

广播电视设备行业 永新视博 (STV) 美股 买入 (个股) 评级

评级: 增持 维持评级

行业点评

邢开允
 联系人
 (8621)60230250
 xingky@gjzq.com.cn

张帅
 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
 (8621)60230213
 zhangshuai@gjzq.com.cn

STV 中报基本符合预期 静待预案出炉

事件

永新视博发布 2014Q2 未经审计财报, 公司 2 季度实现销售收入 1720 万美元, 环比下降 5.6%。其中本季度 CA 卡出货量 355 万张, 环比持平, 同比下降 4%。公司 2 季度实现归属净利润 439.8 万美元, 对应每 ADS0.07 美元。

评论

主业 CA 卡基本稳定, 出货量环比放缓属上半年季节性原因: 上半年由于季节性原因不是有线运营商采购的主要时点, 因此出货量环比没有增长。我们预计下半年随着有线运营商本年度资本开支初步进入实施阶段, 公司 CA 业务有望转好。同时在温州安播事故发生后, 公司有望突破广电总局直播型中心 CA 卡项目, 我们预计年内能看到相关突破;

云游戏业务大有进展, 挺进电信运营商市场: 公司目前是中国移动游戏基地电视云游戏项目以及鹏博士电视云游戏项目的集成商和服务商, 我们认为相比之前公司耕耘的有线运营商市场, 电信运营商 ARPU 值更高, 业务捆绑能力更强, 技术能力和商务能力也远强于有线运营商。随着 2014Q3 鹏博士、中国移动等电信运营商电视云游戏项目先后投入商用, 云游戏有望成为电视游戏服务产业链上第一个出现现金流入的商业模式, 公司则将凭借技术优势和市场领先地位获得优势, 而这部分业务的价值并未体现在公司当前的股价中;

屏屏通业务开辟首单, 挺进吉林: 屏屏通业务即 WIFI 业务是公司重点推动的新业务之一。日前公司与吉林省网即吉视传媒签约帮助其进行屏屏通 (WIFI) 项目的集成工作, 尽管短期集成项目给公司带来的收益并不显著, 但各地有线运营商在面临电信运营商全产品线融合套餐竞争时, 已越来越需要在移动端有所作为, WIFI 则成为投入产出比最高的一种方式, 因此我们认为公司屏屏通的 WIFI 集成业务将渐入佳境, 为后来转入运营奠定基础;

投资建议

借壳同达创业仍需静待预案复牌: 永新视博和 A 股同达创业前期均公告了有关永新视博将旗下 CA 和屏屏通业务出售给同达创业实现借壳在 A 股上市的计划。目前 A 股同达创业仍处于停牌阶段, 具体的重组预案仍未公布。

永新视博的股价空间: 我们认为当前股价基本反映了重组完成后永新视博的账面现金, 而未反应重组后永新视博控股 A 股作为市值管理和融资工具的潜在价值, 以及视博云科技云游戏渐入佳境的价值。但是我们仍需提醒投资者, 本次重组为中概股不经私有化、不过桥直接通过重大资产重组方式回归 A 股的第一个案例, 我们认为确实存在一定的风险, 但我们认为这个风险可能表现在时间维度上 (即重组时间超预期), 而非空间维度上 (即重组失败导致永新视博股价重估), 因此我们建议投资者静待复牌后择机介入。

我们略微调整公司的盈利预测: 如重组成功, 预计公司 2014~2016 年分别实现收入 9620 万美元、1.03 亿美元和 1.11 亿美元, 归属净利润分别为 2925 万美元、2102 万美元和 2131 万美元, 每 ADS 现金分别为 1.91 美元、4.04 美元和 3.89 美元; 如重组不成功, 预计公司 2014~2016 年分别实现收入收入 9620 万美元、1.03 亿美元和 1.11 亿美元, 归属净利润分别为 2925 万美元、4140 万美元和 4156 万美元, 每 ADS 现金分别为 1.91 美元、2.56 美元和 3.12 美元。

图表1: 永新视博损益表预测 (假设重组成功)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
Total revenues	55064	87743	100540	90244	88447	96203	103304	111190	112628
yoy	-22.1%	59.3%	14.6%	-10.2%	-2.0%	8.8%	7.4%	7.6%	1.3%
Products	49146	82518	95162	85319	82926	87921	92538	97194	94433
yoy	-23.7%	67.9%	15.3%	-10.3%	-2.8%	6.0%	5.3%	5.0%	-2.8%
Smart Cards	49005	82154	91960	75185	78256	77787	81898	86021	82702
yoy	-23.7%	67.6%	11.9%	-18.2%	4.1%	-0.6%	5.3%	5.0%	-3.9%
Shipment(in MIL)	8.83	16.23	18.31	15.35	17.00	17.79	19.71	21.80	22.06
yoy	-10.4%	83.8%	12.8%	-16.2%	10.7%	4.6%	10.8%	10.6%	1.2%
ASP(USD)	5.55	5.06	5.02	4.90	4.60	4.37	4.15	3.95	3.75
yoy	-14.8%	-8.8%	-0.8%	-2.5%	-6.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
Set-top boxes and others	141	364	3202	10134	4670	10134	10641	11173	11731
yoy	-28.1%	158.2%	779.7%	216.5%	-53.9%	117.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Services	5918	5225	5378	4925	5521	8282	10766	13996	18194
yoy	-5.8%	-11.7%	2.9%	-8.4%	12.1%	50.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Head-end system integration	3265	2398	2562	2175	2731				
Head-end system development	462	596	736	987	1103				
Licensing income	1147	1564	1328	1246	1098				
Royalty income	688	663	742	382	512				
Other services	356	4	10	135	77				
Cloud gaming service						0	0	0	0
Business Taxes	-360	-620	-1445	-1501	-1283	-1443	-1550	-1668	-1689
% of total revenue	0.7%	0.7%	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Net Revenue	54704	87123	99095	88743	87164	94760	101755	109522	110938
yoy	-22.2%	59.3%	13.7%	-10.4%	-1.8%	8.7%	7.4%	7.6%	1.3%
Cost of revenues	-13402	-18188	-19127	-20832	-21661	-24623	-27659	-31335	-34352
Products	-9716	-15148	-16100	-16880	-17009	-17584	-18508	-19439	-18887
Gross margin	80.23%	81.64%	83.08%	80.22%	79.49%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
Services	-3686	-3040	-3027	-3952	-4652	-7039	-9151	-11896	-15465
Gross margin	37.72%	41.82%	43.72%	19.76%	15.74%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
Cloud Gaming Service						0	0	0	0
Gross margin						71.75%	54.21%	48.36%	45.44%
Gross profit	41302	68935	79968	67911	65503	71579	75646	79855	78276
yoy	-27.1%	66.9%	16.0%	-15.1%	-3.5%	9.3%	5.7%	5.6%	-2.0%
% of total revenue	75.01%	78.56%	79.54%	75.25%	74.06%	75.54%	74.34%	72.91%	70.56%
Sales and marketing expenses	-7203	-8504	-12377	-13606	-14957	-16453	-18098	-19908	-21899
yoy	18.8%	18.1%	45.5%	9.9%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
% of total revenue	13.08%	9.69%	12.31%	15.08%	16.91%	17.36%	17.79%	18.18%	19.74%
General and administrative expenses	-4793	-6389	-9723	-9444	-9959	-10557	-11190	-11861	-12573
yoy	-21.2%	33.3%	52.2%	-2.9%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
% of total revenue	8.70%	7.28%	9.67%	10.46%	11.26%	11.14%	11.00%	10.83%	11.33%
Research and development expenses	-8779	-10432	-13140	-17402	-19251	-21176	-23294	-25623	-28185
yoy	26.8%	18.8%	26.0%	32.4%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
% of total revenue	15.94%	11.89%	13.07%	19.28%	21.77%	22.35%	22.89%	23.40%	25.41%
Operating profit	20527	43610	44728	27459	21336	23394	23064	22462	15619
yoy	-45.4%	112.5%	2.6%	-38.6%	-22.3%	9.6%	-1.4%	-2.6%	-30.5%
% of total revenue	37.28%	49.70%	44.49%	30.43%	24.12%	24.69%	22.67%	20.51%	14.08%
Interest income	6070	5294	6810	6318	1901	2885	5890	8226	7881
Interest expense	0	0	-1452	-739	0	0	0	0	0
Gain/loss from forward contract	0	0	404	-690	0	0	0	0	0
Impairment loss on long-term investments	0	-5000	0	-4487	0	0	0	0	0
Other income / (expense)	-65	-92	594	549	534	534	534	534	534
Income before income tax expense	26532	43812	51084	28410	23771	32017	47682	50524	51296
yoy	-42.7%	65.1%	16.6%	-44.4%	-16.3%	34.7%	48.9%	6.0%	1.5%
% of total revenue	48.18%	49.93%	50.81%	31.48%	26.88%	31.65%	38.40%	37.91%	35.50%
Income tax-current	-1661	-10714	-10344	-18035	1587	-3646	-5408	-5307	-5442
Income tax-deferred	400	464	582	-4197	-2314	877	1337	-125	-3
Net income from continuing operations	25271	33562	41322	6178	23044	29248	43611	45093	45852
yoy	-41.3%	32.8%	23.1%	-85.0%	273.0%	26.9%	49.1%	3.4%	1.7%
% of total revenue	45.89%	38.25%	41.10%	6.85%	26.05%	28.91%	35.13%	33.83%	31.73%
Income from discontinued operations	20	-151	-1052	-640	-468				
Net loss from equity method investments, net of income taxes									
Net income	25291	33411	40270	5538	22576	29248	43611	45093	45852
yoy	-41.2%	32.1%	20.5%	-86.2%	307.7%	29.6%	49.1%	3.4%	1.7%
% of total revenue	45.93%	38.08%	40.05%	6.14%	25.52%	28.91%	35.13%	33.83%	31.73%
Net loss attributable to noncontrolling interest	-13	10	730	1389	1832	0	-18138	-19050	-18509
Net income attributable to holders of ordinary shares	25278	33421	41000	6927	24408	29248	21016	21314	20664
yoy	-41.3%	32.2%	22.7%	-83.1%	252.4%	19.8%	-28.1%	1.4%	-3.1%
% of total revenue	45.91%	38.09%	40.78%	7.68%	27.60%	28.91%	16.93%	15.99%	14.30%

来源: 国金证券研究所

图表2：永新视博损益表预测（假设重组不成功）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E
Total revenues	55064	87743	100540	90244	88447	96203	103304	111190	112628
yoy	-22.1%	59.3%	14.6%	-10.2%	-2.0%	8.8%	7.4%	7.6%	1.3%
Products	49146	82518	95162	85319	82926	87921	92538	97194	94433
yoy	-23.7%	67.9%	15.3%	-10.3%	-2.8%	6.0%	5.3%	5.0%	-2.8%
Smart Cards	49005	82154	91960	75185	78256	77787	81898	86021	82702
Shipment(in MIL)	8.83	16.23	18.31	15.35	17.00	17.79	19.71	21.80	22.06
yoy	-10.4%	83.8%	12.8%	-16.2%	10.7%	4.6%	10.8%	10.6%	1.2%
China DVB-C					14.45	13.73	13.04	12.39	11.77
China DVB-S						1.00	3.00	5.00	5.00
Abroad					2.55	3.06	3.67	4.41	5.29
ASP(USD)	5.55	5.06	5.02	4.90	4.60	4.37	4.15	3.95	3.75
yoy	-14.8%	-8.8%	-0.8%	-2.5%	-6.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
Set-top boxes and others	141	364	3202	10134	4670	10134	10641	11173	11731
yoy	-28.1%	158.2%	779.7%	216.5%	-53.9%	117.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Services	5918	5225	5378	4925	5521	8282	10766	13996	18194
yoy	-5.8%	-11.7%	2.9%	-8.4%	12.1%	50.0%	30.0%	30.0%	30.0%
Business Taxes	-360	-620	-1445	-1501	-1283	-1443	-1550	-1668	-1689
% of total revenue	0.7%	0.7%	1.4%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Net Revenue	54704	87123	99095	88743	87164	94760	101755	109522	110938
yoy	-22.2%	59.3%	13.7%	-10.4%	-1.8%	8.7%	7.4%	7.6%	1.3%
Cost of revenues	-13402	-18188	-19127	-20832	-21661	-24623	-27659	-31335	-34352
Products	-9716	-15148	-16100	-16880	-17009	-17584	-18508	-19439	-18887
Gross margin	80.23%	81.64%	83.08%	80.22%	79.49%	80.00%	80.00%	80.00%	80.00%
Services	-3686	-3040	-3027	-3952	-4652	-7039	-9151	-11896	-15465
Gross margin	37.72%	41.82%	43.72%	19.76%	15.74%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
Cloud Gaming Service						0	0	0	0
Gross margin						71.75%	54.21%	48.36%	45.44%
Gross profit	41302	68935	79968	67911	65503	71579	75646	79855	78276
yoy	-27.1%	66.9%	16.0%	-15.1%	-3.5%	9.3%	5.7%	5.6%	-2.0%
% of total revenue	75.01%	78.56%	79.54%	75.25%	74.06%	75.54%	74.34%	72.91%	70.56%
Sales and marketing expenses	-7203	-8504	-12377	-13606	-14957	-16453	-18098	-19908	-21899
yoy	18.8%	18.1%	45.5%	9.9%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
% of total revenue	13.08%	9.69%	12.31%	15.08%	16.91%	17.36%	17.79%	18.18%	19.74%
General and administrative expenses	-4793	-6389	-9723	-9444	-9959	-10557	-11190	-11861	-12573
yoy	-21.2%	33.3%	52.2%	-2.9%	5.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
% of total revenue	8.70%	7.28%	9.67%	10.46%	11.26%	11.14%	11.00%	10.83%	11.33%
Research and development expenses	-8779	-10432	-13140	-17402	-19251	-21176	-23294	-25623	-28185
yoy	26.8%	18.8%	26.0%	32.4%	10.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
% of total revenue	15.94%	11.89%	13.07%	19.28%	21.77%	22.35%	22.89%	23.40%	25.41%
Operating profit	20527	43610	44728	27459	21336	23394	23064	22462	15619
yoy	-45.4%	112.5%	2.6%	-38.6%	-22.3%	9.6%	-1.4%	-2.6%	-30.5%
% of total revenue	37.28%	49.70%	44.49%	30.43%	24.12%	24.69%	22.67%	20.51%	14.08%
Interest income	6070	5294	6810	6318	1901	2885	3975	5046	6037
Interest expense	0	0	-1452	-739	0	0	0	0	0
Gain/loss from forward contract	0	0	404	-690	0	0	0	0	0
Impairment loss on long-term investments	0	-5000	0	-4487	0	0	0	0	0
Other income / (expense)	-65	-92	594	549	534	534	534	534	534
Income before income tax expense	26532	43812	51084	28410	23771	32017	45767	47345	49453
yoy	-42.7%	65.1%	16.6%	-44.4%	-16.3%	34.7%	42.9%	3.4%	4.5%
% of total revenue	48.18%	49.93%	50.81%	31.48%	26.88%	31.65%	36.86%	35.52%	34.22%
Income tax-current	-1661	-10714	-10344	-18035	-1587	-3646	-5216	-4989	-5257
Income tax-deferred	400	464	582	-1093	-2314	877	1351	-101	-3
Net income from continuing operations	25271	33562	41322	6178	23044	29248	41902	42255	44192
yoy	-41.3%	32.8%	23.1%	-85.0%	273.0%	26.9%	43.3%	0.8%	4.6%
% of total revenue	45.89%	38.25%	41.10%	6.85%	26.05%	28.91%	33.75%	31.70%	30.58%
Income from discontinued operations	20	-151	-1052	-640	-468				
Net loss from equity method investments, net of income taxes									
Net income	25291	33411	40270	5538	22576	29248	41902	42255	44192
yoy	-41.2%	32.1%	20.5%	-86.2%	307.7%	29.6%	43.3%	0.8%	4.6%
% of total revenue	45.93%	38.08%	40.05%	6.14%	25.52%	28.91%	33.75%	31.70%	30.58%
Net loss attributable to noncontrolling interest	-13	10	730	1389	1832	0	-500	-700	-1500
Net income attributable to holders of ordinary shares	25278	33421	41000	6927	24408	29248	41402	41555	42692
yoy	-41.3%	32.2%	22.7%	-83.1%	252.4%	19.8%	41.6%	0.4%	2.7%
% of total revenue	45.91%	38.09%	40.78%	7.68%	27.60%	28.91%	33.35%	31.18%	29.54%

来源：国金证券研究所

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。

公司投资评级的说明:

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
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% 以下。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；
持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

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为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: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD