

业绩稳定增长，股票激励上下齐心

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 2017 年上半年实现营业收入 37.3 亿元, 同比增长 10%, 归母净利润 3.1 亿元, 同比减少 4.4%, 扣非后归母净利润 2.9 亿元, 同比增加 10%。
- **多因素引起增速放缓, 汇率波动产生亏损。** 2017 年上半年, 公司营业收入和净利润同比增速有所下滑, 主要由全球彩电市场需求小幅下滑、主要原材料价格持续上涨及人民币汇率大幅波动所致。报告期内, 公司加大对新业务和技术研发的投入, 销售、管理费用较去年同期增加 1.2 亿元, 同比增长 33.2%, 引起期间费用率提升 1.56pp。同时, 外汇远期合约产生 8826 万元亏损, 对当期业绩造成一定影响。
- **全球第一的液晶显示主板板卡供应商。** 公司是全球领先的液晶显示主控板卡供应商, 市占率达 28.95%。近年, 全球液晶电视出货量稳定, 产品结构向智能电视倾斜, 带动公司液晶显示主控板卡业务快速增长, 2011-2016 年营业收入复合增速达到 35.6%。2017 年上半年, 受全球彩电市场出货量下降和下游客户库存较高影响, 公司液晶显示主控板卡业务同比下降 3.4%。
- **政策推动市场需求, “教育+会议”双管齐下。** 公司以液晶显示主控技术为基础, 自研开发了“希沃”、“CVTOUCH”等交互智能平板品牌, 广泛应用于教育、会议、媒体等领域。2017 年上半年, 公司交互智能平板业务实现 13.6 亿元, 同比增加 28%, 营收占比达到 36.4%, 已逐步发展成为公司重要业务构成。

政策带动下市场需求强劲: 国家教育信息化战略的持续推进显著刺激 IWB 市场需求, 2016 年教育 IWB 市场规模达 135 亿元, 其中交互智能平板市场份额持续增长。在下游需求的带动下, 公司交互智能平板业务发展迅速, 2011-2016 年年均复合增长 129%。

“希沃”: 教育市场占有率第一: 公司自主品牌“希沃”在全国有 26 个办事处, 营销网络体系相对完善, 国内教育市场占有率高达 30.9%, 在原材料采购和产品销售方面拥有显著规模优势。

持续加大会议领域投入: 随着国家精简会议精神不断落实、产品渗透率逐步提升, 视频会议市场规模将实现稳步增长, 预计 2018 年市场规模将达 4.9 亿美元。

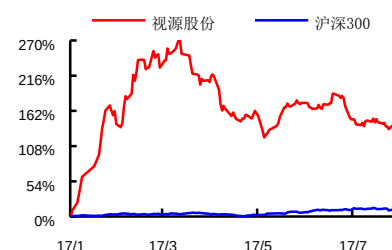
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	8237.94	10337.08	12842.82	15898.93
增长率	37.39%	25.48%	24.24%	23.80%
归属母公司净利润 (百万元)	741.96	859.09	1164.38	1568.35
增长率	109.32%	15.79%	35.54%	34.69%
每股收益 EPS (元)	1.83	2.11	2.87	3.86
净资产收益率 ROE	59.44%	36.32%	41.83%	46.94%
PE	39	34	25	19
PB	23.26	12.27	10.43	8.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱芸
 执业证号: S1250517030001
 电话: 010-57758600
 邮箱: zhuz@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.06
流通 A 股(亿股)	0.40
52 周内股价区间(元)	27.45-101.5
总市值(亿元)	271.17
总资产(亿元)	39.18
每股净资产(元)	5.50

相关研究

在会议应用领域，公司拥有“CVTOUCH”和“MAXHUB”品牌布局，与同类产品相比性价比较高。尤其是新推出的“MAXHUB”拥有高中低不同规格，目标客户针对性强，覆盖面更广，有望成为公司新的明星产品。



- **限制性股票激励人心，上下齐心共创未来。**报告期内，公司向 464 名核心管理人员、核心技术人员授予 329.5 万股公司股票，其中首次授予 282 万股，授予价格为 47.65 元/股。此次激励计划的实施有望充分调动公司管理人员、核心技术人员的积极性，将股东利益、公司利益和核心团队利益进行高度绑定，有利于公司战略的持续推进。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 8.6 亿元、11.6 亿元和 15.7 亿元，未来三年复合增速保持 28.3%，对应 EPS 分别为 2.11 元、2.87 元、3.86 元，公司液晶显示主板板卡和交互智能平板业务龙头地位十分明确，规模效应显著，给予公司 2017 年 40 倍估值，对应目标价 84.4 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策的变动风险，市场竞争加剧的风险，业务拓展或不及预期的风险。

关键假设：

假设 1：下游需求逐步稳定，公司液晶显示主控板卡业务 2017 年销量增速为 7%，明年为体育大年，下游需求有望得到提振，2018-2019 年销量增速分别为 10%、5%，毛利率保持在 15%；

假设 2：教育行业应用受益于国家教育信息化战略实现较快发展，会议应用领域产品市场拓展良好，共同带动公司交互智能平板业务快速增长，毛利率维持在 29%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
液晶显示主控板卡	收入	4,714.66	5,044.69	5,549.15	5,826.61
	增速	23.8%	7.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	14.82%	15.0%	15.0%	15.0%
交互智能平板	收入	3,041.29	4,714.00	6,599.60	9,239.44
	增速	62.2%	55.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	29.26%	29.0%	29.0%	29.0%
其他	收入	481.99	578.39	694.07	832.88
	增速	54.9%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	25.53%	28.00%	28.00%	28.00%
合计	收入	8,237.94	10,337.1	12,842.8	15,898.9
	增速	37.39%	25.5%	24.2%	23.8%
	毛利率	20.78%	22.1%	22.9%	23.8%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8237.94	10337.08	12842.82	15898.93	净利润	742.07	859.22	1164.57	1568.60
营业成本	6526.32	8051.36	9902.23	12112.30	折旧与摊销	32.03	57.62	57.62	57.62
营业税金及附加	26.97	25.84	29.54	36.57	财务费用	32.92	-6.97	-9.61	-11.85
销售费用	376.26	485.84	603.61	747.25	资产减值损失	42.09	0.00	0.00	0.00
管理费用	554.53	826.97	1027.43	1271.91	经营营运资本变动	-71.21	-35.53	229.02	155.09
财务费用	32.92	-6.97	-9.61	-11.85	其他	-22.82	-22.47	2.85	2.09
资产减值损失	42.09	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	755.08	851.87	1444.45	1771.55
投资收益	74.12	82.00	0.00	0.00	资本支出	-165.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	70.05	-88.00	0.00	0.00	其他	61.43	-0.63	-0.90	-0.45
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-103.59	-0.63	-0.90	-0.45
营业利润	823.02	948.03	1289.63	1742.75	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	26.06	17.39	18.87	19.72	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	849.08	965.42	1308.50	1762.48	股权融资	251.31	905.95	0.00	0.00
所得税	107.01	106.20	143.94	193.87	支付股利	-307.89	-644.47	-746.21	-1011.39
净利润	742.07	859.22	1164.57	1568.60	其他	-215.65	2.30	9.61	11.85
少数股东损益	0.12	0.14	0.19	0.25	筹资活动现金流净额	-272.23	263.78	-736.60	-999.54
归属母公司股东净利润	741.96	859.09	1164.38	1568.35	现金流量净额	391.61	1115.03	706.95	771.56
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1170.90	2285.93	2992.88	3764.44	成长能力				
应收和预付款项	279.22	416.82	526.28	625.42	销售收入增长率	37.39%	25.48%	24.24%	23.80%
存货	744.31	1188.72	1265.46	1550.68	营业利润增长率	116.78%	15.19%	36.03%	35.14%
其他流动资产	84.97	16.55	21.45	26.19	净利润增长率	109.25%	15.79%	35.54%	34.69%
长期股权投资	1.40	1.40	1.40	1.40	EBITDA 增长率	110.46%	12.47%	33.94%	33.71%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	404.39	359.34	314.28	269.23	毛利率	20.78%	22.11%	22.90%	23.82%
无形资产和开发支出	101.03	89.41	77.79	66.16	三费率	11.70%	12.63%	12.63%	12.63%
其他非流动资产	73.61	67.29	67.24	66.74	净利率	9.01%	8.31%	9.07%	9.87%
资产总计	2859.82	4425.45	5266.78	6370.27	ROE	59.44%	36.32%	41.83%	46.94%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	25.95%	19.42%	22.11%	24.62%
应付和预收款项	1462.80	1830.94	2233.51	2742.60	ROIC	108.61%	88.54%	110.01%	144.99%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	10.78%	9.66%	10.42%	11.25%
其他负债	148.59	228.49	248.90	286.08	营运能力				
负债合计	1611.40	2059.43	2482.41	3028.68	总资产周转率	3.35	2.84	2.65	2.73
股本	363.00	406.31	406.31	406.31	固定资产周转率	23.99	27.56	38.92	55.80
资本公积	0.00	862.63	862.63	862.63	应收账款周转率	301.60	212.47	234.48	225.85
留存收益	878.82	1093.44	1511.61	2068.57	存货周转率	10.81	8.05	7.94	8.46
归属母公司股东权益	1244.94	2362.38	2780.56	3337.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.49%	—	—	—
少数股东权益	3.49	3.63	3.82	4.07	资本结构				
股东权益合计	1248.43	2366.02	2784.37	3341.59	资产负债率	56.35%	46.54%	47.13%	47.54%
负债和股东权益合计	2859.82	4425.45	5266.78	6370.27	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.47	1.96	1.99	2.01
					速动比率	0.99	1.36	1.46	1.49
					股利支付率	41.50%	75.02%	64.09%	64.49%
					每股指标				
					每股收益	1.83	2.11	2.87	3.86
					每股净资产	3.07	5.82	6.85	8.22
					每股经营现金	1.86	2.10	3.56	4.36
					每股股利	0.76	1.59	1.84	2.49
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	887.98	998.68	1337.64	1788.52					
PE	39.13	33.80	24.94	18.51					
PB	23.26	12.27	10.43	8.69					
PS	3.52	2.81	2.26	1.83					
EV/EBITDA	27.82	26.73	19.42	14.10					
股息率	1.06%	2.22%	2.57%	3.48%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn