为 25.65 元。有效期为自股票期权授权日起 4 年，在激励计划授予日期满 12 个月后，在 36 个月内分三次行权。此次股权激励覆盖面较广，对整个管理团队和企业骨干是一个较大的激励，有助于公司的快速发展。

表 10: 兆驰股份 (002429.SZ) 股票期权行权及考核目标

| 行权期 | 绩效考核目标 |
|--------|-----------------------------------------------------------------------------------|
| 第一个行权期 | 以 2009 年经审计的净利润为固定基数，公司 2010 年度经审计净利润较 2009 年度的增长率达到或超过 15%。扣非后加权平均净资产收益率不低于 12%。 |
| 第二个行权期 | 以 2009 年经审计的净利润为固定基数，公司 2011 年度经审计净利润较 2009 年度的增长率达到或超过 30%。扣非后加权平均净资产收益率不低于 12%。 |
| 第三个行权期 | 以 2009 年经审计的净利润为固定基数，公司 2012 年度经审计净利润较 2009 年度的增长率达到或超过 45%。扣非后加权平均净资产收益率不低于 12%。 |

资料来源: 公司网站 中国银河证券研究部

八、投资 LED 扩展发展空间

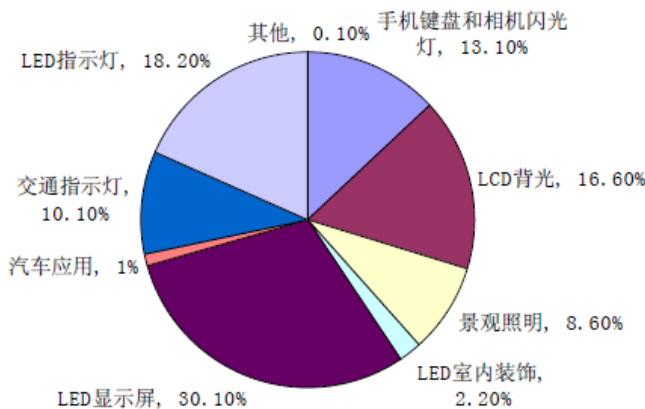
公司 12 月 17 发布公告，投资 LED 封装及节能照明项目。拟投资项目建设周期为两年，项目建成后，将形成 LED 电视背光源所用发光器件及其他节能照明所用发光器件 30 亿只/年，LED 节能照明产能为 0.5 亿只（套）/年的产能规模。

此项目运营期为 10 年，经公司可行性研究分析，项目达产后（第三年起）实现年均营业收入 139,025.00 万元，年均所得税为 2,525.88 万元，年均净利润为 14,313.00 万元/年。项目税后净现值为 73,890.22 万元，税后内部收益率为 55.14%，税后投资回收期为 2.72 年。

LED 照明产业正处于高速发展期，2009 年，我国 LED 照明产业总产值达 827 亿元，封装产值 204 亿元，应用产品产值 600 亿元，预计 2010 年 LED 照明产业总产值将超过 1500 亿元。

LED 照明运用广泛，LED 显示屏和 LED 指示灯是最大的两个下游应用行业。LCD 背光处于第三应用位置，市场份额达到 16.6%。2010 年 LED-TV 预计全球渗透率达到 20%，2014 年全球渗透率更是将高达 80%，LED-TV 销售增长迅猛。公司内部对 LED 器件的需求采购额将会达到人民币 7 千万元左右，公司进入到 LED 封装领域将提升公司的产品配套能力。

图:14: LED 下游应用产业份额



资料来源：中国机电数据网 公司公告 中国银河证券研究部

九、主要风险因素

对公司分析时，虽然我们考虑了尽可能多的因素，但是仍然有一些潜在的和未可知的负面因素影响公司的发展，从而影响我们对公司的评级。以下风险的出现将直接影响到我们对公司的评级：

（一）世界经济复苏低于我们的预期

兆驰股份（002429.SZ）的盈利模式是以出口为导向型的消费电子 ODM 制造商，公司产品 70%以上出口，如果世界经济复苏低于我们的预期，则将直接影响到我们对兆驰股份（002429.SZ）销售增长和业绩的预测。

（二）产业转移速度低于我们的预期

我们判断，随着液晶代工比例的提升，消费电子产业转移逐步倾向我国大陆厂商，如果代工比例提升的速度低于我们的预期，则将直接导致公司液晶彩电产品销售增长速度低于我们的预期。

（三）行业竞争加剧高于我们的预期

兆驰股份（002429.SZ）的 ODM 经营模式与台湾企业有一定的相似之处，如果行业竞争激烈程度高于我们的预期将直接削弱公司的增长和盈利能力。

（四）成本上升速度高于我们的预期

公司介绍与竞争力分析

公司基本情况介绍

兆驰股份（002429.SZ）是专业生产数码产品的股份制高科技企业，是科技部认定的国家级高新技术企业和深圳市政府认定的市高新技术企业。公司目前经营范围主要包括生产销售数字电视机、数字摄录机、数字录放机、数字电视接收器、DVD机、TFT显示器、LCD显示器等，其中液晶电视、数字机顶盒和视盘机是公司目前的主要产品。兆驰股份建立了以出口为主的ODM运营模式，拥有专业国际营销团队，产品远销欧洲、美洲、亚洲、大洋洲等60多个国家和地区，与飞利浦、西门子、家乐福、TCL等国际国内知名企业保持了合作关系。

表 11: 兆驰股份（002429.SZ）SWOT 分析

| 公司战略分析 | SWOT 评价 | 总分值 3.6 |
|--------|------------------------|---------|
| 优势 | 管理流程短，反应迅速。 | 分值：4.0 |
| 劣势 | 缺乏终端控制力，与销售商溢价能力不强。 | 分值：3.0 |
| 机会 | 受益于消费电子向中国转移的大趋势。 | 分值：4.0 |
| 威胁 | 台湾代工企业的市场竞争力较强，市场竞争激烈。 | 分值：3.5 |

资料来源：中国银河证券研究部

注：分值 1-5，越高越好

表 12: 兆驰股份（002429.SZ）波特“五力”分析

| 公司竞争力分析 | 波特“五力”评价 | 总分值 3.3 |
|---------|---------------------------|---------|
| 供应商力量 | 公司规模仍然较小，议价能力弱。 | 分值：3.5 |
| 新进入壁垒 | 品牌认证和技术积累构成新进入壁垒。 | 分值：3.5 |
| 客户力量 | 公司不完全是价格制定者，但是仍然有一定的谈判能力。 | 分值：3.5 |
| 替代产品 | 消费电子虽然更新速度快，有替代产品。 | 分值：3.0 |
| 竞争对手 | 主要竞争对手实力强于公司。 | 分值：3.0 |

资料来源：中国银河证券研究部

注：分值 1-5，越高越好；+表示未来好转，-号表示未来变差

表 13: 兆驰股份 (002429SZ) 财务预测表 (百万)

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | | 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 | 44.5 | 43.7 | 33.4 | 23.8 | 19.5 |
| 融资活动现金流 | -43 | -5 | 1542 | 15 | 18 | P/S | 2.4 | 3.8 | 3.8 | 2.8 | 2.2 |
| 现金净变动 | -18 | 2 | 1688 | 284 | 416 | P/B | 9.2 | 15.9 | 4.5 | 3.8 | 3.2 |
| 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 | 30.1 | 36.3 | 23.8 | 16.8 | 13.0 |

资料来源: 中国银河证券研究部

表 14: 兆驰股份 (002429SZ) 估值预测表 (百万)

| 万元 | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBIT | 28086 | 40358 | 55607 | 68283 | 139747 | 165674 | 197803 | 232624 | 266698 | 288242 | 275253 |
| 所得税 | 2741 | 3939 | 5427 | 6664 | 13639 | 16170 | 19306 | 22704 | 26030 | 28132 | 26865 |
| NOPLAT | 11718 | 25345 | 36419 | 50179 | 61619 | 126107 | 149504 | 178497 | 209920 | 240668 | 260109 |
| 营运资金净变动 | -13084 | -1862 | -5022 | -6739 | -6300 | -8187 | -8261 | -8843 | -9535 | -9147 | -7746 |
| 资本支出 | 0 | -20000 | -20000 | -20000 | -20000 | -20000 | -10000 | -10000 | -10000 | -10000 | -10000 |
| 自由现金流 | 24365 | 13735 | 26679 | 39608 | 103333 | 127819 | 167112 | 198582 | 230389 | 251867 | 249249 |

| | | | |
|----------|------------|---------|---------|
| WACC | 13.99% | Ke | 12.60% |
| 永续增长率 | 1.00% | Kd | 17.81% |
| 终值 | 76442.94 | t | 9.76% |
| 企业价值 | 1442429.51 | Rf | 6.00% |
| 非核心资产价值 | 275439.60 | E(Rm) | 12.60% |
| 债务价值 | 0.00 | Rm - Rf | 6.60% |
| 股权价值 | 1442429.51 | D/A | 0.00% |
| 股本 | 47254.25 | E/A | 100.00% |
| 每股价值 (元) | 34.63 | Beta | 1.00 |

| 估值 | | g | | | | |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 0.0% | 0.5% | 1.0% | 1.5% | 2.0% |
| WACC | 12.50% | 38.00 | 38.69 | 39.43 | 40.25 | 41.14 |
| | 13.00% | 36.40 | 37.01 | 37.67 | 38.39 | 39.18 |
| | 13.50% | 34.94 | 35.48 | 36.07 | 36.70 | 37.40 |
| | 14.00% | 33.59 | 34.07 | 34.60 | 35.16 | 35.77 |
| | 14.50% | 32.34 | 32.77 | 33.24 | 33.74 | 34.29 |
| | 15.00% | 31.19 | 31.58 | 31.99 | 32.44 | 32.92 |
| 15.50% | 30.11 | 30.46 | 30.84 | 31.24 | 31.67 | |

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

| | |
|-------------------------------------------|----|
| 图 1: 2007-2012 年公司销售费用率 | 3 |
| 图 2: 2007-2012 年公司管理费用率 | 3 |
| 图 3: 2007-2010 年公司产品结构 | 5 |
| 图 4: 2010-2015 年全球LCD-TV出货量预测 (万台) | 6 |
| 图 5: 1998-2009 年我国彩电保有量 (万台) | 6 |
| 图 6: 2010-2015 年全球LCD-TV外包量及增速 (万台) | 7 |
| 图 7: 2007-2009 年全球数字机顶盒销售 (万台) | 8 |
| 图 8: 2009 年中国数字机顶盒出口商市场份额比例 | 8 |
| 图 9: 2008 年中国消费电子产业全球占比 | 9 |
| 图 10: 1999-2008 年鸿海集团营业收入 | 10 |
| 图 11: 兆驰股份经营模式图 | 11 |
| 图 12: 2007-2009 液晶电视销量 (万台) 及产能利用率 | 12 |
| 图: 13: 2007-2009 机顶盒销量 (万台) 及产能利用率 | 12 |
| 图: 14: LED下游应用产业份额 | 13 |

表格目录

| | |
|--------------------------------------------------|----|
| 表 1: 兆驰股份 (002429.SZ) 营业收入及产品毛利率预测表 | 2 |
| 表 2: 兆驰股份 (002429.SZ) 经营活动情景分析 | 3 |
| 表 3: 兆驰股份 (002429.SZ) 与同行业公司数据对比 | 4 |
| 表 4: 兆驰股份 (002429.SZ) 绝对估值基本假设 | 4 |
| 表 5: 兆驰股份 (002429.SZ) 三阶段DCF-WACC估值模型敏感性分析 | 5 |
| 表 6: 全球主要液晶外包厂商及出货量 (万台) | 7 |
| 表 7: 世界各国模拟信号关闭时间表 | 9 |
| 表 8: ODM经营模式与OEM经营模式比较 | 10 |
| 表 9: ODM经营模式与品牌经营模式比较 | 11 |
| 表 10: 兆驰股份 (002429.SZ) 股票期权行权及考核目标 | 12 |
| 表 11: 兆驰股份 (002429.SZ) SWOT分析 | 15 |
| 表 12: 兆驰股份 (002429.SZ) 波特“五力”分析 | 15 |
| 表 13: 兆驰股份 (002429SZ) 财务预测表 (百万) | 16 |
| 表 14: 兆驰股份 (002429SZ) 估值预测表 (百万) | 17 |

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。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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