

兆驰股份 (002429.sz)

增长不乏亮点

袁浩然 首席分析师

电话: 0755-82784042

eMail: yhr@gf.com.cn

执业编号: S0260511030001

整体经营情况良好, 下一阶段增长有望超预期

1-3 季度, 公司实现总收入 28.4 亿元, 同比增 37%, 净利润 2.6 亿元, 同比增 6.9%。其中, 三季度实现总收入 12.8 亿元, 同比增 54.6%, 净利润 1.1 亿元, 同比增 17%。四季度公司订单饱满, 增长有望超预期。

传统业务平稳增长

公司目前主要收入来自三块传统业务, 液晶电视、数字电视地面机顶盒以及视盘机。其中, 液晶电视和数字机顶盒收入占比在 90%以上, 2011 年上半年, 液晶电视增长迅猛, 实现 71%收入增长。

围绕液晶电视, 集成机顶盒、视盘机的一体机将成为未来发展方向。根据第三方预测, 未来 5 年, 全球液晶电视外包行业规模保持年复合增长 14%左右。公司在技术创新、成本控制、工艺流程优化等方面, 有较强积累, 随着产能释放后, 能够抢得先机, 扩大市场份额。

LED 项目开启新增长点

公司抓住 LED 节能照明市场需求释放, 结合自身技术和销售模式特点, 切入 LED 产业链, 生产的 LED 照明产品扩充现有产品线, 同时也延展液晶电视上游链。目前电视背光所使用的 LED 灯珠月产能超过 1 亿颗, 背光模组月产能 50 万片, 有效降低液晶电视制造成本, 能够节省约 30%采购成本。同时, 灯具产品已完成 10 个系列, 100 多个种类的新品设计。未来, 节能照明将成为公司重要的利润增长点。

盈利预测及估值

综合考虑, 预计公司 11/12/13 年 EPS 分别为 0.54/0.67/0.82 元, 按照 11 年 16 倍估值, 公司 6-12 月合理价格 8.64 元, 给予持有评级。

风险提示: 海外经济低迷, 影响家电出口。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2842.10	3018.63	4278.12	5181.10	5888.96
增长率(%)	53.47%	6.21%	41.72%	21.11%	13.66%
EBITDA(百万元)	289.65	413.83	441.24	521.86	642.65
净利润(百万元)	250.57	343.03	385.23	472.40	581.81
增长率(%)	155.01%	36.90%	12.30%	22.63%	23.16%
每股收益(元)	0.60	0.73	0.54	0.67	0.82
市盈率	0.00	36.59	14.55	11.87	9.64
市净率	0.00	4.71	1.84	1.59	1.37
EV/EBITDA	-1.35	25.88	7.27	5.52	3.68

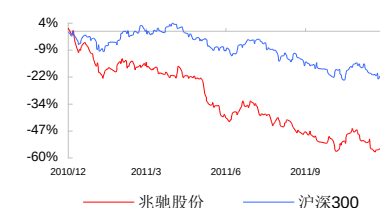
数据来源: 深圳市兆驰股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格	7.59 元
合理价值	8.64 元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-24.70	-22.71	-74.02
沪深 300	-12.83	-12.28	-26.67

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

708/233

主要股东:

新疆兆驰股权投资合伙企业(有限合伙)

主要股东持股比例 64.19%

流通 A 股比例 32.91%

财务比率

ROE 12.88%

ROA 15.40%

资产负债率 15.35%

2010 年报数据

目录索引

一、整体经营情况良好，下一阶段增长有望超预期.....	3
二、传统业务平稳增长.....	3
三、LED 项目开启新增长点	5

图表索引

图 1：分产品收入（单位：亿元）	3
图 2：全球平板电脑出货量预测（单位：千台）	4
图 3：全球彩电外包生产占比（单位：%）	4

一、整体经营情况良好，下一阶段增长有望超预期

上半年，公司整体实现收入15.7亿元，同比增长25.7%，实现净利润1.5亿元，基本与前期持平。1-3季度，总收入28.4亿元，同比增37%，净利润2.6亿元，同比增6.9%。其中，三季度实现总收入12.8亿元，同比增54.6%，净利润1.1亿元，同比增17%。

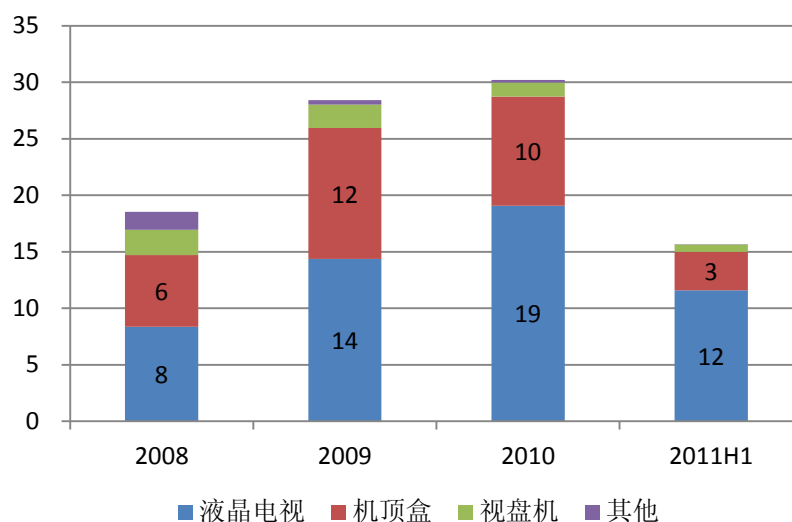
整体增长态势良好，主要产品以ODM代工为主。欧债危机影响下，海外主要电视机品牌厂商出现不同程度的负增长以及亏损，在成本压力下，加大外包比例，订单更多向中国、台湾等地区转移。对OEM/ODM企业带来两方面影响：1，收入较大幅度增长；2，盈利水平有所下滑，但净利润仍实现同比增长。四季度公司订单饱满，单月收入达历史高点，四季度收入增长有望超预期。

展望下一阶段，未来公司增长主要来自1）液晶电视一体机的量产，带来收入增长和毛利率提升；2）加大公司付费数字机顶盒与国外运营商的合作，IP机顶盒及IP数字电视机销量增加；3）公司在LED领域寻求投资新亮点，完善产业链同时，培养新的利润增长点，预计明年开始贡献利润。4）未来在新工业园建设完成后，物流成本降低，运营效率提升，将实现利润与收入同步增长。

二、传统业务平稳增长

公司目前主要收入来自三块传统业务，液晶电视、数字电视地面机顶盒以及视盘机。其中，液晶电视和数字机顶盒收入占比在90%以上。

图 1：分产品收入（单位：亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

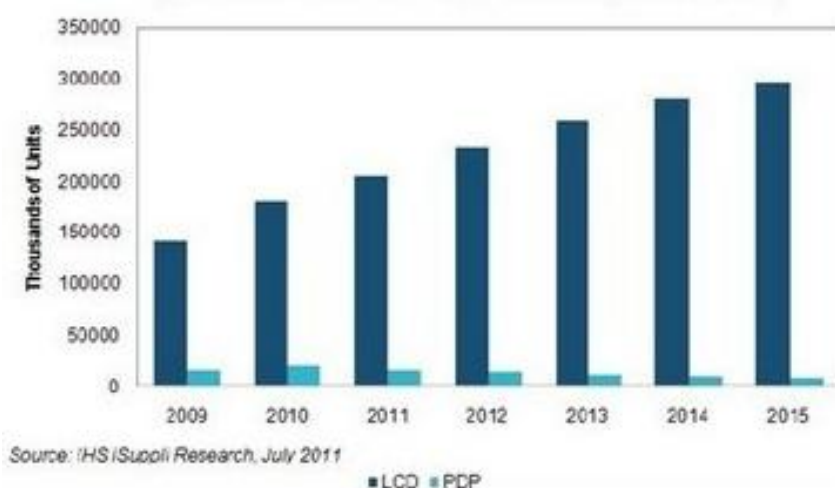
2011年上半年，液晶电视增长迅猛，实现71%收入增长，主要源自国内品牌厂商订单的增加。机顶盒业务受出口销量减少，收入出现一定下滑，同比减少31%，视盘机略有增长，同比增8%。三季度收入大幅增长也主要由于公司液晶电视ODM订单的大幅提升。

从发展方向上看，围绕液晶电视，集成机顶盒、视盘机的一体机将成为未来发展方向，未来规划液晶电视收入占比50%左右。

1. 液晶电视外包行业规模稳步增长。

2010年，随着液晶面板向电视普及，液晶电视替代CRT电视已成为不可逆转的趋势。根据IHS iSuppli研究，从2010到2015年，液晶电视出货量年复合增长率在10.6%左右。

图 2：全球平板电脑出货量预测（单位：千台）

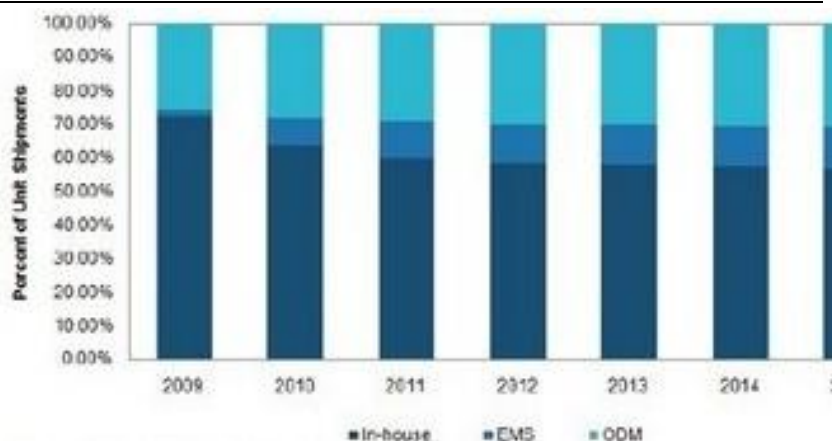


数据来源：IHS iSuppli，广发证券发展研究中心

受多种因素影响，全球经济增长放缓。许多处境不佳的日本品牌厂商，包括索尼、夏普和松下等，可能进一步增加外包比例。

根据IHS iSuppli 测算，2010年液晶电视外包生产所占份额将从2009年的27.5%上升到35.1%。给OEM或ODM制造商带来规模的增长。预计未来五年，全球液晶电视外包销量年复合增长率14%左右。

图 3：全球彩电外包生产占比（单位：%）



数据来源：IHS iSuppli，广发证券发展研究中心

2. 研发创新，发挥竞争优势。

公司在技术创新、成本控制、工艺流程优化等方面，有较强积累。在业内享有较高声誉，外包市场的扩大，有利于公司抢占先机，扩大市场份额。

2.1 技术领先

公司围绕液晶电视，发展数字机顶盒和蓝光视盘机，形成传统业务三驾马车，在技术集成、研发和创新上走在行业前列。

2011年初，公司新成立照明公司，通过自主研发自主封装生产的LED光源应用于液晶电视背光模组并实现批量出货。目前已有20条封装线投入使用，背光模组整体性能指标明显领先业界标准。通过模组自制，极大的节约了成本，提升了液晶电视业务运营效率。未来随着面板生产向国内转移，面板价格不断下滑，对公司控制成本，提升效率形成利好。

2.2 成本领先

公司执行严格的采购成本控制和制造成本控制。通过标准化采购，外购零部件种类由1万减至3千；模块化生产，首创全球自动化测试设备，测试人员由156人减至26人，升生产效率大幅提升。

此外，公司新业务LED背光模组实现自供后，能够节省约30%采购成本。

2.3 产能释放

公司目前订单饱满，年初新增工业基地松岗、光明基地，预计明年初达产，部分缓解目前产能瓶颈问题，预计达产后产值规模增加4亿元左右。

从布局看，深圳地区四个工业基地中福永，沙井，松岗，光明地理位置分散，物流成本较高。公司新开工龙岗工业园，占地15万平方米，厂房面积：47.6万平方米，是现有产能的将近4倍。新工业园建成后，四个工业基地将会全部集中起来，解决工厂分散问题，预计能够节省物流成本4000万左右，大大提升运营效率。预计龙岗工业基地2013年建成达产。

三、LED项目开启新增长点

公司抓住LED节能照明市场需求释放，结合自身技术和销售模式特点，切入LED产业链。2011年初，公司成立了全资子公司“深圳市兆驰节能照明有限公司”，所生产的LED照明产品扩充现有产品线，同时也延展液晶电视上游链。目前已完成20条封装线、3条节能照明总装线，4条节能照明SMT线的安装和调试，并批量运行。

产品研发上，电视背光所使用的灯珠3020型号、5730型号以及4014型号已实现量产，LED灯珠月产能超过1亿颗，背光模组月产能50万片，有效降低液晶电视制造成本，贡献利润3000至4000万。

照明用的系列产品：3528型号、5050型号、3014型号、5730型号、大功率1瓦和3瓦，进入量产销售。灯具产品设计出品了10个系列，100多个种类的新品。目前已开始为欧普以及日资企业做代工。未来，公司计划加大家用以及商用灯具的开发和生产，并逐步介入室外照明产品。预计明年节能照明将成为公司新的利润增长点。

风险提示

海外经济低迷，影响家电出口

资产负债表

单位：百万元

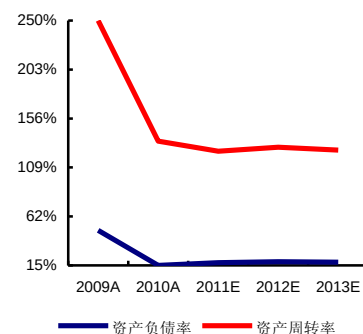
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,171	2,970	3,546	4,181	4,863
货币资金	533	1,842	2,399	2,725	3,241
应收及预付	269	538	537	684	765
存货	364	575	609	773	857
其他流动资产	3	16	0	0	0
非流动资产	173	175	165	161	158
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	113	115	117	115	113
在建工程	0	0	1	1	1
无形资产	52	50	47	45	43
其他长期资产	9	10	0	0	0
资产总计	1,344	3,145	3,711	4,343	5,021
流动负债	628	450	663	823	919
短期借款	141	0	0	0	0
应付及预收	486	450	663	823	919
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	30	33	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	30	33	0	0	0
负债合计	658	483	663	823	919
股本	417	473	709	709	709
资本公积	15	1,592	1,592	1,592	1,592
留存收益	254	597	746	1,219	1,801
归属母公司股东权益	686	2,662	3,047	3,520	4,102
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,344	3,145	3,711	4,343	5,021

利润表

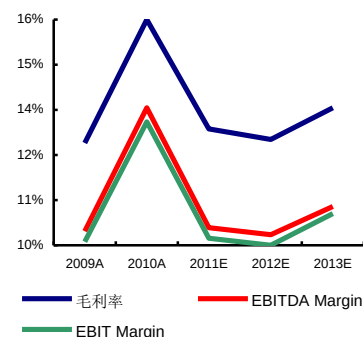
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2842	3019	4278	5181	5889
营业成本	2480	2531	3718	4519	5085
营业税金及附加	3	1	4	4	5
销售费用	48	44	72	83	95
管理费用	30	41	55	66	76
财务费用	4	-10	-33	-41	-45
资产减值损失	3	15	21	6	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	273	396	442	544	671
营业外收入	5	5	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	278	401	446	549	675
所得税	27	58	61	77	94
净利润	251	343	385	472	582
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	251	343	385	472	582
EBITDA	290	414	441	522	643
EPS (元)	0.60	0.73	0.54	0.67	0.82

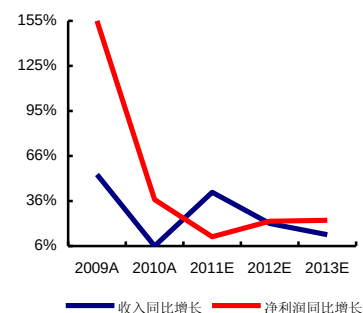
资产负债率趋势



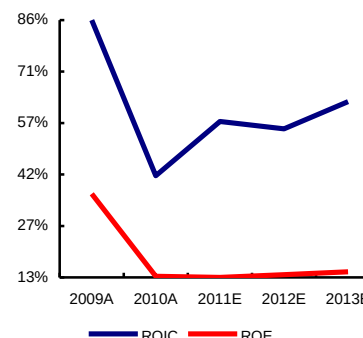
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

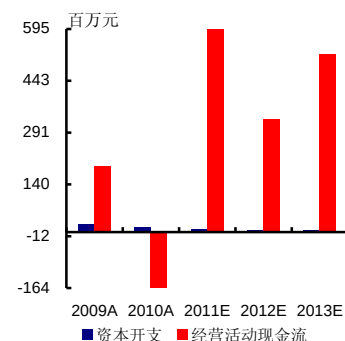
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	192	-164	595	329	522
净利润	250	343	385	472	582
折旧摊销	9	13	12	13	14
营运资金变动	-69	-526	175	-157	-72
其它	3	6	24	1	-2
投资活动现金流	-186	-1,254	-7	-4	-5
资本支出	-23	-15	-7	-4	-5
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-163	-1,239	0	0	0
筹资活动现金流	-6	1,478	-31	0	0
银行借款	259	29	0	0	0
债券融资	-217	-171	-31	0	0
股权融资	0	1,680	0	0	0
其他	-48	-61	0	0	0
现金净增加额	1	59	558	325	516
期初现金余额	374	533	1,842	2,399	2,725
期末现金余额	374	593	2,399	2,725	3,241

主要财务比率

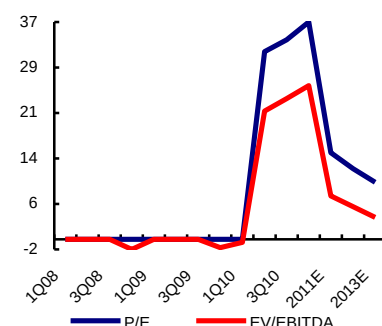
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	53.5%	6.2%	41.7%	21.1%	13.7%
营业利润	152.7%	44.8%	11.6%	23.2%	23.3%
归属于母公司净利润	155.0%	36.9%	12.3%	22.6%	23.2%
获利能力					
毛利率	12.7%	16.2%	13.1%	12.8%	13.7%
净利率	8.8%	11.4%	9.0%	9.1%	9.9%
ROE	36.5%	12.9%	12.6%	13.4%	14.2%
ROIC	86.2%	41.7%	57.2%	55.1%	62.9%
偿债能力					
资产负债率	49.0%	15.3%	17.9%	18.9%	18.3%
净负债比率	-57.2%	-69.2%	-78.7%	-77.4%	-79.0%
流动比率	1.86	6.60	5.35	5.08	5.29
速动比率	1.27	5.17	4.31	4.02	4.24
营运能力					
总资产周转率	2.50	1.34	1.25	1.29	1.26
应收账款周转率	16.78	9.48	11.09	10.49	10.68
存货周转率	8.30	5.39	6.10	5.85	5.93
每股指标 (元)					
每股收益	0.60	0.73	0.54	0.67	0.82
每股经营现金流	0.46	-0.35	0.84	0.46	0.74
每股净资产	1.65	5.63	4.30	4.97	5.79
估值比率					
P/E	0.0	36.6	14.6	11.9	9.6
P/B	0.0	4.7	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	-1.4	25.9	7.3	5.5	3.7

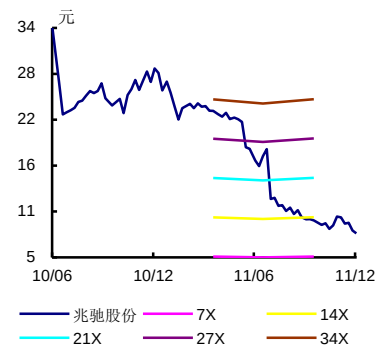
资本支出与经营活动现金流



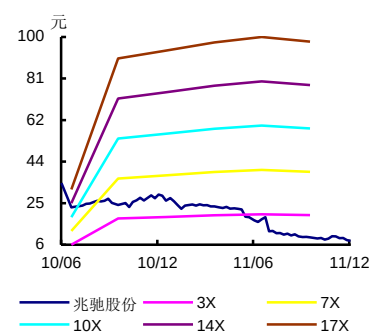
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发家电行业研究小组

袁浩然，分析师，复旦大学金融学硕士，CPA，3 年会计师事务所审计工作经验，3 年家电行业工作经验，4 年证券从业经历。2008 年、2010 年获得新财富评选最佳分析师第 5 名，2011 年进入广发证券发展研究中心。

郝雪梅，研究助理，南京大学管理学硕士，2010 年天眼耐用消费品最佳分析师，2010 年新财富最佳分析师评选入围（团队），2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：hxm5@gf.com.cn，0755-23953620。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。