

## 创维数字 (000810.SZ) 视听器材行业

评级: 买入 维持评级

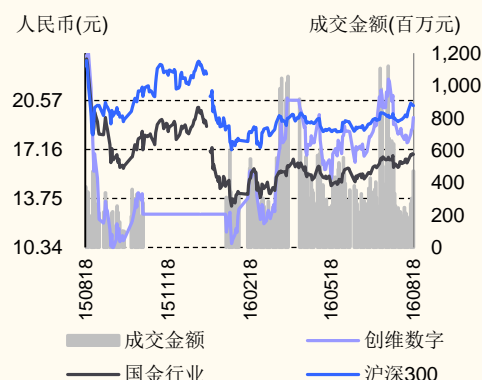
公司点评

市场价格 (人民币): 19.40 元  
 目标价格 (人民币): 22.51-23.04 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 259.33      |
| 总市值(百万元)       | 19,370.96   |
| 年内股价最高最低(元)    | 23.86/10.34 |
| 沪深 300 指数      | 3364.49     |
| 深证成指           | 10879.20    |



## 相关报告

1. 《创维腾讯强强联合, miniStation 预约超 10 万台-创维...》, 2016.7.18
2. 《纵向横向发展得利, 关注下周 miniStation 发布-创维数...》, 2016.7.11
3. 《合纵连横, “软”“硬”兼施-创维数字公司研究》, 2016.7.5

魏立 分析师 SAC 执业编号: S1130516010008  
 (8621)60230244  
 weilil@gjzq.com.cn

孙静佳 联系人  
 (8621)60230218  
 sunjj@gjzq.com.cn

## 中期业绩大幅增长符合预期, 未来主营+转型布局动力十足

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2014      | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.775     | 0.416  | 0.517  | 0.639  | 0.727  |
| 每股净资产(元)    | 3.98      | 2.31   | 3.00   | 3.44   | 3.93   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.43      | 0.44   | 0.29   | 0.14   | 0.40   |
| 市盈率(倍)      | 21.04     | 30.45  | 37.53  | 30.36  | 26.68  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 30.25     | 49.44  | 45.06  | 45.06  | 45.06  |
| 净利润增长率(%)   | 10297.15% | 7.40%  | 24.21% | 23.64% | 13.80% |
| 净资产收益率(%)   | 19.46%    | 18.05% | 16.63% | 17.95% | 17.87% |
| 总股本(百万股)    | 499.25    | 998.50 | 998.50 | 998.50 | 998.50 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 创维数字今日披露中期业绩, 公司 2016H1 实现营收 30.74 亿元, +39.6%YoY; 实现归母净利润 2.69 亿元, +64.3%YoY; 扣非后归母净利润 +72.5%YoY; 每股收益 0.27 元。对应 2016Q2 营收 14.09 亿元, +19.2%YoY; 归母净利润 1.21 亿元, +40.8%YoY。

## 经营分析

- 海内外机顶盒齐发力, 拉动收入端增长。公司上半年收入端增长, 主要源于公司机顶盒相关业务的持续深化: 1、国内 OTT 智能终端实现放量销售, 同比增速高达 184.61%。其中 OTT 线上渠道收入同比大增 351.94%, 上半年销量挺进京东前三、天猫前八, 上升势头强劲。2、公司与电信运营商合作加深, IPTV 机顶盒及相关运营业务收入同比增长 67.64%。3、海外业务板块实现销售收入 12.87 亿元 (其中 Strong 集团实现 4.89 亿元), 同比增长 169.62%, 主要源自印度、南非等区域订单交付大幅增长, 以及法国数字电视政策实施拉动当地需求。
- 盈利能力稳中有升, 业绩增速抢眼。2016 上半年, 公司实现毛利率 21.96%, 并表后同比 +3.33ppt; 归母净利率 8.77%, 并表后同比 +0.76ppt。公司盈利能力实现小幅提升, 主要得益于液晶器件业务成本下降、毛利提升 (液晶加工 +8.42ppt, 液晶模组 +3.20ppt), 另外主营机顶盒业务毛利率稳中有升 (+0.58ppt)。公司净利率增幅低于毛利率, 主要由于 Strong 并表增加销售、管理费用率。上半年公司剔除液晶器件后营收、归母净利润同比增长 75.54% 和 70.78%, 营收情况好于并表后。液晶器件上半年营收、净利分别 -50.33%YoY 和 +0.85%YoY, 营收下滑主要受彩电加工业拖累。
- 主营+转型布局双轮驱动, 未来业绩持续看好。我们认为公司未来将保持业绩增长, 主要得益于其在主营机顶盒和转型业务方面的多点位布局: 1、硬件销售方面, 公司与广电 DVB+OTT、与电信 IPTV 智能终端业务合作正加速深化。今年 7 月, 公司成为电信 2016 年 IPTV 智能机顶盒集中采购项目第一中标人, 订单金额达 6.15 亿元 (不含税), 下半年公司还将继续通过招标竞争提升市场份额。2、运营服务方面, 公司与广电合作打造的“广电+互联网”业务已在全国 37 家三甲医院落地, 目前日活用户 15 万, 计划年内覆

盖医院增至 60-100 家。此外，公司自主运营的 OTT 业务正逐步发力，应用商店已上线应用已超千款，未来运营服务板块变现可期。3、公司的全球战略布局有条不紊推进，预计下半年法国、德国有线电视政策推行将有效催化海外订单增加。4、公司在液晶器件、家电后服务（蜂驰电子）、车联网（汽车智能）及客厅娱乐（miniStation）方面的布局已陆续启动爬坡，其中 miniStation 的 VR 版本已进入研发阶段，上述新兴业务将为公司业绩带来持续增长动力。

### 盈利调整

- 基于以下假设：1、公司出口印度、南非等海外地区产品以数字电视机顶盒为主；2、2015 年公司 IPTV 与 OTT 业务维持全年高增长；3、液晶器件 51%股权于今年 3 月 31 日并表，剩余 49%的股权过户及财务并表于本年内完成；4、miniStation2016-2018 年订单量达 50/100/150 万台，营运分成以人均 125-130 元\*20%抽成率计。我们预计 2016-2018 年公司营收预测至 60/80/95 亿元，同比增速 45%/34%/20%，归母净利 5.16/6.38/7.26 亿元，同比增速 24.2%/23.6%/13.8%，摊薄 EPS0.52/0.64/0.73 元。

### 投资建议

- 公司股票现价 19.40 元，对应 16 年 PE37.53 倍，维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)        |              |               |               |               |               |               | 资产负债表 (人民币百万元)  |              |              |              |              |              |              |       |
|---------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|
|                     | 2013         | 2014          | 2015          | 2016E         | 2017E         | 2018E         |                 | 2013         | 2014         | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E        |       |
| <b>主营业务收入</b>       | <b>1,122</b> | <b>3,502</b>  | <b>4,108</b>  | <b>5,950</b>  | <b>7,962</b>  | <b>9,547</b>  | 货币资金            | 41           | 1,009        | 614          | 760          | 709          | 944          |       |
| 增长率                 |              | 212.2%        | 17.3%         | 44.8%         | 33.8%         | 19.9%         | 应收款项            | 170          | 2,374        | 2,576        | 3,389        | 4,644        | 5,569        |       |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-993</b>  | <b>-2,723</b> | <b>-3,190</b> | <b>-4,641</b> | <b>-6,261</b> | <b>-7,550</b> | 存货              | 192          | 253          | 729          | 725          | 961          | 1,158        |       |
| %销售收入               | 88.5%        | 77.8%         | 77.7%         | 78.0%         | 78.6%         | 79.1%         | 其他流动资产          | 28           | 60           | 809          | 728          | 748          | 765          |       |
| <b>毛利</b>           | <b>128</b>   | <b>779</b>    | <b>917</b>    | <b>1,309</b>  | <b>1,701</b>  | <b>1,997</b>  | 流动资产            | 431          | 3,696        | 4,728        | 5,601        | 7,061        | 8,437        |       |
| %销售收入               | 11.5%        | 22.2%         | 22.3%         | 22.0%         | 21.4%         | 20.9%         | %总资产            | 39.5%        | 94.5%        | 89.7%        | 83.8%        | 86.8%        | 88.9%        |       |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-4</b>    | <b>-17</b>    | <b>-17</b>    | <b>-17</b>    | <b>-23</b>    | <b>-28</b>    | 长期投资            | 1            | 0            | 5            | 15           | 25           | 35           |       |
| %销售收入               | 0.4%         | 0.5%          | 0.4%          | 0.3%          | 0.3%          | 0.3%          | 固定资产            | 596          | 112          | 240          | 710          | 671          | 622          |       |
| <b>营业费用</b>         | <b>-25</b>   | <b>-224</b>   | <b>-306</b>   | <b>-416</b>   | <b>-557</b>   | <b>-668</b>   | %总资产            | 54.6%        | 2.9%         | 4.6%         | 10.6%        | 8.3%         | 6.6%         |       |
| %销售收入               | 2.2%         | 6.4%          | 7.4%          | 7.0%          | 7.0%          | 7.0%          | 无形资产            | 56           | 52           | 242          | 276          | 286          | 296          |       |
| <b>管理费用</b>         | <b>-46</b>   | <b>-177</b>   | <b>-253</b>   | <b>-339</b>   | <b>-446</b>   | <b>-525</b>   | 非流动资产           | 661          | 213          | 541          | 1,085        | 1,071        | 1,052        |       |
| %销售收入               | 4.1%         | 5.1%          | 6.2%          | 5.7%          | 5.6%          | 5.5%          | %总资产            | 60.5%        | 5.5%         | 10.3%        | 16.2%        | 13.2%        | 11.1%        |       |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>54</b>    | <b>361</b>    | <b>342</b>    | <b>536</b>    | <b>675</b>    | <b>776</b>    | <b>资产总计</b>     | <b>1,092</b> | <b>3,910</b> | <b>5,269</b> | <b>6,687</b> | <b>8,132</b> | <b>9,489</b> |       |
| %销售收入               | 4.8%         | 10.3%         | 8.3%          | 9.0%          | 8.5%          | 8.1%          | 短期借款            | 8            | 0            | 306          | 190          | 180          | 170          |       |
| <b>财务费用</b>         | <b>-21</b>   | <b>16</b>     | <b>38</b>     | <b>6</b>      | <b>10</b>     | <b>12</b>     | 应付款项            | 350          | 1,543        | 2,205        | 2,650        | 3,577        | 4,316        |       |
| %销售收入               | 1.8%         | -0.5%         | -0.9%         | -0.1%         | -0.1%         | -0.1%         | 其他流动负债          | 71           | 92           | 135          | 348          | 444          | 528          |       |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-10</b>   | <b>-20</b>    | <b>6</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 流动负债            | 428          | 1,635        | 2,646        | 3,188        | 4,201        | 5,014        |       |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 长期负债            | 0            | 150          | 69           | 69           | 69           | 69           |       |
| <b>投资收益</b>         | <b>0</b>     | <b>5</b>      | <b>1</b>      | <b>1</b>      | <b>1</b>      | <b>2</b>      | 其他长期负债          | 15           | 111          | 201          | 250          | 200          | 200          |       |
| %税前利润               | 0.1%         | 1.3%          | 0.2%          | 0.2%          | 0.2%          | 0.2%          | <b>负债</b>       | <b>443</b>   | <b>1,896</b> | <b>2,915</b> | <b>3,507</b> | <b>4,470</b> | <b>5,283</b> |       |
| <b>营业利润</b>         | <b>23</b>    | <b>362</b>    | <b>387</b>    | <b>543</b>    | <b>686</b>    | <b>790</b>    | <b>普通股股东权益</b>  | <b>494</b>   | <b>1,988</b> | <b>2,302</b> | <b>3,103</b> | <b>3,555</b> | <b>4,064</b> |       |
| 营业利润率               | 2.1%         | 10.3%         | 9.4%          | 9.1%          | 8.6%          | 8.3%          | 少数股东权益          | 155          | 25           | 52           | 77           | 107          | 142          |       |
| <b>营业外收支</b>        | <b>2</b>     | <b>71</b>     | <b>87</b>     | <b>90</b>     | <b>95</b>     | <b>100</b>    | <b>负债股东权益合计</b> | <b>1,092</b> | <b>3,910</b> | <b>5,269</b> | <b>6,687</b> | <b>8,132</b> | <b>9,489</b> |       |
| <b>税前利润</b>         | <b>25</b>    | <b>433</b>    | <b>473</b>    | <b>633</b>    | <b>781</b>    | <b>890</b>    | <b>比率分析</b>     |              | 2013         | 2014         | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E |
| 利润率                 | 2.2%         | 12.4%         | 11.5%         | 10.6%         | 9.8%          | 9.3%          | <b>每股指标</b>     |              |              |              |              |              |              |       |
| <b>所得税</b>          | <b>-8</b>    | <b>-48</b>    | <b>-60</b>    | <b>-92</b>    | <b>-113</b>   | <b>-129</b>   | 每股收益            | 0.029        | 0.775        | 0.416        | 0.517        | 0.639        | 0.727        |       |
| 所得税率                | 34.2%        | 11.0%         | 12.8%         | 14.5%         | 14.5%         | 14.5%         | 每股净资产           | 3.812        | 3.983        | 2.305        | 3.000        | 3.436        | 3.928        |       |
| <b>净利润</b>          | <b>16</b>    | <b>385</b>    | <b>413</b>    | <b>541</b>    | <b>668</b>    | <b>761</b>    | 每股经营现金净流        | 0.886        | 0.429        | 0.444        | 0.292        | 0.145        | 0.399        |       |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>13</b>    | <b>-2</b>     | <b>-3</b>     | <b>25</b>     | <b>30</b>     | <b>35</b>     | 每股股利            | 0.020        | 0.200        | 0.105        | 0.150        | 0.180        | 0.210        |       |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>4</b>     | <b>387</b>    | <b>415</b>    | <b>516</b>    | <b>638</b>    | <b>726</b>    | <b>回报率</b>      |              |              |              |              |              |              |       |
| 净利率                 | 0.3%         | 11.0%         | 10.1%         | 8.7%          | 8.0%          | 7.6%          | 净资产收益率          | 0.75%        | 19.46%       | 18.05%       | 16.63%       | 17.95%       | 17.87%       |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | 总资产收益率          | 0.34%        | 9.89%        | 7.89%        | 7.72%        | 7.85%        | 7.65%        |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | 投入资本收益率         | 5.43%        | 14.85%       | 10.92%       | 13.32%       | 14.74%       | 14.93%       |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |              |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | 主营业务收入增长率       | -0.82%       | 212.16%      | 17.31%       | 44.84%       | 33.81%       | 19.92%       |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | EBIT 增长率        | 19.59%       | 567.07%      | -5.36%       | 56.80%       | 25.91%       | 15.06%       |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | 净利润增长率          | 5.52%        | 10297.15%    | 7.40%        | 24.21%       | 23.64%       | 13.80%       |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | 总资产增长率          | -3.39%       | 258.06%      | 34.76%       | 26.91%       | 21.61%       | 16.68%       |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |              |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | 应收账款周转天数        | 25.1         | 111.7        | 196.9        | 190.0        | 195.0        | 195.0        |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | 存货周转天数          | 69.0         | 29.8         | 56.2         | 57.0         | 56.0         | 56.0         |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | 应付账款周转天数        | 9.5          | 52.1         | 124.7        | 124.0        | 124.0        | 124.0        |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | 固定资产周转天数        | 193.8        | 3.8          | 4.6          | 19.8         | 17.6         | 16.6         |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |              |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | 净负债/股东权益        | -5.20%       | -42.67%      | -10.15%      | -15.73%      | -12.54%      | -16.75%      |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | EBIT 利息保障倍数     | 2.6          | -22.8        | -9.1         | -90.8        | -64.9        | -63.1        |       |
|                     |              |               |               |               |               |               | 资产负债率           | 40.58%       | 48.49%       | 55.33%       | 52.44%       | 54.97%       | 55.68%       |       |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 增持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价         |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1  | 2016-07-05 | 买入 | 18.40 | 20.80~21.80 |
| 2  | 2016-07-11 | 买入 | 18.94 | 20.85~21.85 |
| 3  | 2016-07-18 | 买入 | 20.08 | 22.51~23.04 |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD