

创维数字 (000810)

强烈推荐

行业：机顶盒

原有业务高速增长，miniStation 构建客厅娱乐统一解决方案

公司公布半年报：1-6月营收 30.7 亿元，同比+39.6%；归属母公司净利润 2.69 亿元，同比+64.3% (扣非 2.49 亿，同比+72.5%)；每股收益 0.27 元。

投资要点：

- ◇ **原有业务：受益海外/ Strong，互联网 OTT 盒子和国内电信运营商订单，上半年营收和利润增长超过 70%。**剔除液晶器件，原有业务营收 27.95 亿元，同比+75.5%；归母净利润 2.54 亿元，同比+70.8%。
- ◇ **原有业务主要板块具体表现：**1、海外业务营收 12.87 亿元，同比+169.6% (其中并购的 Strong 营收 4.89 亿元，净利润 4989 万元)，在机顶盒业务中占比达到 46%；2、互联网 OTT 盒子营收 5.23 亿，同比增长 184.6%；3、国内电信运营商市场营收 2.82 亿元，同比+67.6%，7 月份以第一中标人获得中国电信 2016 年 IPTV 智能机顶盒集采项目约 23% 的市场份额，金额约 6.2 亿元；4、传统广电业务营收 6.61 亿元，硬件销量同比增长 10.8%，公司与广电积极开展“广电+互联网”信息服务，以“上网+手机电视+医院服务”模式开始大规模覆盖医院。
- ◇ **液晶器件业务：净利润同比增长约 20%。**液晶器件已经完成现金购买 51% 股权的交割和并表；1-6 月营收 3.03 亿元，同比+47.4%，净利润 3018 万元，同比+19.4%，主要受益新增国内手机客户以及三星手机业务量增加。根据承诺 2016-17 年扣非净利润不低于 7800 万和 8260 万。
- ◇ **miniStation 构建视频、游戏和 VR 统一解决方案，携手腾讯共同打造客厅娱乐战略入口。**目前已经通过线上、线下渠道发售 miniStation 微游戏机 TV 版，正积极推进 miniStation VR 版的研究与开发。
- ◇ **维持“强烈推荐”评级，目标价 24 元。**1、不考虑液晶器件：预测 2016-18 年净利润 5.13、6.27 和 7.44 亿元，每股收益 0.51、0.63 和 0.74 元。2、合并液晶器件 100% 股权：预测 2016-18 年净利润 5.9、7.1 和 8.3 亿元，摊薄每股收益 0.57、0.69 和 0.80 元；目标价 24 元，2017 年 35 倍 PE。
- ◇ **风险提示：**机顶盒和 miniStation 出货量、运营低于预期，系统风险等

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4108	5502	6677	7934
收入同比(%)	16%	34%	21%	19%
归属母公司净利润	415	513	627	744
净利润同比(%)	9%	23%	22%	19%
毛利率(%)	22.3%	21.5%	21.5%	21.4%
ROE(%)	18.1%	18.2%	19.1%	19.3%
每股收益(元)	0.42	0.51	0.63	0.74
P/E	46.62	37.76	30.89	26.05
P/B	8.42	6.88	5.89	5.04
EV/EBITDA	46	34	27	22

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：李超

S0960511030016

021-52340812

lichao@china-invs.cn

参与人：孙佳骏

S0960116070034

021-52286447

sunjiajun@china-invs.cn

6-12 个月目标价： 24

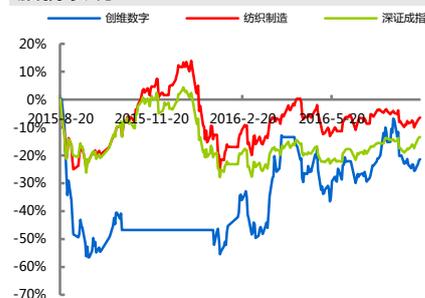
当前股价： 19.40

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	999
流通股本(百万股)	392
总市值(亿元)	194
流通市值(亿元)	76
成交量(百万股)	24.76
成交额(百万元)	473.87

股价表现



相关报告

《创维数字-中期业绩增长 50%以上，创维 miniStation 发布在即》2016-07-10

《创维数字-受益海外及国内电信运营商需求，一季度业绩快速增长》2016-04-13

《创维数字深度-从视频到游戏、从硬件到运营，打造客厅娱乐战略入口》2016-03-17

一、主要业务板块表现

上半年，原有业务营收 27.95 亿元，同比+75.5%；归母净利润 2.54 亿元，同比+70.8%，其中：海外业务营收 12.87 亿元，同比+169.6%，在机顶盒业务中占比达到 46%；其中并购的 Strong 营收 4.89 亿元，净利润 4989 万元。互联网 OTT 盒子营收 5.23 亿，同比增长 184.6%。国内电信运营商市场营收 2.82 亿元，同比+67.6%，7 月份以第一中标人获得中国电信 2016 年 IPTV 智能机顶盒集采项目约 23% 的市场份额，金额约 6.2 亿元。传统广电业务营收 6.61 亿元，硬件销量同比增长 10.8%。

此外，液晶器件已经完成现金购买 51% 股权的交割和并表；1-6 月营收 3.03 亿元，同比+47.4%，净利润 3018 万元，同比+19.4%。

表 1 主要业务板块表现

	营收 (亿元)	YOY%	净利润 (万元)	YOY%	
海外	12.87	169.6%	--	--	
其中：Strong	4.89	--	4989	--	
机顶盒					
互联网 OTT	5.23	184.6%	--	--	
电信	2.82	67.6%	--	--	
广电	6.61	-4.9%	--	--	
液晶器件	液晶器件	3.03	47.4%	3018	19.4%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

二、业绩承诺和盈利预测

1. 业绩承诺 (合并液晶器件)：2016 年净利润不低于 5.22 亿元

创维数字在 2014 年借壳华润锦华时，预测 2015-2016 年的净利润为 4.04 和 4.45 亿元；收购的液晶器件预测 2016-2017 年净利润 7797 和 8261 万元；根据这一业绩预测，2016 年合并净利润为 5.22 亿元。

表 2 创维数字借壳及液晶器件收购的业绩承诺

	净利润 (万元)	2014	2015	2016	2017
承诺	创维数字	37089	40436	44451	--
	液晶器件	--	--	7797	8261
	合计	--	--	52248	--
实际	创维数字	38138	41549	--	--
	液晶器件	7511	7222	--	--
	合计	45649	48771		

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 盈利预测（不合并液晶器件）

根据历史数据，行业趋势和调研情况，我们的盈利预测模型重要假设如下（暂不合并液晶器件）：

表 3 盈利预测模型主要假设

	2016E	2017E	2018E
各类机顶盒出货量（万台）	2650	2850	3050
·ASP（元）	186.3	196.4	207.7
毛利率%	22.2%	22.0%	21.7%
MiniStation 出货量（万台）	50	100	150
ASP（元）	1000	1000	1000
毛利率%	25%	25%	25%
运营及技术服务收入（万元）	6500	8000	10000
毛利率%	40%	45%	50%

资料来源：中国中投证券研究总部

1、机顶盒硬件业务：2016-2018 年各类盒子出货量分别为 2650、2850 和 3050 万台，平均单价分别为 186.3、196.4 和 207.7 元，毛利率分别为 22.2%、22.0%和 21.7%；

2、miniStation 游戏机硬件业务：2016-2018 年出货量分别为 50、100 和 150 万台，单价 1000 元（参考乐檬版 699 元售价），毛利率 25%；

3、运营及技术服务业务：收入分别为 6500、8000 和 10000 万元，毛利率分别为 40%、45%和 50%。

表 4 盈利预测模型主要财务指标

主要财务指标（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4108	5502	6677	7934
同比(%)	16%	34%	21%	19%
归属母公司净利润	415	513	627	744
同比(%)	9%	23%	22%	19%
毛利率(%)	22.3%	21.5%	21.5%	21.4%
ROE(%)	18.1%	18.2%	19.1%	19.3%
每股收益(元)	0.42	0.51	0.63	0.74

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 55、66.8 和 79.3 亿元，净利润分别为 5.13、6.27 和 7.44 亿元，每股收益分别为 0.51、0.63 和 0.74 元。

3. 模拟合并液晶器件：每年净利润增加约 8000 万，EPS 增厚 0.06 元

模拟液晶器件 100%并表，我们简单假设：1、液晶器件营收年均增长 10%，净利润简单按照业绩承诺；2、按照 2015 年度分红调整后，股本增发 3605.5014 万股（增发价格 12.22 元）；则模拟合并报表如下：

表 5 简单模拟合并财务报表

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
创维数字	4108	5502	6677	7934
营收				
液晶器件	585	643	708	778
合计	4693	6145	7384	8713
净利润				
创维数字	415	513	627	744
液晶器件	72	78	83	87
合计	488	591	710	831
每股收益(元)	0.47	0.57	0.69	0.80
P/E	40.2	33.2	27.6	23.6

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

合并报表后，2016-2018 年营收为 61.5、73.8 和 87.1 亿元，净利润分别为 5.9、7.1 和 8.5 亿元（每年净利润增加约 8000 万），增发摊薄后每股收益分别为 0.57、0.69 和 0.80 元（每年每股收益增加约 6 分钱）。

三、风险提示

- 1、传统机顶盒出货量和运营业务低于预期,海外业务拓展低于预期；
- 2、miniStation 出货量和运营低于预期；
- 3、收购液晶器进度低于预期，液晶器件中小尺寸模组出货量和价格下滑风险；
- 4、其他风险：政策风险，技术路线风险，市场系统风险等。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4728	4600	5494	6528	营业收入	4108	5502	6677	7934
现金	614	1000	1124	1335	营业成本	3190	4321	5244	6237
应收账款	2373	2613	3171	3769	营业税金及附加	17	28	33	40
其它应收款	64	76	92	109	营业费用	306	349	421	496
预付账款	24	22	26	31	管理费用	253	275	331	389
存货	729	477	579	689	财务费用	-38	-5	-13	-17
其他	925	413	501	595	资产减值损失	-6	0	0	0
非流动资产	541	549	583	600	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	52	307	341	358	营业利润	387	535	662	791
无形资产	151	151	151	151	营业外收入	88	35	35	35
其他	337	91	91	91	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	5269	5149	6077	7128	利润总额	473	570	697	826
流动负债	2646	2143	2591	3082	所得税	60	57	70	83
短期借款	107	9	0	0	净利润	413	513	627	744
应付账款	1416	1080	1311	1559	少数股东损益	-3	0	0	0
其他	1122	1055	1280	1522	归属母公司净利润	415	513	627	744
非流动负债	270	139	146	151	EBITDA	412	563	715	857
长期借款	69	69	69	69	EPS (元)	0.42	0.51	0.63	0.74
其他	201	70	76	82					
负债合计	2915	2282	2737	3233	主要财务比率				
少数股东权益	52	52	52	52	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	999	999	999	999	成长能力				
资本公积	30	30	30	30	营业收入	15.7%	33.9%	21.4%	18.8%
留存收益	1276	1786	2260	2815	营业利润	8.6%	38.4%	23.7%	19.5%
归属母公司股东权益	2302	2815	3288	3843	归属于母公司净利润	8.9%	23.5%	22.3%	18.6%
负债和股东权益	5269	5149	6077	7128	获利能力				
					毛利率	22.3%	21.5%	21.5%	21.4%
					净利率	10.1%	9.3%	9.4%	9.4%
					ROE	18.1%	18.2%	19.1%	19.3%
					ROIC	16.1%	26.1%	27.3%	28.4%
					偿债能力				
					资产负债率	55.3%	44.3%	45.0%	45.4%
					净负债比率				
					流动比率	1.79	2.15	2.12	2.12
					速动比率	1.50	1.90	1.88	1.88
					营运能力				
					总资产周转率	0.89	1.06	1.19	1.20
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	2.92	3.46	4.39	4.35
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.42	0.51	0.63	0.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	0.77	0.37	0.48
					每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.82	3.29	3.85
					估值比率				
					P/E	46.62	37.76	30.89	26.05
					P/B	8.42	6.88	5.89	5.04
					EV/EBITDA	46	34	27	22

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李超，男，南京大学硕士研究生，在富士通（中国）通信业务部门任职多年，2008 年加入中投证券研究总部，先后从事交通运输、电子和家电行业研究；

孙佳骏，男，上海外国语大学金融学硕士，2016 年加入中投证券研究总部，从事家电行业研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434