

## 创维数字 (000810.SZ) 家电行业

证券研究报告

评级：增持

公司点评

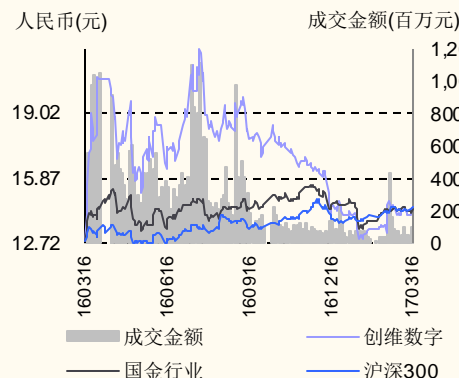
市场价格 (人民币): 14.44 元

## 机顶盒主业稳健增长，多元化布局持续推进

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	407.88
总市值(百万元)	14,939.02
年内股价最高最低(元)	22.06/12.85
沪深 300 指数	3481.51
深证成指	10624.42



## 相关报告

1. 《中期业绩大幅增长符合预期，未来主营+转型布局动力十足-创维数...》，2016.8.19
2. 《创维腾讯强强联合，miniStation 预约超 10 万台-创维...》，2016.7.18
3. 《纵向横向发展得利，关注下周 miniStation 发布-创维数...》，2016.7.11
4. 《合纵连横，“软”“硬”兼施-创维数字公司研究》，2016.7.5

曹燕萍 分析师 SAC 执业编号: S1130514080004  
(8621)61038291  
caoyanping@gjzq.com.cn

洪吉然 联系人  
hongjiran@gjzq.com.cn

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.416	0.470	0.520	0.595	0.675
每股净资产(元)	2.31	2.57	2.99	3.48	4.06
每股经营性现金流(元)	0.43	0.41	0.67	0.63	0.54
市盈率(倍)	30.45	29.93	27.75	24.28	21.40
行业优化市盈率(倍)	20.80	20.80	20.80	20.80	20.80
净利润增长率(%)	7.40%	17.07%	10.68%	14.28%	13.48%
净资产收益率(%)	18.05%	18.30%	17.41%	17.07%	16.63%
总股本(百万股)	998.50	1,034.56	1,034.56	1,034.56	1,034.56

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 创维数字发布 2016 年年报，公司实现营收 59.27 亿元 (+8.19%)，归母净利润 4.86 亿元 (+6.67%)；扣非后归母净利润同比增长 9.62%；其中 16 年 Q4 营收 16.76 亿元 (+9.36%)；归母净利润 1.39 亿元 (-25.27%)。

## 经营分析

- **主业规模稳健增长，液晶器件并表拖累收入：**剔除液晶器件并表因素，创维数字营业收入 52.82 亿元 (+28.58%)，归母净利润 3.96 亿元 (+5.07%)。公司机顶盒主业收入同比增长 23%，营收占比达 82%，其中电信、OTT 等网络机顶盒销售增幅较大 (+40.4%)，而传统的广电有线机顶盒销售与 15 年基本持平。海外业务方面，Strong 集团并表以及上半年印度、南非市场订单大增带动出口收入快速增长，16 年海外营收 22.60 亿元 (+54%)，其中 Strong 集团实现收入 8.51 亿元。
- **毛利率有所改善，期间费用影响业绩：**16 年公司综合毛利率 21.20%，同比增长 2.02pct，毛利率改善主要得益于产品结构升级以及海外高毛利业务占比提升。16 年公司归母净利率 8.20%，同比下滑 1.9pct，研发人员规模和薪酬增加以及欧洲 Strong 集团并表导致的管理费用率提升 (+0.8pct) 是公司净利率下滑的主要原因。
- **行业龙头地位稳固，多元化布局稳步推进：**公司是国内机顶盒龙头，在广电运营商市场、智能终端市场、海外出口销量、电信运营商 IPTV+OTT 销量上均为国内第一。16 年 7 月和 10 月，公司相继中标中国电信和中国移动智能机顶盒集采项目，有力巩固了行业龙头地位。此外，公司积极进行多元化布局：1) 液晶器件板块已剔除盈利能力较差的彩电 TV 模组业务，未来有望发挥良好的协同效应；2) 与广电合作的“广电+互联网”业务已在全国 60 家医院落地；2) 汽车电子和自主 OTT 运营平台稳步推进；4) VR 版 miniStation 正在研发，未来有望为公司带来新的利润增长点。

## 投资建议

- 机顶盒主业稳健增长支撑业绩，同时公司在互联网运营、VR 游戏、汽车电子等多元化布局上持续推进。预计公司 2017-19 年归母净利润分别为 5.4/6.2/7.0 亿元，对应 EPS 0.52/0.60/0.68 元，对应 PE 为 27.8/24.3/21.4 倍。考虑到公司目前转型面临一定不确定性，给予“增持”评级。

**风险提示：**主业增速放缓；转型面临不确定性；海外市场发展受阻。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,502</b>	<b>4,108</b>	<b>5,927</b>	<b>7,059</b>	<b>8,130</b>	<b>9,363</b>	货币资金	1,009	614	1,572	2,000	2,500	3,000
增长率		17.3%	44.3%	19.1%	15.2%	15.2%	应收款项	2,374	2,576	2,780	3,351	3,859	4,444
主营业务成本	-2,723	-3,190	-4,670	-5,561	-6,401	-7,367	存货	253	729	924	914	877	1,009
%销售收入	77.8%	77.7%	78.8%	78.8%	78.7%	78.7%	其他流动资产	60	809	245	230	235	240
毛利	779	917	1,257	1,498	1,729	1,996	流动资产	3,696	4,728	5,520	6,495	7,471	8,693
%销售收入	22.2%	22.3%	21.2%	21.2%	21.3%	21.3%	%总资产	94.5%	89.7%	83.9%	86.9%	88.2%	89.4%
营业税金及附加	-17	-17	-23	-28	-33	-37	长期投资	0	5	15	16	15	15
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	112	240	656	681	709	747
营业费用	-224	-306	-401	-473	-545	-627	%总资产	2.9%	4.6%	10.0%	9.1%	8.4%	7.7%
%销售收入	6.4%	7.4%	6.8%	6.7%	6.7%	6.7%	无形资产	52	242	287	280	275	271
管理费用	-177	-253	-413	-459	-537	-627	非流动资产	213	541	1,061	977	1,000	1,034
%销售收入	5.1%	6.2%	7.0%	6.5%	6.6%	6.7%	%总资产	5.5%	10.3%	16.1%	13.1%	11.8%	10.6%
息税前利润 (EBIT)	361	342	421	538	615	704	<b>资产总计</b>	<b>3,910</b>	<b>5,269</b>	<b>6,581</b>	<b>7,473</b>	<b>8,470</b>	<b>9,727</b>
%销售收入	10.3%	8.3%	7.1%	7.6%	7.6%	7.5%	短期借款	0	306	448	427	458	625
财务费用	16	38	67	3	12	16	应付款项	1,543	2,205	2,928	3,468	3,844	4,253
%销售收入	-0.5%	-0.9%	-1.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	其他流动负债	92	135	182	210	241	278
资产减值损失	-20	6	-24	0	0	0	流动负债	1,635	2,646	3,557	4,105	4,543	5,156
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0	长期贷款	150	69	123	123	123	124
投资收益	5	1	5	5	5	5	其他长期负债	111	201	181	49	57	66
%税前利润	1.3%	0.2%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	<b>负债</b>	<b>1,896</b>	<b>2,915</b>	<b>3,861</b>	<b>4,277</b>	<b>4,723</b>	<b>5,345</b>
营业利润	362	387	471	546	632	725	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,988</b>	<b>2,302</b>	<b>2,657</b>	<b>3,092</b>	<b>3,604</b>	<b>4,199</b>
营业利润率	10.3%	9.4%	7.9%	7.7%	7.8%	7.7%	少数股东权益	25	52	63	103	143	183
营业外收支	71	87	118	100	100	100	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,910</b>	<b>5,269</b>	<b>6,581</b>	<b>7,473</b>	<b>8,470</b>	<b>9,727</b>
税前利润	433	473	589	646	732	825	<b>比率分析</b>						
利润率	12.4%	11.5%	9.9%	9.2%	9.0%	8.8%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-48	-60	-62	-68	-77	-87	<b>每股指标</b>						
所得税率	11.0%	12.8%	10.5%	10.5%	10.5%	10.5%	每股收益	0.775	0.416	0.470	0.520	0.595	0.675
净利润	385	413	527	578	655	738	每股净资产	3.983	2.305	2.569	2.989	3.484	4.058
少数股东损益	-2	-3	41	40	40	40	每股经营现金净流	0.422	0.433	0.414	0.667	0.633	0.538
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>387</b>	<b>415</b>	<b>486</b>	<b>538</b>	<b>615</b>	<b>698</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100
净利率	11.0%	10.1%	8.2%	7.6%	7.6%	7.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	19.46%	18.05%	18.30%	17.41%	17.07%	16.63%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.89%	7.89%	7.39%	7.20%	7.26%	7.18%
							投入资本收益率	14.85%	10.92%	11.45%	12.86%	12.71%	12.28%
							<b>增长率</b>						
净利润	385	413	527	578	655	738	主营业务收入增长率	212.16%	17.31%	44.29%	19.10%	15.17%	15.17%
非现金支出	46	47	102	114	130	151	EBIT增长率	567.07%	-5.36%	23.19%	27.86%	14.26%	14.45%
非经营收益	5	-4	-26	-15	-71	-64	净利润增长率	10297.1%	7.4%	17.1%	10.7%	14.3%	13.5%
营运资金变动	-225	-23	-175	12	-60	-268	总资产增长率	258.06%	34.76%	24.91%	13.54%	13.35%	14.84%
经营活动现金净流	211	433	429	690	655	556	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-79</b>	<b>-161</b>	<b>-194</b>	<b>14</b>	<b>-53</b>	<b>-85</b>	应收账款周转天数	111.7	196.9	147.4	150.0	150.0	150.0
投资	90	-731	533	-1	0	0	存货周转天数	29.8	56.2	64.6	60.0	50.0	50.0
其他	6	1	3	5	5	5	应付账款周转天数	52.1	124.7	105.8	102.0	102.0	102.0
投资活动现金净流	17	-891	341	18	-48	-80	固定资产周转天数	3.8	4.6	40.1	33.4	28.9	25.4
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>偿债能力</b>						
债权募资	150	94	153	-142	31	168	净负债/股东权益	-42.67%	-10.15%	-36.87%	-45.43%	-51.26%	-51.41%
其他	46	-59	-456	-137	-138	-144	EBIT利息保障倍数	-22.8	-9.1	-6.3	-173.9	-50.1	-43.7
筹资活动现金净流	196	37	-298	-280	-107	24	资产负债率	48.49%	55.33%	58.66%	57.24%	55.76%	54.95%
<b>现金净流量</b>	<b>423</b>	<b>-420</b>	<b>472</b>	<b>428</b>	<b>500</b>	<b>500</b>							

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	8
增持	0	0	1	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.33	1.33

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

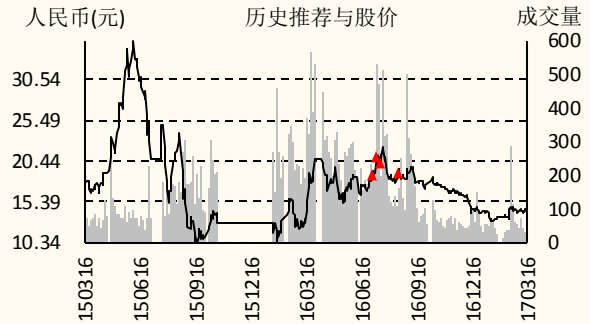
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-05	买入	18.40	20.80~21.80
2	2016-07-11	买入	18.94	20.85~21.85
3	2016-07-18	买入	20.08	22.51~23.04
4	2016-08-19	买入	18.98	22.51~23.04

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。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 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%以上。

**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，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作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：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 7BD