

创维数字 (000810)

公司研究/简评报告

拟发行可转债，加码机顶盒、汽车电子业务

简评报告/电子元器件

2017 年 08 月 16 日

一、事件概述

近期，创维数字发布公告：1) 公司拟发行可转换公司债券不超过 108,000 万元，用于投资机顶盒与接入终端系列产品智能化升级扩建和汽车智能驾驶辅助系统升级扩建项目；2) 拟授予限制性股票 4200 万股，首次授予部分的授予价格为 5.61 元，占公司股本总额 4.06%。

二、分析与判断

➤ 拟发行可转债，扩建机顶盒、接入终端、汽车智能辅助驾驶项目

1、公司拟发行可转换公司债券，用于机顶盒与接入终端系列产品智能化升级扩建项目（拟投入募集资金 73755.20 万元），项目建设周期 2.5 年，公司预计建成后将实现年均营业收入 166,624 万元，年均净利润 20,708.6 万元；汽车智能驾驶辅助系统升级扩建项目实施主体为全资子公司创维汽车智能有限公司，拟投入募集资金 34244.80 万元，项目建设周期 2.5 年，公司预计建成后将实现年均营业收入 50,389 万元，年均净利润 6323.9 万元。

2、我们认为，本次可转债发行符合公司做大做强数字电视智能终端、向汽车电子延伸的战略，同时顺应行业发展趋势，募投项目将实现产品升级、产能扩充，未来将提高公司综合竞争能力、盈利能力和抗风险能力，有助于公司持续发展。

➤ 股权激励计划将激发管理层、核心员工创新活力，加快公司转型升级

1、公司本次拟授予合计 4200 万股限制性股票（含预留 432.8 万股），授予价格为 5.61 元/股，向 608 人首次授予 3,767.2 万股，包括 6 名高管、101 名运营管理类人员、361 名研发技术类人员、140 名营销类人员，占授予限制性股票总数比例分别为 8.10%/19.04%/42.27%/20.29%，预留部分占 10.30%。限制性股票解锁比例分别为 30%、30%、40%。解锁条件为以 2016 年营业收入为基数，2017~2019 年公司营业收入增长率分别不低于 10%、20%、30%。

2、公司正在积极进行业务转型，全面升级公司业务系统。我们认为，本次限制性股票激励计划股份数量多、覆盖面广，技术研发人员占比大，该计划将充分激发员工创新活力，把公司业绩与管理层、核心员工的利益深度绑定，彰显公司长期发展信心。

➤ 机顶盒市场稳中有升，智能化、网络化、高性能化成未来趋势

1、根据 Grand View Research 研究，2016 年全球机顶盒市场需求 3.08 亿台，2022 年将增长至 3.37 亿台；亚太地区为最大市场，2022 年市场份额将进一步扩大至 45.69%；我国目前 OTT 机顶盒需求为 520.80 万台，2022 年将增至 620.25 万台。根据 Guideline Research 数据，截至 2016 年 12 月 31 日，中国有线电视用户达 25,237.3 万户，其中，有线数字电视 20,989.7 万户，高清数字电视 7,764.9 万户，有线数字化率 83.17%。有线数字电视用户中，高清数字化率为 36.99%，有线高清交互数字化率仅为 23.46%。有线数字电视节目服务开机率从 76.5% 降至 18.6%，收视群体逐渐老龄化，传统数字机顶盒不能满足年轻用户需求。根

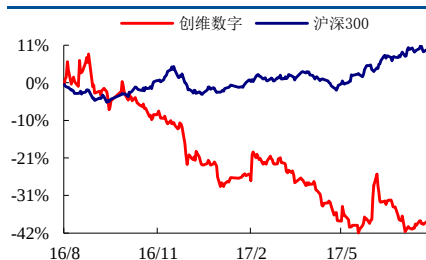
强烈推荐 维持评级

合理估值： 14.40—16.20 元

交易数据 2017-8-15

收盘价 (元)	11.29
近 12 个月最高/最低	19.75/10.20
总股本 (百万股)	1,035
流通股本 (百万股)	408
流通股比例 (%)	39.43
总市值 (亿元)	117
流通市值 (亿元)	46

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：郑平

执业证号： S0100516050001

电话： (8610)8512 7512

邮箱： zhengping@mszq.com

研究助理：胡独巍

执业证号： S0100116080101

电话： (8610)8512 7512

邮箱： huduwei@mszq.com

相关研究

- 1.《创维数字 (000810) 深度：布局微主机+VR，转运营 OTT 再发力》20161024
- 2.《创维数字 (000810) 三季报点评：内生性增长稳定，进军家庭主机市场》20161025

据工信部统计,2016年我国固网宽带用户总数达2.97亿,其中,光纤用户达2.28亿户,占总数76.60%,广电网络建设全面推进,ONU、CM、EOC等接入网络终端的需求及销售将成为未来新的增长点。

2、根据Guideline Research数据,截至2016年12月31日,公司在国内有线机顶盒保有量市场上排名第一,市场份额为14.60%,出口海外机顶盒销量全国第一。公司机顶盒市场逐年稳步增长,但自有产能缺口较大,2016年公司数字机顶盒外协产量占比38.78%。公司本次募投项目将对石岩工厂升级扩建,包括精益线M型升级搞槽, SMT升级改造,新增BOB光终端产线、Wi-Fi模块生产线,改造半自动物流仓库和AGV搬运,实现智能化升级。

3、我们认为,智能机顶盒正朝着网络化、智能化、多功能化、高性能化方向发展,募投项目将增强公司传统智能机顶盒业务技术实力,顺应未来发展趋势,提升公司自动化水平,将节约成本、提高品质、增加产能,进一步稳固公司在智能机顶盒行业的领导地位,为未来发展打下基础。

➤ 汽车电子市场快速增长,车载辅助系统渗透增加,打造业绩新增长点

1、根据公司公告,全球市场上汽车电子占整车成本已达35%左右,预计2020年将提升至50%,至2023年市场规模将达到3529.2亿美元,预计我国2019年汽车电子市场规模将达到7000亿元。根据工信部《中国制造2025重点领域技术路线图》,到2020年,驾驶辅助(DA)、部分自动驾驶(PA)车辆市占率将达到50%。

2、公司募投项目重点聚焦:1)对智能中控系统、智能导航系统、智能后视镜三类产品产能扩建,满足市场对智能辅助驾驶产品需求;2)公司将对图像增强技术(AR)、3D实景导航技术、传感器技术进行研究,提供智能驾驶领域核心技术基础。

3、我们认为,公司技术储备重组,随着汽车电子需求不断扩大,募投项目将为公司汽车智能相关业务进一步提升技术实力,优化公司业务结构,打造公司业绩新增长点。

三、盈利预测与投资建议

根据公司战略,未来创维数字将聚焦机顶盒、汽车智能系统、智能制造以及上述业务相关的运营服务等四个方面。我们尤其看好公司在汽车智能系统领域的发展。当前,公司已将汽车电子业务提升到战略发展高度,投入资源,集中研究开发汽车前装中控系统、智能驾驶舱相关产品和辅助驾驶系统。其中,汽车电子的中控智能系统是公司2017年重点项目,预计今年将有两家前装厂家实现批量销售。

虽然当前机顶盒业务拖累公司2017年业绩增长,但我们仍然期待公司经营策略的调整将使得负面影响消除到最低程度。同时,我们也看好公司在汽车电子业务的发力,有望带来新的业绩增长弹性。预计公司2017~2019年EPS分别为0.36元、0.52元、0.75元,可给予公司2017年40~45倍PE,未来12个月的合理估值为14.40~16.20元,我们仍然维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示:

1、原材料成本上涨;2、客户认证进度低于预期;3、新产品研发进度缓慢。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	5,927	7,146	8,830	10,200
增长率 (%)	44.3%	20.6%	23.6%	15.5%
归属母公司股东净利润 (百万元)	486	369	538	777
增长率 (%)	17.1%	-24.2%	45.8%	44.4%
每股收益 (元)	0.47	0.36	0.52	0.75
PE (现价)	24.0	31.7	21.7	15.0
PB	4.4	3.9	3.3	2.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	5,927	7,146	8,830	10,200
营业成本	4,670	5,900	7,201	8,206
营业税金及附加	23	28	34	40
销售费用	401	429	525	581
管理费用	413	436	539	587
EBIT	421	354	531	787
财务费用	(67)	11	0	0
资产减值损失	24	4	4	4
投资收益	5	(6)	9	39
营业利润	471	332	536	822
营业外收支	118	(0)	25	20
利润总额	589	440	647	931
所得税	62	49	71	103
净利润	527	391	576	828
归属于母公司净利润	486	369	538	777
EBITDA	513	706	964	1,408

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1572	1422	1966	2796
应收账款及票据	2694	3515	4223	4924
预付款项	22	33	38	45
存货	924	999	1237	1403
其他流动资产	221	221	221	221
流动资产合计	5520	6285	7802	9524
长期股权投资	1	0	0	0
固定资产	651	1055	1525	1973
无形资产	287	304	322	338
非流动资产合计	1061	1063	1019	776
资产合计	6581	7348	8821	10300
短期借款	395	0	0	0
应付账款及票据	2032	2737	3303	3778
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	3557	3933	4831	5481
长期借款	123	123	123	123
其他长期负债	181	181	181	181
非流动负债合计	304	304	304	304
负债合计	3861	4237	5134	5784
股本	1035	1035	1035	1035
少数股东权益	63	85	123	174
股东权益合计	2721	3111	3687	4515
负债和股东权益合计	6581	7348	8821	10300

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	44.3%	20.6%	23.6%	15.5%
EBIT 增长率	23.2%	-16.0%	50.2%	48.2%
净利润增长率	17.1%	-24.2%	45.8%	44.4%
盈利能力				
毛利率	21.2%	17.4%	18.4%	19.5%
净利润率	8.2%	5.2%	6.1%	7.6%
总资产收益率 ROA	7.4%	5.0%	6.1%	7.5%
净资产收益率 ROE	18.3%	12.2%	15.1%	17.9%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.5
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	147.4	163.9	158.4	160.2
存货周转天数	64.6	61.8	62.7	62.4
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.36	0.52	0.75
每股净资产	2.57	2.93	3.45	4.20
每股经营现金流	0.43	0.50	0.79	1.03
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24.0	31.7	21.7	15.0
PB	4.4	3.9	3.3	2.7
EV/EBITDA	20.8	14.8	10.3	6.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	527	391	576	828
折旧和摊销	116	357	437	626
营运资金变动	(175)	(144)	(76)	(241)
经营活动现金流	442	513	817	1,064
资本开支	194	252	282	272
投资	533	1	0	0
投资活动现金流	341	(257)	(273)	(233)
股权募资	5	0	0	0
债务募资	153	0	0	0
筹资活动现金流	(318)	(406)	0	0
现金净流量	465	(150)	544	831

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师，中央民族大学创业导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

胡独巍，电子行业研究助理。北京大学微电子学与固体电子学硕士，北京大学微电子学学士，2016年加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。