

新股研究报告

家用电器行业

视听电子产品

兆驰股份 (002429)

合理估值区间: 32.4—38.3 元

2010 年 5 月 26 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	472.54
流通 B 股/H 股(百万股)	0
上证综指/深圳成指	3022
发行价格(元)	
发行股本(百万股)	56

财务数据

净资产值(百万元)	683
每股净资产(元)	1.64
资产负债率	47.44%

分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-mail: wangnc@guosen.com.cn

SAC 执业证号: S0980205100168

投资价值分析

创新产品推动下的持续高成长

●立足消费电子产品、以创新产品推动客户需求

公司以家庭视听消费电子产品的产销为主, 主要三大产品系列为液晶电视、数字机顶盒和视盘机, 经营模式则以 ODM 为主。具备敏锐的市场需求判断能力, 以及创新产品开发优势。其产品开发做到了能真正提供打动客户的创新产品, 适应消费电子产品的快速更新换代, 以产品创新推动市场需求。公司在未来高清机顶盒、蓝光 DVD、液晶电视产品上将继续保持较快的销量增速, 2010 年三类产品销售增速将达到 80%, 同时保持较好的利润率水平。

●募集资金投入着眼更新换代产品、并不是简单的产能复制

蓝光 DVD、高清机顶盒、集合蓝光 DVD 及刻录功能的机顶盒; LEDTV、3DTV、IPTV 等高清液晶电视均是着眼于未来的更新换代产品, 其产品附加值会有明显提升。结合公司较好的优质客户群体优势, 募集资金投入将增加公司的产品更新换代设计及制造能力、拓展新的客户群体, 进而获取未来持续高增长。

●具备产品开发领先优势

公司在 DVB-T 数字电视机顶盒领域连续 3 年全球市场占有率第一, 预期未来优势还会进一步扩大, 2010 年高清机顶盒的市场占有率将达到 30%, 同比上升约 7 个百分点。公司也是全球首批获得蓝光 DVD 授权的制造商, 产品整合开发优势明显, 如集合高清蓝光 DVD 的高清 LCD 电视产品等。

●优秀的管理和研发团队

公司在过往经营当中, 与品牌制造商以及同类 ODM 制造商相比获得了更好的净利润率和成长表现。其背后的有效支撑为公司具备优秀的管理和研发团队、有效的激励机制、以及熟悉国际贸易规则等。

●合理价格区间: 32.4-38.3 元

预期 2010 年、2011 年、2012 年公司每股收益 1.13、1.63 和 2.13 元, 结合绝对估值、相对估值方法, 我们认为公司合理价值区间 32.4—38.3 元。

盈利预测和财务指标

	2009 年	2010 年 E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,842	5,143	8,129	11,247
(+/-%)	53.5%	81.0%	58.1%	38.4%
净利润(百万元)	250	532	768	1007
(+/-%)	154.7%	113.2%	44.4%	31.0%
每股收益(元)	0.53	1.13	1.63	2.13
EBIT Margin	9.9%	12.1%	11.0%	10.4%
净资产收益率(ROE)	36.5%	50.3%	48.2%	43.8%
市盈率(PE)	68.2	32.0	22.1	16.9
EV/EBITDA	61.0	28.4	20.2	15.8
市净率(PB)	24.85	16.09	10.67	7.40

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。

目录

目录	2
图表目录	3
投资要点	4
创新产品优势带动下的高成长值得期待	4
合理估值区间：32.4—38.3 元	4
公司简介：立足视听消费电子产品、以创新产品推动持续高成长	6
创新产品推动市场销售，以速度优势、产品整合优势取胜	6
股东结构体现公司切实有效的激励机制基础	7
主要募集资金投向：兼顾产品结构优化和规模扩张	8
行业需求趋向及竞争格局分析	8
行业持续创新空间巨大	8
液晶电视：需求持续上升、外资品牌 ODM 比率上升	9
1、零部件技术升级、播放内容扩展引发液晶电视需求容量上升	9
2、外资甚至国内品牌寻求 ODM 比率上升	11
数字机顶盒：产品升级更新带动下的成长	12
机顶盒不断的产品升级会延续这个产品的生命周期、加快更换需求	13
蓝光 DVD：未来持续高成长新一代光碟播放产品	13
严格的专利授权管理使得蓝光 DVD 制造进入门槛上升	13
公司成长分析	14
突出的三大成长优势：	14
1、以创新产品推动市场需求、产品集成化设计明显	14
2、积累了相当的优质客户	14
3、快速反应的 ODM 模式下保持高利润率	15
清晰的成长路径、未来保持快速增长态势	16
不断培育新的增长亮点：电子书	17
募集资金项目分析	17
高清液晶电视项目	17
数字机顶盒项目	18
蓝光视盘机	18
技术中心	18
公司盈利预测	19
附表 1：财务预测与估值	20
国信证券投资评级	21
免责条款	21

图表目录

表 1: 绝对估值的主要假设条件	4
表 2: 不同估值方法得到的每股价值 (元)	5
表 3: 核心假设条件.....	5
表 4: 同类上市公司估值比较.....	5
表 6: 兆驰投资股权结构	7
表 7: 公司募集资金投向 (万元)	8
表 8: 部分国家电视播放模拟信号	12
表 9: 公司主要客户群体	15
表 10: 2008 年同类公司经营规模和净利润率比较 (亿元、%)	15
表 11: 公司分产品收入和增速表现 (万元、%)	16
表 12: 公司分产品赢利能力及综合毛利率、净利润率表现 (%)	16
表 13: 公司募集资金投向 (万元)	17
表 14: 公司分产品销量 (万台)	18
表 15: 2007-2009 年公司的因汇率波动所受的影响 (万元)	19
表 16: 公司主要产品销量、收入及毛利预期 (台、万元、%)	19
图 1: 公司 2009 年主营业务收入构成 (%)	6
图 2: 公司 2007-2009 年收入、营业利润表现 (万元、%)	6
图 3: 公司股东结构表	7
图 4: 全球消费电子行业产值构成分布 (%)	8
图 5: 全球消费类电子产品产值规模 (亿美元)	8
图 6: 2004-2013 全球电视市场按不同技术出货量及增长率 (百万台、%)	9
图 7: LED 背光的液晶电视销量比率预期 (%)	10
图 8: 全球互联网电视需求预期 (千台)	10
图 9: 全球 3D 电视需求预期 (千台)	10
图 10: 2009 年全球电视主要品牌市场占有率 (%)	11
图 11: 09 年主要 ODM/OEM 液晶电视公司出货量分布 (万台)	11
图 12: 全球数字地面顶盒出货量和增长率 (万台、%)	11
图 13: 2009 年全球不同类型数字机顶盒应用比率 (%)	11
图 14: 全球数字卫星顶盒出货量和增长率 (万台、%)	12
图 15: 中国数字地面机顶盒出口市场市占率分布 (%)	12
图 16: 全球蓝光 DVD 出货量预期 (万台、%)	13
图 17: 红光 DVD 和蓝光 DVD 的出货量对比	13

投资要点

创新产品优势带动下的高成长值得期待

分享行业广阔的成长空间：各种多媒体、移动、通信等技术的发展以及与内容的融合等，使得消费电子行业每年都有新产品推出，而公司长期以来积累的行业经验和市场敏感度使得公司能够不断分享行业的发展成长。

创新产品优势：公司注重产品技术积累。各种产品销售以国外市场为主，其产品开发做到了能真正提供打动客户的创新产品，适应消费电子产品的快速更新换代，以产品创新推动市场需求。

公司在 AV 产品上的集成化设计优势更是突出，典型的产品是集合数字电视接收、碟片播放、液晶屏显示、ipod 功放等功能的一体化产品，获得欧美学生消费者的欢迎。新产品包括集合蓝光 DVD 的高清数字机顶盒、集合刻录功能 DVD 的数字地面机顶盒等；IPTV 高清数字液晶电视；集合数字地面付费机顶盒功能的液晶电视、集合 USB 刻录功能的液晶电视、集合高清 DVB-S 的高清 LCD 电视、集合高清蓝光 DVD 的高清 LCD 电视等等。

优秀管理团队和管理机制：核心管理和开发团队在行业中经验积累深厚，且具备成熟的管理和激励机制。

成本控制优势和客户资源优势：公司通过标准化设计、有效的原材料采购招标机制、完善的管理和激励机制获得了相比同行较为明显的成本控制优势，这也是公司获得比同类上市公司更高的利润率和 ROE 的原因之一。公司与多个品牌商、零售商、经销商保持了稳定良好的客户合作关系，未来还将开发超市渠道客户，培育自主品牌产品销售。

风险控制体系完善：公司在长期的经营中熟知国际贸易规则，具备完善的风险控制体系。

合理估值区间：32.4—38.3 元

五种现金流贴现估值方法获得公司估值平均值：32.4 元

我们采用三阶段模型对公司用现金流贴现的方法来估算价值。

2010、2011 年公司收入分别增长 81%和 58%，主要是由于公司在三类主导产品上通过持续的创新升级产品获得高速增长，如高清机顶盒、蓝光 DVD 等。同时在新类别产品上获取新的增长空间，如电子书产品。

表 1：绝对估值的主要假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	15%
无风险利率	4.0%	风险溢价	7.5%
行业平均 Beta	0.86	E/(D+E)	98.84%
Kd	5.3%	D/(D+E)	1.16%
Ke	10.51%	WACC	10.44%

资料来源：国信证券经济研究所

我们用无风险利率 4%，风险溢价率 7.5%，税率 15%，BETA 值 0.86，股权

价值占比 98.84%的情况下推算，WACC 值此时为 10.44%。获得表 2 中不同估值方法的公司每股价值。

表 2：不同估值方法得到的每股价值（元）

	APV	FCFF	AE	EVA	FCFE
每股价值	38.82	30.63	27.56	32.89	32.18

资料来源：国信证券经济研究所

表 3：核心假设条件

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入增长率	53.47%	80.96%	58.06%	38.36%	25.00%	25.00%	25.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本/营业收入	87.27%	85.11%	86.15%	86.78%	87.50%	88.00%	88.00%	88.00%	89.00%	89.00%	89.00%
管理费用/营业收入	1.01%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
销售费用/销售收入	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%	1.70%
所得税率	9.76%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	16.20%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：国信证券经济研究所

5 种绝对估值方法得到的平均值为 32.4 元。

相对估值方法得到的平均 PE 值：35.2

表 4：同类上市公司估值比较

证券代码	证券简称	PE			PB		
		2009 年	2010 年	2011 年	2009 年	2010 年	2011 年
000100	TCL 集团	43.3	23	19	2.64	2.37	2.37
000801	四川湖山	1224.6	723	482	12.4	12.1	12.1
000016	深康佳 A	38.6	29	21	1.88	1.76	1.76
002052	同洲电子	108.5	51	26	4.15	3.84	3.84
600839	四川长虹	133.6	56	45	1.33	1.29	1.29
600060	海信电器	24.6	17	14	2.37	2.09	2.09

资料来源：国信证券经济研究所 股价选取日：2010 年 4 月 28 日收盘价

我们按照公司的主营产品来选取同类的上市公司，公司当前主要的盈利来源是机顶盒和视盘机产品，因此在表 4 中，同洲电子与公司相比更具备可比性。计算得到表 4 中同类上市公司 PE2010 年为 35.2 倍（去除四川湖山）。

综合两种估值方法得到合理价值区间：32.4—38.3 元

结合以上两种绝对和相对估值方法，我们认为公司合理价值区间：32.4—38.3 元，按 2010 年我们对公司的盈利预测，相当于 2010 年 PE 值 28.7 倍—34 倍。

公司简介：立足视听消费电子产品、以创新产品推动持续高成长

创新产品推动市场销售，以速度优势、产品整合优势取胜

公司以家庭视听消费电子产品的产销为主，主要三大产品系列为液晶电视、数字机顶盒和视盘机，经营模式则以 ODM 为主（即为其他品牌制造商、经销商、零售商设计并制造产品，以其品牌进行销售）。2009 年 ODM 销售占到公司收入的 92%。我们通过对公司的屡次调研，深刻感受到以下四点优势是公司获得近年来优秀经营业绩、推动公司未来成长的重要要素，我们还会在本文后面的行业和公司分析中进行详细剖析。

产品开发速度快：以创新产品引导客户需求，适时推出；

强大的产品整合优势：如集合蓝光 DVD 的高清机顶盒产品、集成 DVB-T、DVD 的液晶电视；

积累了相当的优质客户：与国际知名企业建立了稳定的合作关系；

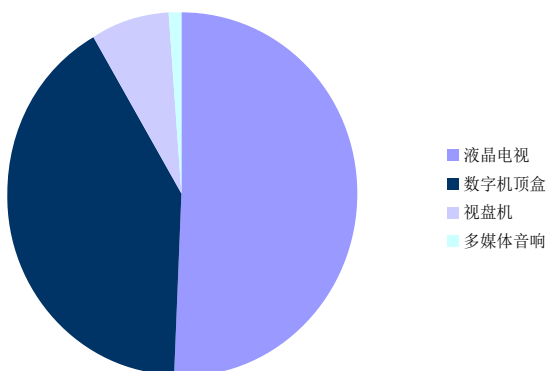
成本控制能力：从产品设计、制造工艺、原材料等方面不断挖潜来降低成本；

公司具备有效的激励机制：核心管理和开发团队持有公司股权等。

虽然遭遇 2008 年国外需求下降的影响，但通过自身的产品开发能力、产品整合优势、成本控制等优势，公司很快在 2009 年获得了很好的提升。

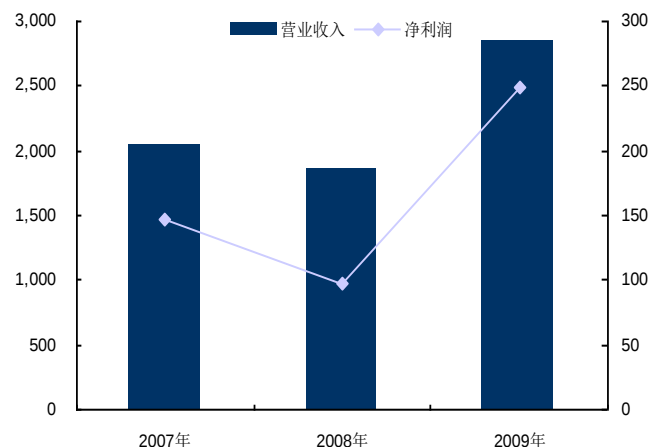
2007 年，公司被评为“深圳市高新技术企业”和“深圳市工业百强企业”；2008 年被评为工业和信息化部“2008 年(第 22 届)电子信息百强企业”、深圳市首批“国家级高新技术企业”、“2006-2007 年度广东省百强民营企业”和“深圳市效益百强工业企业”。

图 1：公司 2009 年主营业务收入构成（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：公司 2007-2009 年收入、营业利润表现（万元、%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

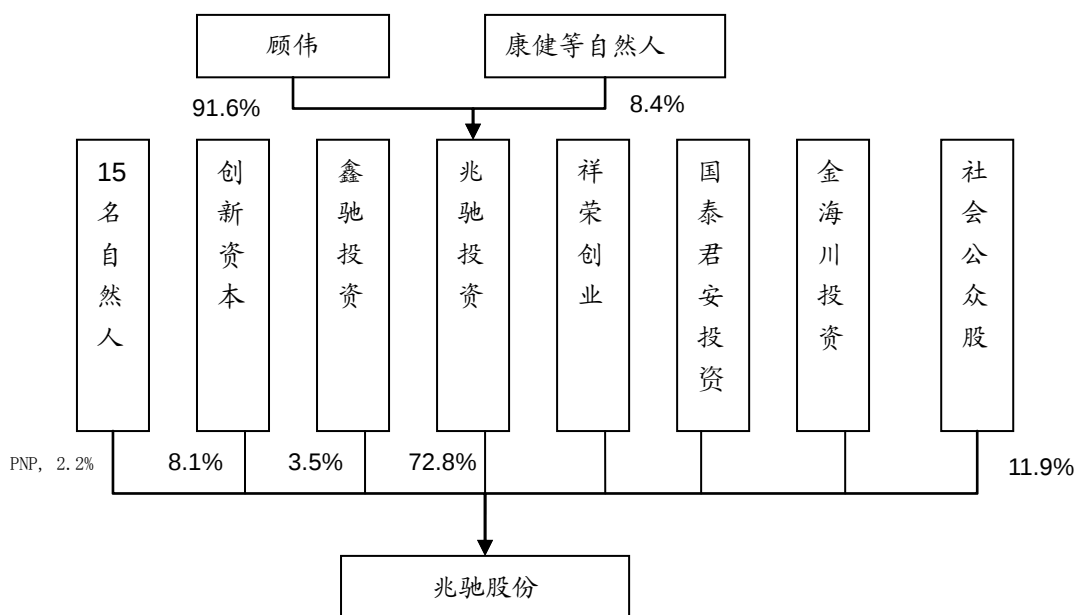
股东结构体现公司切实有效的激励机制基础

公司前身为兆驰多媒体，于 2005 年 4 月成立，2007 年改制为股份公司，经过两次增资（2007 和 2009 年）发展成为目前的兆驰股份（公司）。

从股东结构来看，兆驰投资为公司第一大股东，由公司管理层出资设立，顾伟先生持有兆驰投资 92% 的股权，现任公司董事长、总经理，是公司的实际控制人。另外鑫驰投资是由公司高级工程师、优秀业务员及中层管理人员出资设立的公司。在公司发起人当中的 15 个自然人股东当中，有 8 名目前在公司任职的高管或重要岗位人员。我们认为这样的股东结构，充分体现了公司较好的激励机制基础，通过适当的激励机制保持公司的中高层管理人员和核心开发人员、业务人员的团队稳定性。

本次公司拟发行 5600 万股，发行后总股本为 47254 万股。

图 3：公司股东结构表



资料来源：公司公开信息、国信证券经济研究所

表 6：兆驰投资股权结构

股东名称	股权比率	在公司任职职位
顾伟	91.6%	董事长、总经理
康健	3.5%	常务副总经理
全劲松	3.5%	副总经理
姚向荣	0.7%	副总经理
涂井强	0.3%	财务总监、董秘
周灿	0.2%	AV 部销售总监
陆婷	0.2%	行政人事部经理

资料来源：国信证券经济研究所整理

主要募集资金投向：兼顾产品结构优化和规模扩张

我们认为就募集资金所投入项目整体而言，有利于兼顾公司产品研发能力提升、产品结构优化和规模扩张。液晶电视在未来预期继续保持较快增长趋势，为了降低成本，产品制造外包成为更多品牌制造商的选择。数字机顶盒和蓝光视盘机项目则在扩大规模的基础上兼顾了产品结构优化和规模扩张效应。详细的相关项目行业前景分析见后文。

表 7：公司募集资金投向（万元）

序号	投资项目	投资金额	增加产能	达产年销售收入	达产年税后利润
1	高清数字液晶电视机建设项目	22,470	在原有 100 万台基础上增加 85 万台	212,500	8,626.3
2	数字机顶盒建设项目	14,500	在原有 700 万台基础上增加数字地面机顶盒 200 万台、数字卫星机顶盒 200 万台	78,400	5,324.5
3	蓝光视盘机建设项目	8,980	在原来 15 万台基础上增加 100 万台	70,000	4,125.1
4	技术中心建设项目	4,050			
	合计	50,000			

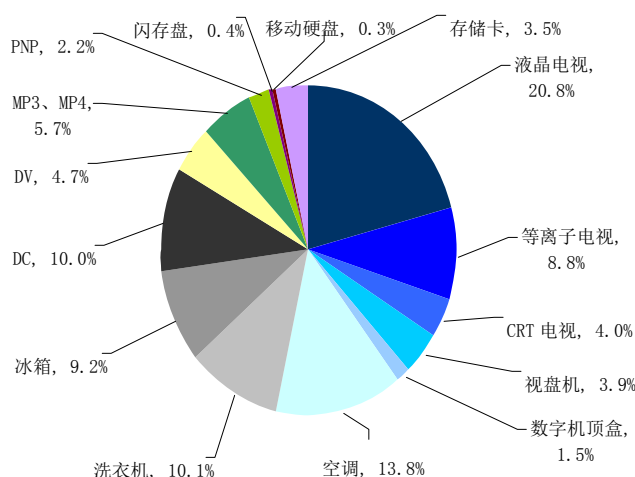
资料来源：国信证券经济研究所整理

行业需求趋向及竞争格局分析

行业持续创新空间巨大

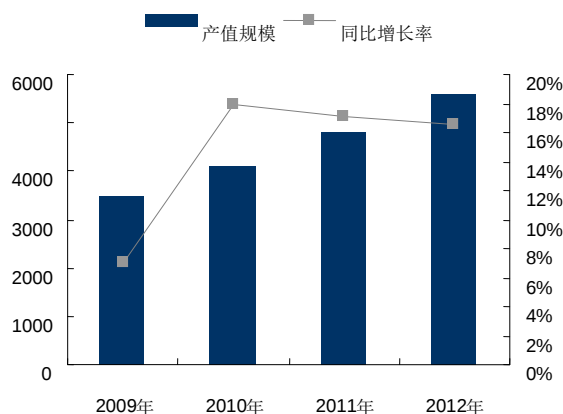
公司所属行业为消费电子行业，各种多媒体、移动、通信等技术的发展以及与内容的融合等，使得消费电子行业未来具备相当大的成长应用空间，2010 年预期全球消费类电子产品产值达到 4090 亿美元。每年一度的 CES（Consumer Electronics Show）展会上大概有 2 万款各大种类的新消费技术产品发布。公司的产品则属于消费电子产业中的家庭视听以及数码产品。

图 4：全球消费电子行业产值构成分布（%）



资料来源：赛迪顾问、国信证券经济研究所

图 5：全球消费类电子产品产值规模（亿美元）



资料来源：赛迪顾问、国信证券经济研究所

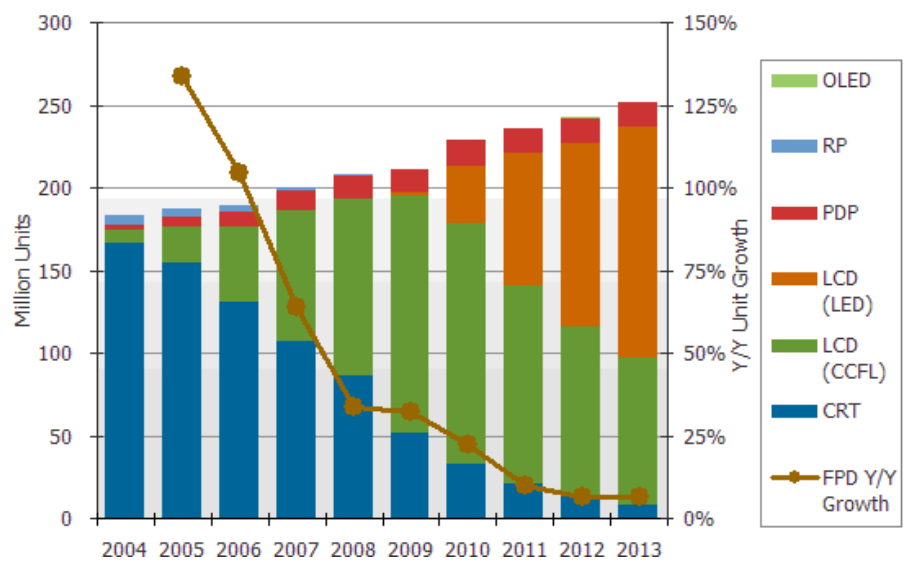
公司主要涉及家用视听电子产品，从目前以及募集资金投向都主要涉及三类产品：液晶电视、数字机顶盒和视盘机。又因为公司的经营模式是 ODM，因此我们除了对公司涉及子行业产品需求前景作详细分析外，同时也对公司 ODM 模式下的

行业成长空间进行了剖析。

液晶电视：需求持续上升、外资品牌 ODM 比率上升

2009 年，全球液晶电视销售 1.45 亿台，同比增长约 38%，同期 PDP 电视销售 1418 万台，同比下降 1.5%，CRT 电视销售 5178 万台，同比下降 41%。价格下降是 2009 年液晶电视销售快速增长的主要原因之一，2009 年液晶电视均价下滑 24%，为历年来较大幅度水平，按不同尺寸加权价格下滑 5%。

图 6：2004-2013 全球电视市场按不同技术出货量及增长率（百万台、%）



资料来源：DISPLAYSEARCH、国信证券经济研究所

首先我们比较不同技术方式电视的前景来说，液晶电视毫无疑问是超越等离子电视的，OLED 电视从当前而言还没有到产业化的阶段。并且从各主要液晶电视巨头的投资方向来说，不可能在 5 年之内很快从液晶电视大规模切换到其他显示技术，否则大量的固定资产投资等同于浪费和损失。因此液晶电视这个技术方式的产品良好趋向不需要有任何疑问。预期 2010 年液晶电视全球销量增长 21%，达到 1.7 到 1.8 亿台。

1、零部件技术升级、播放内容扩展引发液晶电视需求容量上升、更新加快

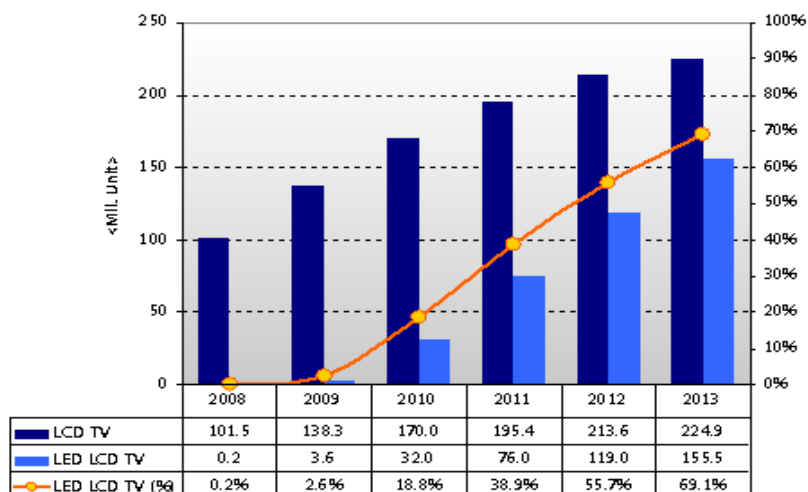
展望未来 3 年发展趋势，我们认为有更多的促发因素激发液晶电视的需求总量上升。对于中国等发展中国家而言是一个液晶替代 CRT 电视的高峰期，对于欧洲、北美、日本等液晶电视市场渗透率比较高的国家和地区而言则是有更新加快的趋势导向。

我们回顾过去历年来电视的每一次变革更新，绝大部分是由于电视的关键零部件以及显示材料出现重大突破。从 CRT 电视到液晶电视，液晶电视采用 LED 背光源等等，都是由于我们的显示器件、材料、芯片出现了新的突破。这个趋势在未来还会进一步演绎，主导因素就是 LED 背光源的使用比率快速提升。而在这个基础之上，我们认为液晶电视还有另外一个重要促发因素导致需求容量上升和更新加快，即互联网电视和 3D 电视，将从内容播放扩展的角度使得我们的消费者更换过去无法实现这些内容播放的液晶电视，至少也要增加其他的 AV 产品来使得电视播

放内容选择度更为宽泛。总结而言，我们认为未来主要的促发因素包括以下几点：

- 1、零部件的技术升级：近期以 LED 背光源激发因素为主导
- 2、内容导向的产品更新加快：互联网电视、3D 电视等
- 3、功能整合：集合蓝光 DVD 等

图 7：LED 背光的液晶电视销量比率预期（%）

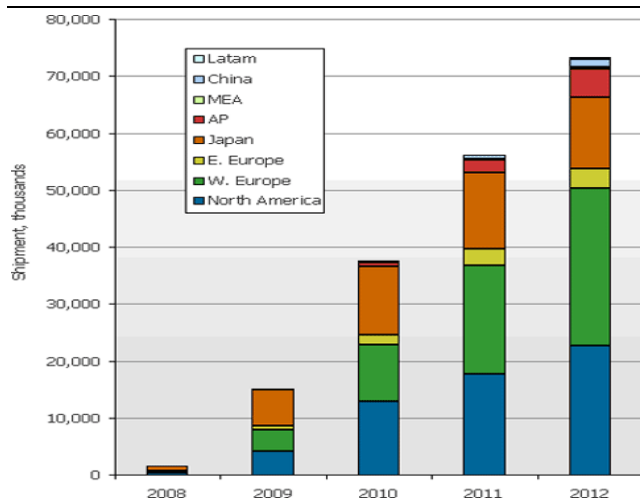


资料来源：DISPLAYSEARCH、国信证券经济研究所

即便从 2009 年来看，过去年份销售的液晶电视大部分并不具备接收互联网内容或是 3D 电视内容的功能和条件。

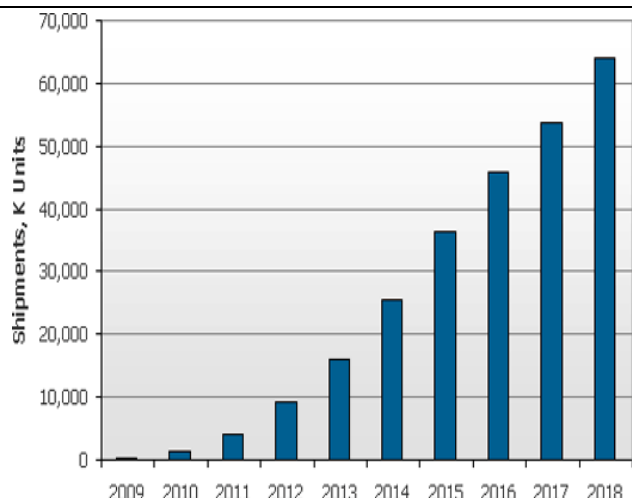
以上我们分析了液晶电视的整体需求趋势，总体而言是需求持续在 5 年内看好，且不断呈现需求层次升级的趋势。对于公司这样的 ODM 公司而言，我们认为在同类 ODM 公司当中，具备很好的上升趋势和产品整合能力。

图 8：全球互联网电视需求预期（千台）



资料来源：国信证券经济研究所

图 9：全球 3D 电视需求预期（千台）

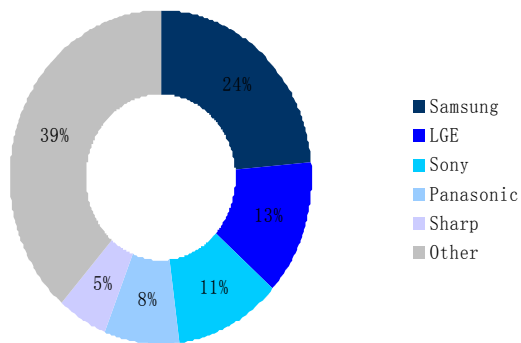


资料来源：国信证券经济研究所

2、外资甚至国内品牌寻求 ODM 比率上升

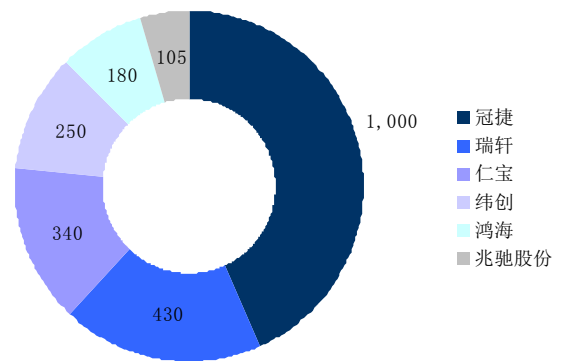
液晶电视制造发展到今天，从我们与多个公司交流的情况来说，其产品制造工艺在中国日趋成熟，国内进入大规模批量生产以及涉足上游模组制造都进入稳定成熟阶段。在这样的情况下，中国企业会如同 CRT 电视时代一样，产业的制造规模优势、控制成本能力会再一次的显现出来，而外资品牌甚至部分国内品牌会将生产制造部分外包给其他企业，以专心投入更新性产品系列研发、品牌和渠道的维护和投入。在 CRT 电视时代，全球电视近 80%是在中国制造和加工的，而液晶电视目前只有约 40%是在中国制造。从这一点来说，公司所面临的 ODM 加工制造空间还是非常可观的。

图 10：2009 年全球电视主要品牌市场占有率（%）



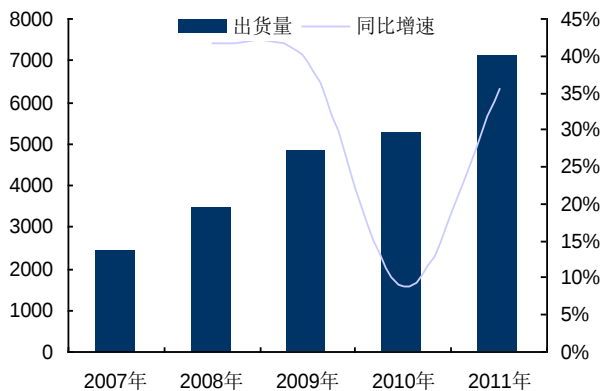
资料来源：国信证券经济研究所

图 11：09 年主要 ODM/OEM 液晶电视公司出货量分布(万台)



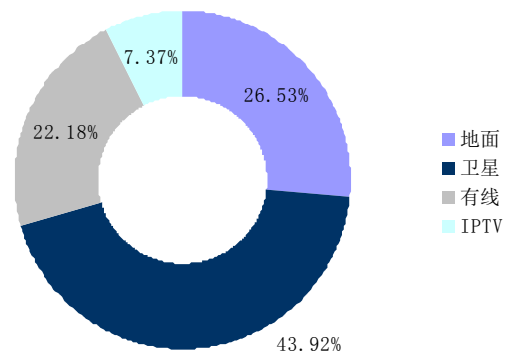
资料来源：国信证券经济研究所

图 12：全球数字地面机顶盒出货量和增长率（万台、%）



资料来源：国信证券经济研究所

图 13：2009 年全球不同类型数字机顶盒应用比率（%）



资料来源：国信证券经济研究所

从全球液晶电视的各主要品牌而言，如三星、LG、SONY 等，这些公司需要维持一定的自身制造比率来平衡成本，获得产能利用率最大化和保持品牌的基础，但也需要部分产品外包来形成补充。对于 Vizio、AOC 以及飞利浦等品牌而言，则本身就是大部分或者全部依靠外部代为制造，自身专注于渠道销售和品牌维护就可

以了,因此我们认为全球液晶电视ODM/OEM空间还会进一步加大,初步判断2010年全球品牌厂商的ODM/OEM比例将由2009年的25%提高到30%—40%。

按照行业和 ODM/OEM 加工的比率估算,我们认为2010年在液晶电视ODM/OEM加工总量将达到6000万台甚至更高,公司2009年销售液晶电视105万台,同比增长超过150%,全球市场占有率提升至0.75%,其中出口55万台,内销50万台。以公司目前较小的基数和目前的制造能力和产品开发能力推算,我们认为公司在此领域有较好的扩展空间。

数字机顶盒: 产品升级更新带动下的成长

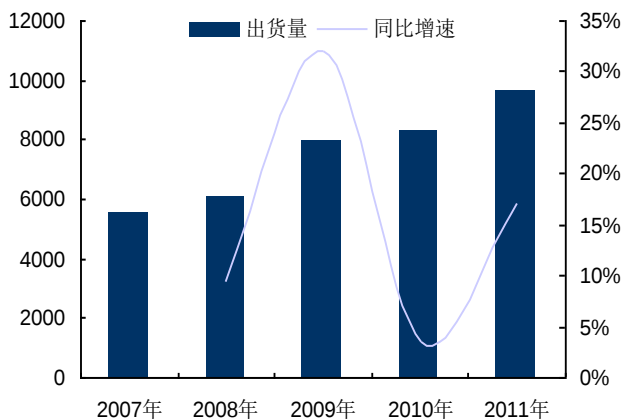
数字机顶盒按照不同输出方式的接收不同,分别为地面、卫星、有线和IPTV数字机顶盒,从目前的应用比率来说,全球主要以地面和卫星数字机顶盒为主导。公司也主要涉及这两个产品。

表 8: 部分国家电视播放模拟信号

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

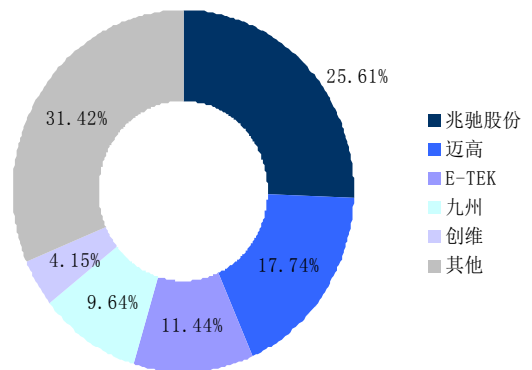
资料来源: 公开信息

图 14: 全球数字卫星机顶盒出货量和增长率(万台、%)



资料来源: 格兰研究、国信证券经济研究所

图 15: 中国数字地面机顶盒出口市场市占率分布(%)



资料来源: 格兰研究、国信证券经济研究所

全球电视传播都逐步从模拟信号转换成数字信号,按照不同国家的进程而言,未来还会有一个量的提升过程,中国目前的数字地面机顶盒大部分销售到美洲和欧

洲，未来可以预期拓展到其它国家和地区，因此从量的增长来说并不需要担忧。

机顶盒不断的产品升级会延续这个产品的生命周期、加快更换需求 标清机顶盒——高清机顶盒——互动机顶盒——收费机顶盒

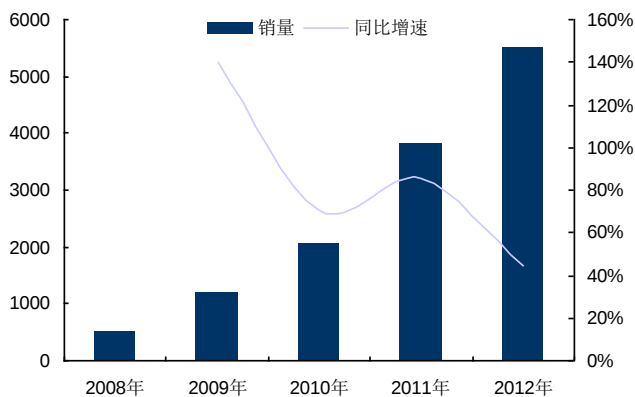
由于电视播放内容的扩展和收费形式发生变化，使得机顶盒产品并不会是在未来直接由电视机完全可以涵盖其功能的产品，目前高清机顶盒应用占比只有 5%。在这个不断升级转换的过程中，公司作为国内数字地面机顶盒出口市场中市场份额最高的企业，将获得不断的持续成长。

从创新产品推动需求的角度而言，在高清液晶电视成为市场消费主流后，必然需要有高清机顶盒和蓝光 DVD 配套，才能真正完全显示实际内容的高清播放效果。从消费者的角度而言，近两年来高清电视的发展使得电视播放高清节目源的视觉享受得到更多消费者的认可和喜爱，进而推动高清蓝光 DVD、高清机顶盒产品需求的上升。

蓝光 DVD：未来持续高成长新一代光碟播放产品

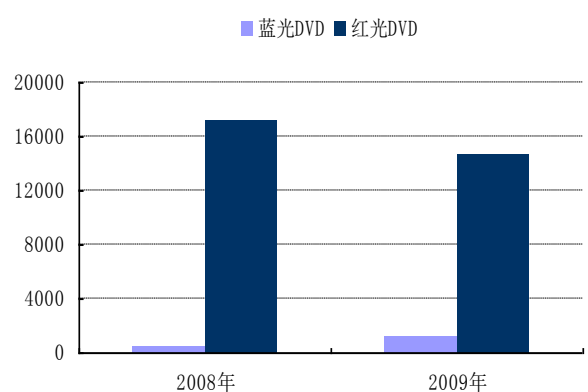
波长越短的激光，能够在一定的单位面积上读取或记录更多的信息，而蓝光 DVD 所利用的蓝光激光要比普通 DVD 所利用的红光 DVD 的波长要短很多，这就决定了蓝光 DVD 的容量要比普通 DVD 大很多。高清蓝光 DVD 从技术上而言无疑是新一代高成长的光碟播放产品。

图 16：全球蓝光 DVD 出货量预期（万台、%）



资料来源：国信证券经济研究所

图 17：红光 DVD 和蓝光 DVD 的出货量对比



资料来源：格兰研究、国信证券经济研究所

随着规模化生产的扩大，蓝光 DVD 播放机和相应的碟片价格会如同其他消费电子产品一样，成本不断下降，价格随之下降的同时带动消费比率的提升，从目前来看替代红光 DVD 的市场空间非常大。

蓝光 DVD 市场主要在日本、美国、欧洲、澳大利亚等发达地区，但随着消费潜力巨大的中国市场的需求释放，预计三年之后中国市场蓝光视盘机需求量将超过日本。

严格的专利授权管理使得蓝光 DVD 制造进入门槛上升

红光 DVD 发展到今天，国内有超过千家企业在生产，竞争非常激烈，许多公司并没有缴纳相关所需的专利费用。而蓝光 DVD 产品的授权更为严格，属于有选

择性的授权给制造商，在专利缴纳上有过不良记录的公司都不予考虑在内，同时需要缴纳一定的入门费用。这样的授权选择下，进入门槛上升，更重要的是很多有过不良记录的公司被排除在外。从目前来看，国内有 27 家企业获得该项授权，公司属于第一批授权的 11 家企业之一。

公司成长分析

突出的三大成长优势：

1、以创新产品推动市场需求、产品集成化设计优势明显

公司的产品销售以国外市场为主，其产品开发做到了能真正提供打动客户的创新产品，适应消费电子产品的快速更新换代。公司在 AV 产品上的集成化设计优势更是突出，典型的产品是集合数字电视接收、碟片播放、液晶屏显示、Ipod 功放等功能的一体化产品，获得欧美学生消费者的欢迎。新产品如：

集合蓝光 DVD 的高清数字机顶盒、集合刻录功能 DVD 的数字地面机顶盒等；

IPTV 高清数字液晶电视；

集合数字地面付费机顶盒功能的液晶电视、集合 USB 刻录功能的液晶电视；

集合 DVD 等功能的便携式电视

高清 LCD 电视+高清 DVB-S

高清 LCD 电视+高清蓝光 DVD

.....

公司以上等等差异化组合产品，使得公司获得超出同行业的利润率水平。

产品充分考虑消费电子产品的更新换代需要，机顶盒产品在 3 年时间经历了 6 代产品。

2、积累了相当的优质客户

在有效开发真正打动客户的创新产品基础上，公司不断获得客户的认同，其优质客户群体不断积累。任何一个客户认同其 ODM 加工产品通常都需要一段时间，公司已经跨越了这个过程，并且三大产品系列都获得了快速的规模增长。我们认为这样的与其优质客户的稳定合作关系也是公司较为明显的竞争优势。这其中包括了品牌制造商、零售商和经销商。

对于公司未来的客户开发导向而言，会加大开发高端客户的力度，如飞利浦、夏普等。通过与这些客户的合作，可以进一步提升产品适应国外市场需求的能力、制造工艺加快改进等。在公司规模制造、资金实力达到较好程度的基础上，公司也会选择开发超市渠道客户，推广自主品牌产品，2009 年自主品牌销售占到公司销售收入的 10%，2010 年将达到 15%-20%。在美国、德国、法国、英国已经成立了办事处，服务于客户，逐步扩大公司的自有品牌市场份额。

表 9: 公司主要客户群体

客户类型	客户名称
品牌制造商	DAEWOO(韩国大宇)
	TT(新加坡最主要的消费类电子产品制造商和贸易商, 自有品牌为 AKIRA)
	TCL(中国最大的消费类电子企业集团之一)
	PHILIPS(飞利浦, 全球最大的电子公司之一)
	SIEMENS(西门子, 全球最大的电气和电子公司之一)
	TOSHIBA(日本东芝)
经销商	SIEMSEN ELECTRONICS(全球领先的消费类电子产品经销商)
	ENGEL(西班牙著名进口商)
	ADMEA(法国著名进口商)
	TELESYSTEM ELECTRONICS(意大利著名进口商)
零售商	CARREFOUR(家乐福, 全球第二大零售集团)
	TESCO(全球三大零售企业之一)
	WORLDWIDE(西班牙最大的连锁零售商)
	KESA(欧洲第三大电子产品零售商)
	WOOLWORTHS(澳大利亚最大的连锁零售商之一)

资料来源: 国信证券经济研究所整理

3、快速反应的 ODM 模式下保持高利润率

ODM 是公司主要的销售模式, 不需要自主品牌模式下所必需的庞大销售团队、网络服务, 不容易形成由于较长帐期而导致的呆坏款, 也不需要相应的售后服务。虽然公司因此没有品牌价值, 但 ODM 模式使得公司主要按当年订单生产, 因此库存较低, 且资金周转率非常高, 相比品牌制造商, 公司的净利润率表现突出。公司已经从过往业绩表现当中, 通过较高的产品创新价值、成本控制优势, 获得了比当前上市公司有更好的净利润率实证表现。

表 10: 2008 年同类公司经营规模和净利润率比较 (亿元、%)

	收入规模	毛利率	净利润率
TCL 集团	384	15.72%	1.15%
四川湖山	11.5	4.79%	1.02%
深康佳 A	122	19.03%	2.12%
数源科技	8.5	14.87%	-1.92%
同洲电子	21	21.48%	5.35%
四川长虹	279	17.49%	0.94%
海信电器	134	17.76%	1.58%
广电信息	344	6.53%	-28.96%
平均值	145	15.99%	-1.06%
兆驰股份	18.5	10.90%	5.29%

资料来源: 公开信息、国信证券经济研究所整理

公司在原材料招标机制控制采购成本、产品零部件设计标准化、改进制造或测试工艺以降低人工成本提升生产效率等方面获得了行之有效的成果:

首先公司坚持成本控制始于标准化设计, 标准化设计可以使得成本得到最佳控制, 通用化的技术方案可以使得公司部分配件在同类产品上配套使用, 对应实现相应标准化配件在采购过程中可以做到大批量订购, 议价能力强; 如电路板设计在机顶盒产品中完全通用, 可以适用于同等类型的产品上;

互相制约、双赢的原材料招标体系, 规模化采购, 使得公司的原料成本比同行公司低 5% 左右;

完善的内部考核机制和激励机制促发员工降低成本、提升效率；提倡精干高效的管理理念，促发员工降低成本、提高效率；

提倡创新和改革的管理思路，如自主开发的行业领先的自动测试设备使得人工减少为过去的 1/3 或 1/4，提高了生产效率，降低了生产成本。

.....

我们在这里或许并不容易对公司未来进一步成本控制能力的进行描述和预期，但公司近几年来反映到财务经营业绩上的成果可以充分印证公司在成本控制上的优势。相比生产类似产品的其他上市公司而言，公司的利润率表现更为突出。

清晰的成长路径、未来保持快速增长态势

我们看到 2009 年公司主导液晶电视、机顶盒产品的收入分别同比增长 72% 和 84%，获得了快速增长趋势。其各产品的毛利率以及公司的综合净利润率表现在行业当中都是非常突出的。2008 年在经历国际金融危机带来的订单下降的情况下，收入下降幅度较小。

表 11：公司分产品收入和增速表现（万元、%）

	2009 年		2008 年		2007 年
	金额	同比增速	金额	同比增速	金额
液晶电视	143,520.61	71.94%	83,471.39	11.52%	74,848.93
数字机顶盒	116,073.21	82.41%	63,631.97	18.78%	53,570.45
视盘机	20,505.62	-8.16%	22,327.11	-40.72%	37,661.20
多媒体音响	3,372.36	-67.88%	10,498.00	-54.39%	23,015.35
刻录机	-		1,084.75	-87.31%	8,545.99
组件及材料	738.67	-82.28%	4,167.69	-27.08%	5,715.32
合计	284,210.48	53.48%	185,180.91	-8.94%	203,357.24

资料来源：公开信息、国信证券经济研究所整理

我们从前面对各子行业的发展趋势分析、公司成长优势分析可以发现，公司各类产品成长空间从销量或是更新换代均有较好前景。从公司层面而言，已经对未来有较好的产品开发储备，客户开发在具备更好的规模和资金实力情况下选择性更为主动。我们结合实际的各产品销售数据预期测算，判断公司未来 3 年保持 30% 或更高一些的成长性。

表 12：公司分产品盈利能力及综合毛利率、净利润率表现（%）

	2009 年	2008 年	2007 年
液晶电视毛利率	9.76%	9.72%	8.00%
机顶盒毛利率	17.00%	13.39%	14.32%
视盘机毛利率	8.99%	7.31%	9.14%
多媒体音箱毛利率	15.68%	15.05%	18.55%
综合毛利率	12.73%	10.90%	11.21%
三项费用率	2.92%	4.79%	3.64%
净利润率	8.78%	5.25%	7.06%

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

依托创新产品上的技术积累基础，我们认为公司在高清机顶盒、蓝光 DVD 产品上将获得快速成长，同时在液晶电视委外市场中获得更好的市场占有率表现。

从我们与公司沟通的情况而言，2010 年 1 季度继续保持订单饱满状态，对产品和盈利的成长目标路径非常清晰。管理团队稳定、行业经验丰富、对未来成长能够充满信心。

不断培育新的增长亮点：电子书

公司的募集资金项目投产后规模将有进一步的扩大,但从近期公司最新的销售和成长来看,很可能还不能满足公司的发展需要,公司会考虑适时用自有资金进一步投入扩大创新产品的产销规模。除了我们募集资金项目所列的产品外,公司目前已经开始对电子书产品进行研发投入和制造,主要是以 ODM 模式制造电子书、与上游内容环节进行合作的模式进行经营,预期 2010 年会产生近 5000 万元的销售收入,成为公司又一个新的增长点。

2010 年预期全球电子书市场规模达到 930 万台,2011 和 2012 年达到 1600 万台和 2300 万台的需求规模。2010 年中国市场需求将达到近 300 万台。公司在电子书这样一个新的消费电子产品上,很快紧贴市场需求进行了较好的产品开发,2010 年即获得订单收入,且预期未来有进一步快速增长。

募集资金项目分析

项目预期完成后将增加液晶电视产能 85 万台,机顶盒产能 400 万台和蓝光视盘机产能 100 万台。募集资金项目并不是在原来基础上简单的复制性产能扩大,而是充分考虑更新换代产品,包括高清数字机顶盒、蓝光视盘机、移动电视等等。公司资金实力的扩充也有利于其研发能力、客户拓展能力、抗风险能力的提升。结合我们前期对各子行业的趋势分析,我们认为公司募集资金项目利用合理有效。

表 13: 公司募集资金投向 (万元)

序号	投资项目	投资金额	增加产能	达产年销售收入	达产年税后利润
1	高清数字液晶电视机建设项目	22,470	在原有 100 万台基础上增加 85 万台	212,500	8,626.3
2	数字机顶盒建设项目	14,500	在原有 700 万台基础上增加数字地面机顶盒 200 万台、数字卫星机顶盒 200 万台	78,400	5,324.5
3	蓝光视盘机建设项目	8,980	在原有 15 万台基础上增加 100 万台	70,000	4,125.1
4	技术中心建设项目	4,050			
	合计	50,000			

资料来源: 国信证券经济研究所整理

高清液晶电视项目

公司从 2007 年起开始批量生产液晶电视,2007 年出口液晶电视 37 万台,占全国出口总量的 1.66%,全球市场占有率 0.56%;2008 年销售液晶电视 40 万台,全球市场占有率 0.44%,其中出口 27.4 万台,内销 12.6 万台;2009 年销售液晶电视 105 万台,同比增长超过 150%,全球市场占有率提升至 0.75%,其中出口 55 万台,内销 50 万台,内销订单当前来自于 TCL 及其旗下品牌乐华。

全球前十大电视品牌制造商中,Vizio 采用 100%委托制造策略,Philips 约有 62%的比率为委托制造,按照我们前面对行业的分析,行业委托制造比率将由 2009 年的 25%提升到 2010 年的近 40%,给公司带来较大的需求空间。液晶电视生产需要一定的规模效应,形成对上游原材料较好的议价能力。公司也可达到给客户同时提供各类 AV 产品以及液晶电视产品的组合,能够具备更好的获取订单能力和规模效应。公司在液晶电视产品上已经具备较好的应用开发能力,包括 LED 背光液晶电视、3D 电视、集合蓝光 DVD 的高清液晶电视等。公司已经对该项目进行了投入,将有助于提升公司的制造规模效应和获取订单能力。

数字机顶盒项目

我们前面分析认为机顶盒不断的产品升级延续了这个产品的生命周期,目前机顶盒的应用比率中,高清机顶盒的比率只有 5%。高清液晶电视的大范围应用以及高清节目内容的不断增加必然推动高清机顶盒对标清机顶盒的使用比率。公司已经在高清机顶盒上形成批量开发销售能力,在收费机顶盒产品上也将在 2010 年获得订单。这些产品的毛利率比起标清机顶盒产品有很大程度的提高。

我们预期公司 2010 年将继续在标清机顶盒获得销售规模进一步约 50% 的销售规模上升的同时,高清机顶盒销售将达到约 200 万台的规模,也将成为 2011、2012 年公司机顶盒业务高增长的主要推动力,分享行业高清机顶盒需求快速增长的收益。收费机顶盒也将在 2010 年有订单突破。

蓝光视盘机

无论从技术角度还是内容制作的标准采用上,蓝光 DVD 都已经毫无疑问成为新一代光碟播放产品。2009 年前三季度,美国、日本及欧洲的蓝光光盘销量同比分别增长了 183%、180% 和 200%,美国 2009 年前三季度蓝光视盘机总销量为 330 万台,同比增长了 83%,共有 1,170 万美国家庭拥有了蓝光播放设备。蓝光 DVD 在 2010 年单价将下降到 100 美元,将逐步为大部分普通家庭所接受。

公司是国内为数不多的蓝光专利授权制造商之一,在产品开发、制造认可方面已经有了较好的积累。我们预期公司 2010 年将销售蓝光 DVD 近 50 万台,同比 2009 年 10 万台大幅度增长,且 2011、2012 年继续呈现 100% 的增长幅度。成为公司很好的利润增长亮点。

在普通 DVD 产品上,我们预期由于蓝光 DVD 的替代作用,需求逐步下降,预期公司 2010 年保持 2009 年的销售水平,单价略有下滑,2011、2012 年则有小销量下降预期,这主要是行业需求转向蓝光 DVD 的原因。

技术中心

公司为消费电子行业企业,在这个行业当中,不断有由于新技术推动的新产品出现,因此保持很好的产品开发能力、紧跟全球消费导向的能力是非常关键的。对技术中心的投入将增加公司的研发能力,有利于公司的长期持续性成长。

我们对公司主导三类产品的销量预期见下表,产品结构的优化将成为公司未来成长的亮点,高清机顶盒、蓝光 DVD 的快速成长将给公司贡献收入增加的同时,很好的提升毛利率水平,详细预期见公司盈利预测部分。

表 14: 公司分产品销量预期 (万台)

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E
液晶电视	37	40	105	191	370
机顶盒	317	420	895	1520	1460
其中: 高清机顶盒			50	200	500
视盘机	281	159	139	180	195
其中: 蓝光 DVD			10	50	100

资料来源: 国信证券经济研究所整理

公司盈利预测

假设条件:

1、销量预期见上页的表 14, 收入预期见下表 16

2、预期费用支出比率保持平稳

3、所得税率按 15% 计算

4、汇率波动风险, 人民币预期升值幅度相比 07 和 08 年会更为缓和, 因此影响幅度不会大于过去年份。并且公司在订单上会采取一些如锁定汇率等方法来降低损失

最后的详细盈利预测表见附表。

表 15: 2007-2009 年公司的因汇率波动所受的影响 (万元)

项目	2009 年	2008 年	2007 年
汇兑损失	179.30	1,186.37	1,211.65
利润总额	27,657.87	10,835.69	15,700.53
汇兑损失占利润总额比例	0.65%	10.95%	7.72%

表 16: 公司主要产品销量、收入及毛利预期 (台、万元、%)

项目		2009 年	2010 年预测	2011 年预测	2012 年预测
LCD	销售收入	143,520.61	258,232.00	495,430.00	649,740.00
	数量 (万台)	105	191	370	490
	毛利	13,921.00	27,114.36	49,543.00	55,227.90
	毛利率	9.7%	10.5%	10.0%	8.5%
DVB	销售收入	116,073.21	213,030.00	240,641.00	320,844.00
	数量 (万台)	895	1,520	1,460	1,760
	毛利	19,731.00	43,636.00	52,226.30	73,796.32
	毛利率	17.0%	20.5%	21.7%	23.0%
DVD	销售收入	20,505.62	38,043.10	53,069.10	114,948.90
	数量 (万台)	139	180	195	330
	毛利	1,833.97	4,843.84	6,741.21	13,793.87
	毛利率	9.0%	12.7%	12.7%	12.0%
电子书	销售收入	0.00	5000.00	23760.00	39204.00
	数量 (万台)	0.00	2.50	12.00	20.00
	毛利	0.00	1000.00	4039.20	5880.60
	毛利率	0.0%	20.0%	17.0%	15.0%
合计	销售收入	280,099.44	514,305.10	812,900.10	1,124,736.90
	数量 (万台)	1,139.00	1,893.50	2,037.00	2,600.00
	毛利	35,485.97	76,594.20	112,549.71	148,698.69
	毛利率	12.7%	14.9%	13.8%	13.2%

资料来源: 公司调研、国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	533	695	834	1197	营业收入	2842	5143	8129	11247
应收款项	230	493	779	1079	营业成本	2480	4377	7004	9760
存货净额	364	658	1053	1467	营业税金及附加	3	5	8	11
其他流动资产	14	21	33	45	销售费用	48	87	138	191
流动资产合计	1142	1867	2700	3787	管理费用	30	53	83	114
固定资产	113	193	413	569	财务费用	5	(6)	(8)	(14)
无形资产及其他	50	49	48	47	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	7	7	7	7	资产减值及公允价值变动	(3)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1311	2116	3167	4410	营业利润	273	623	901	1181
短期借款及交易性金融负债	141	200	200	200	营业外净收支	4	3	3	3
应付款项	471	838	1340	1867	利润总额	277	626	904	1184
其他流动负债	11	18	29	40	所得税费用	27	94	136	178
流动负债合计	623	1056	1569	2107	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	250	532	768	1007
其他长期负债	3	3	3	3					
长期负债合计	3	3	3	3					
负债合计	626	1058	1572	2110					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益	685	1057	1595	2300					
负债和股东权益总计	1311	2116	3167	4410					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	250	532	768	1007
资产减值准备	(0)	2	4	4
折旧摊销	8	16	26	38
公允价值变动损失	3	3	3	3
财务费用	5	(6)	(8)	(14)
营运资本变动	(20)	(188)	(176)	(183)
其它	0	(2)	(4)	(4)
经营活动现金流	241	363	621	865
资本开支	(40)	(101)	(251)	(201)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(40)	(101)	(251)	(201)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(40)	(160)	(231)	(302)
其它融资现金流	40	59	0	0
融资活动现金流	(41)	(101)	(231)	(302)
现金净变动	160	161	140	362
货币资金的期初余额	374	533	695	834
货币资金的期末余额	533	695	834	1197
企业自由现金流	202	254	360	649
权益自由现金流	242	318	367	661

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.53	1.13	1.63	2.13
每股红利	0.09	0.34	0.49	0.64
每股净资产	1.45	2.24	3.38	4.87
ROIC	35%	53%	56%	58%
ROE	36%	50%	48%	44%
毛利率	12.73%	14.89%	13.85%	13.22%
EBIT Margin	10%	12%	11%	10%
EBITDA Margin	10%	12%	11%	11%
收入增长	53%	81%	58%	38%
净利润增长率	155%	113%	44%	31%
资产负债率	48%	50%	50%	48%
息率	0.2%	0.9%	1.4%	1.8%
P/E	68.2	32.0	22.1	16.9
P/B	24.8	16.1	10.7	7.4
EV/EBITDA	61.0	28.4	20.2	15.8

资料来源：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	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	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	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

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。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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-82254205
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	高 宇	0755-82133528
陈 健	010-66215566			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-82254210
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	彭怡萍	0755-82133528	戴 军	0755-82133129
阳 瑾	0755-82131822	刘舒宇	0755-82131822	秦国文	0755-82133528
周 琦	0755-82131822	康 亢	010-66026337	林晓明	021-60933154
赵学昂	0755-82131822			赵斯尘	021-60875174
				程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林 莉	0755- 82133197		郑 毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦 骥	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘 墨	0755-82133456		刘 塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@ guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				