

积极布局运营服务的机顶盒龙头 ——创维转债申购价值分析

基本结论

- **事件：**4月10日晚，创维数字股份有限公司发布公告，将于2019年4月15日发行10.40亿元可转债。对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为86.68元，YTM为2.89%。**创维转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的113%（含最后一期利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/4/10）5.42%作为贴现率估算，债底价值为86.68元，纯债对应的YTM为2.89%，债底保护性尚可。
- **平价为100.35元，下修条款较易触发。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价为11.56元/股，创维数字（000810.SZ）4月10日的收盘价为11.60元，对应转债平价为100.35元。创维转债的下修条款为：10/20，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款较易触发。
- **预计创维转债上市首日价格在107~109元之间。**截至4月10日，创维转债平价为100.35元。可参照的平价可比标的为小康转债，其平价为100.17元，当前的转股溢价率水平为10.42%，可参照的规模可比标的是绝味转债，当前转股溢价率为6.95%。考虑到正股经营业绩尚可，亮点有限，预计转股溢价率在7%~9%之间，对应的上市首日的价格在107~109元区间。
- **预计配售比例在30%左右。**深圳创维-RGB电子有限公司直接持有创维数字54.42%的股份，为公司控股股东，其将参与本次发行的优先配售，承诺认购金额不低于2亿元，占此次发行总规模的19.23%。在此基础上预计配售比例在30%左右，那么留给市场的申购规模为7.28亿元左右。
- **预计中签率在0.032%-0.035%。**创维转债总申购金额为10.40亿元，假设配售比例为30%，那么可供投资者申购的金额为7.28亿元，若网上申购户数为60万，网下参与户数为4,000~4,500户，平均单户申购金额按上限的75%打新，预计中签率在0.032%-0.035%之间。
- **考虑到创维转债债底保护性尚可，重要条款设置相对友好，目前平价水平略高于面值。正股经营业绩尚可，转债具有一定配置价值，建议投资者积极参与申购。**
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳

 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001
 zhoyue1@gjzq.com.cn

4月10日晚，创维数字股份有限公司（以下简称“创维数字”）发布公告，将于2019年4月15日发行10.40亿元可转债，此次募集资金将用于机顶盒与接入终端系列产品智能化升级扩建项目和汽车智能驾驶辅助系统升级扩建项目。以下我们对创维转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

1、创维转债基本要素分析

债底为86.68元，YTM为2.89%。创维转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的113%（含最后一期利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/4/10）5.42%作为贴现率估算，债底价值为86.68元，纯债对应的YTM为2.89%，债底保护性尚可。

平价为100.35元，下修条款较易触发。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价为11.56元/股，创维数字（000810.SZ）4月10日的收盘价为11.60元，对应转债平价为100.35元。创维转债的下修条款为：10/20，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款较易触发。

图表 1：创维转债基本信息梳理

		具体内容
转债信息	转债名称/代码	创维转债/127013.SZ
	发行规模	10.40 亿元
	发行方式	原股东优先配售、网下向机构投资者配售和网上向社会公众投资者
	票面利率	第一年 0.4%、第二年 0.6%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%
	到期赎回价格	票面面值的 113%（含最后一期年度利息）
	存续期	自发行之日起 6 年
	转股期	自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日~转债到期日
	主体/债项评级/担保	AA/AA/无
	初始转股价格	11.56 元/股
	募集资金用途	机顶盒与接入终端系列产品智能化升级扩建项目和汽车智能驾驶辅助系统升级扩建项目
重要条款	主承销商	中信证券
	下修条款	本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续二十个交易日中至少有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。
	有条件赎回条款	在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。
	有条件回售条款	本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为 8.38%。若按创维数字（000810.SZ）初始转股价 11.56 元/股进行转股，转债发行对总股本的稀释度和流通盘的稀释度分别为 8.38%和 9.27%，股本摊薄压力较小。

图表 2：创维转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-4-11	T-2	1、刊登募集说明书摘要、《发行公告》、《网上路演公告》 1、原股东优先配售股权登记日
2019-4-12	T-1	2、网上路演 3、网下申购日，网下机构投资者在 17:00 前提交《网下申购表》等相关文件，并于 17:00 前缴纳申购保证金
2019-4-15	T	1、发行首日 2、刊登《发行提示性公告》 3、原股东优先配售认购日（缴付足额资金） 4、网上申购（无需缴付申购资金） 5、确定网上中签率
2019-4-16	T+1	1、刊登《网上中签率及网下发行配售结果公告》 2、网上申购摇号抽签
2019-4-17	T+2	1、刊登《网上中签结果公告》 2、网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款（投资者确保资金账户在 T+2 日日终有足额的可转债认购资金） 3、网下投资者根据配售金额于 17:00 前完成缴款（如申购保证金低于配售金额）
2019-4-18	T+3	保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2019-4-19	T+4	1、刊登《发行结果公告》 2、向发行人划付募集资金

来源：Wind，国金证券研究所

2、投资申购建议

预计创维转债上市首日价格在 107~109 元之间。截至 4 月 10 日，创维转债平价为 100.35 元。可参照的平价可比标为小康转债，其平价为 100.17 元，当前的转股溢价率水平为 10.42%，可参照的规模可比标的是绝味转债，当前转股溢价率为 6.95%。考虑到正股经营业绩尚可，亮点有限，预计转股溢价率在 7%~9%之间，对应的上市首日的价格在 107~109 元区间。

预计配售比例在 30%左右。深圳创维-RGB 电子有限公司直接持有创维数字 54.42%的股份，为公司控股股东，其将参与本次发行的优先配售，承诺认购金额不低于 2 亿元，占此次发行总规模的 19.23%。在此基础上预计配售比例在 30%左右，那么留给市场的申购规模为 7.28 亿元左右。

预计中签率在 0.032%-0.035%。创维转债总申购金额为 10.40 亿元，假设配售比例为 30%，那么可供投资者申购的金额为 7.28 亿元，若网上申购户数为 60 万，网下参与户数为 4,000~4,500 户，平均单户申购金额按上限的 75%打新，预计中签率在 0.032%-0.035%之间。

考虑到创维转债债底保护性尚可，重要条款设置相对友好，目前平价水平略高于面值。正股经营业绩尚可，转债具有一定配置价值，建议投资者积极参与申购。

3、正股基本面分析

创维数字股份有限公司主营业务为数字电视智能终端及软件系统与平台的研发、制造、销售及运营与服务，主要面向运营商（国内广电、国内三大通信、全球海外 Pay-TV 及 AndroidTV 生态等）以及国内 B2C 与海外 B2B2C 的零售市场。

公司在数字智能终端方面有较为完整的产品、系统和平台服务。主要数字智能网络盒子终端包括：DVB 有线高清双向、互动、4K 超高清、智能、OTT，IPTV、IPTV+OTT，互联网 OTT、智能融合型，数字卫星、数字地面等；主要智能网络包括：智能网关、ONU、EPON、GPON、CableModem、WiFi 路由、CATV 光机、EOC、SmartHome 等产品。智能制造方面，公司旗下液晶器件公

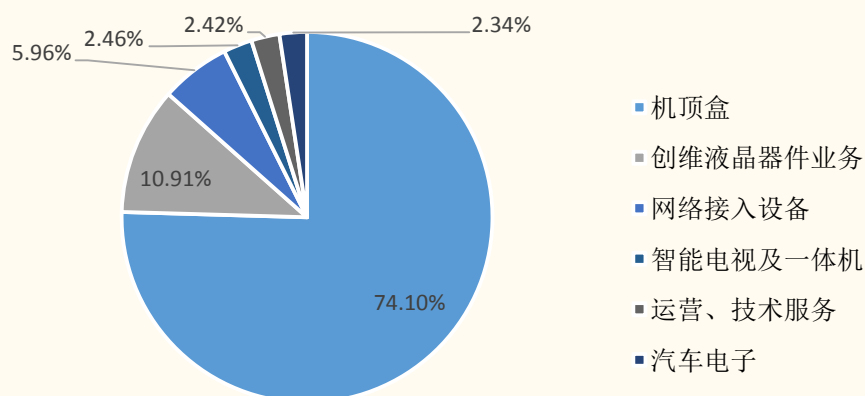
司从事中小尺寸显示模组（含 OLED 模组）、LED 灯条、光学膜片的研发、生产、销售业务及移动通信手机 SMT 及整机制造业务等，目前合作中的品牌客户主要有三星、OPPO、京东方 BOE、LG、闻泰、传音、中诺等。

国内数字智能盒子行业龙头企业。公司是国内较早从事数字电视智能盒子终端研究、开发、设计、制造以及销售的国家高新技术企业。在国内广电运营商市场占有率、国内 OTT 智能终端市场销量、国内有线 4K 机顶盒销量、国内三大通信运营商 IPTV+OTT 销量、中国企业出口海外销量等领域遥遥领先。公司推行研发、生产、营销的国际化战略，机顶盒产品行销全球。

4K 产业快速发展或为公司带来新的业绩增长点。2018 年 8 月国家广电总局发布了《4K 超高清电视技术应用实施指南（2018 版）》，中央电视台 4K 超高清频道正式开播，体现出 4K 产业正在驶入快车道。4K 产业链中，4K 终端的发展领先于其他环节。我国有线电视行业 4K 超高清机顶盒市场空间将快速释放。创维数字作为机顶盒龙头，或将享受政策红利。

2018 年公司营业收入为 77.63 亿元，同比增长 7.02%。其中机顶盒收入 57.52 亿元，占比 74.10%；创维液晶器件业务收入 8.47 亿元，占比 10.91%；网络接入设备收入 4.63 亿元，占比 5.96%；智能电视及一体机收入 1.91 亿元，占比 2.46%；运营、技术服务收入 1.88 亿元，占比 2.42%，同比增加 79.2%，公司先后布局客厅场景、入户场景、社会场景，超高清产业的发展，将催生更多的运营业务机会；汽车电子收入 1.82 亿元，占比 2.34%。

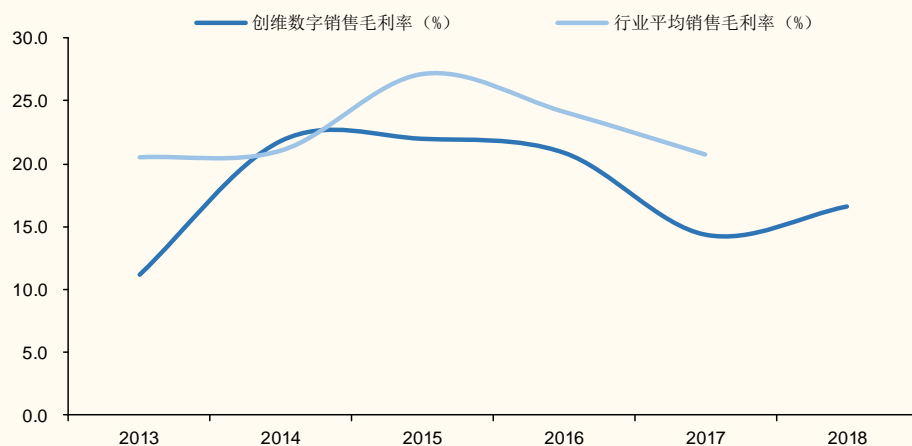
图表 3：各主营业务收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

销售毛利率有所提高。公司 18 年销售毛利率有所增加。2018 年，公司销售毛利率为 16.59%，较 2017 年上升 2 个百分点，与行业毛利率的差值有望缩小。

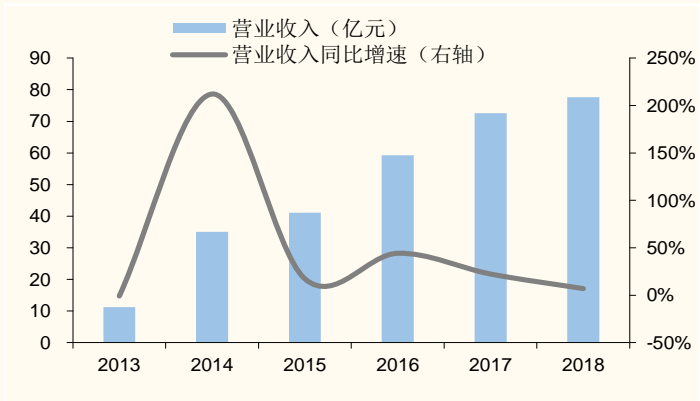
图表 4：创维数字及行业销售毛利率



来源：Wind，国金证券研究所

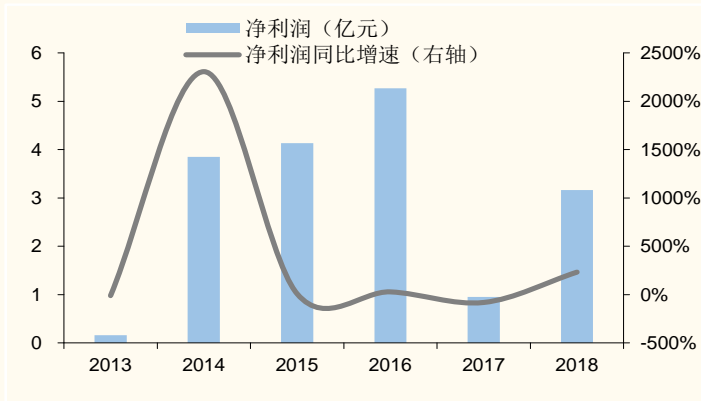
营收增速放缓，净利润有所回升。2018 年公司营业收入为 77.63 亿元，同比增长 7.02%。净利润方面，公司在 2017 年由于上游关键原材料存储芯片全球供应紧缺及外汇汇率变动等原因引起净利润较大降幅。2017 年公司净利润为 0.95 亿元，同比下降 81.97%。2018 年表现有所回暖，公司实现净利润 3.16 亿元，同比增长 231.95%。

图表 5：创维数字营业收入及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

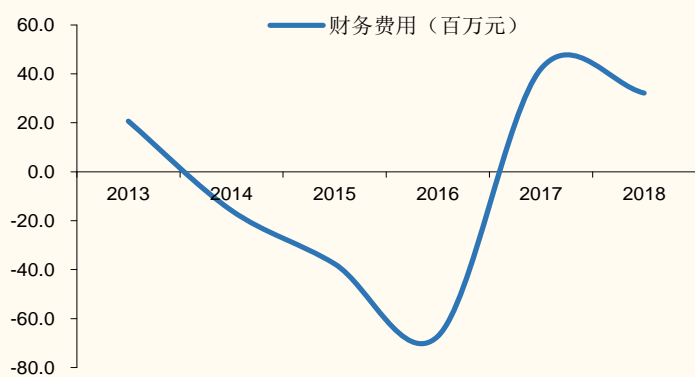
图表 6：创维数字净利润及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

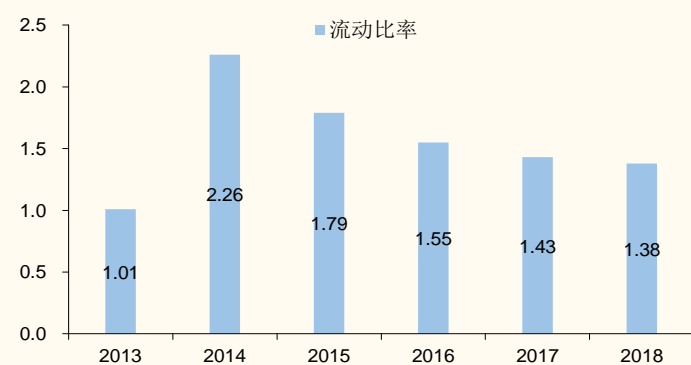
财务费用有所增加，偿债保障能力一般。2016 年的财务费用为-6,724 万元，2017 年增至 4,206 万元，2018 年又降至 3,217 万元，较上年下降 23.51%，主要系汇率变化产生汇兑收益所致。流动比率方面，除 2014 年外，公司近年均低于 2，偿债保障能力一般。

图表 7：创维数字财务费用情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：创维数字流动比率



来源：Wind，国金证券研究所

4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH