创维数字（000810.SZ）

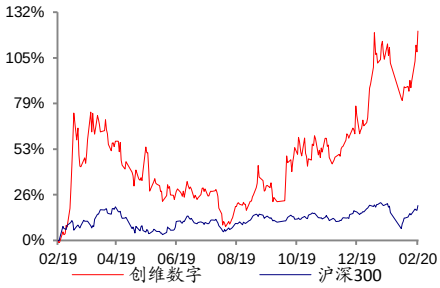
超高清政策推动设备空间，盈利能力修复

公司评级	增持
当前价格	16.2 元
合理价值	17.52 元
报告日期	2020-02-25

核心观点：

- **公司披露 2019 年业绩预告。**预计 2019 年公司实现归母净利润区间为 5.5 亿至 7.0 亿，对应 EPS 为 0.53 元/股至 0.67 元/股，对应同比增速为 65.8%至 111.1%。以此估算，2019Q4 单季度归母净利润约为 0.5 亿至 2.0 亿，对应同比增速为-49.6%至 94.1%。
- **收入预计实现稳健增长。**三季度公司收入同比增长 9.0%，主要受益于超高清视频产业政策推动，入网产品及 4K 终端设备的需求显著。公司披露的投资者调研纪要显示，广电体系 4K 盒子年需求量约 2000-3000 万台，接入网设备约 1500 万台；三大通信运营商体系 2020 年盒子需求量约 4300 万台，智能网关约 5000 万台，接入网设备约 5000 万台；2C 市场 OOT 盒子需求量约 1500 万台，整体空间较大。
- **盈利能力预计大幅修复。**公司预计 2019 年归母净利润同比增幅较大主要受益于产品与销售结构优化带来的收入增长与毛利率提升。一方面 Wind 数据显示，2019 年公司主要零部件 DRAM、FLASH 价格同比有较大幅度的下降，如果采用简单平均数计算全年均价，2Gb / 1333MHz DRAM 以及 32Gb Flash 均价分别同比-33.2% / -14.8%；另一方面公司实施产业联盟合作，以及加强新技术、新应用的预研，优化了产品结构，提升了高毛利产品的销售比例，共同推动了盈利能力的修复。
- **盈利预测。**预计 2019-2021 年公司归母净利 6.1 / 7.8 / 9.4 亿元，同比增长 84.5% / 28.9% / 20.2%，最新收盘价对应 2020 年 PE 估值为 22.0x，给予公司 2020 年 PE 估值 24.0x，对应 PEG 约等于 1，对应合理价值 17.52 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示。**超高清推进不及预期；原材料价格大幅上涨。

相对市场表现



分析师：曾婵
SAC 执证号：S0260517050002
SFC CE No. BNV293
0755-82771936
zengchan@gf.com.cn
分析师：袁雨辰
SAC 执证号：S0260517110001
SFC CE No. BNV055
021-60750604
yuanyuchen@gf.com.cn
分析师：王朝宁
SAC 执证号：S0260518100001
021-60750604
wangchaoning@gf.com.cn
请注意，王朝宁并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7,253	7,763	8,555	9,878	11,122
增长率(%)	22.4	7.0	10.2	15.5	12.6
EBITDA(百万元)	240	418	674	879	1,086
归母净利润(百万元)	94	328	605	780	937
增长率(%)	-80.6	247.6	84.5	28.9	20.2
EPS（元/股）	0.09	0.31	0.57	0.74	0.89
市盈率（P/E）	78.90	18.21	28.34	21.99	18.29
市净率（P/B）	2.77	1.96	4.99	4.14	3.44
EV/EBITDA	31.29	13.68	25.23	19.04	14.93

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相关研究：

联系人：黄涛 0755-82771936
szhuangtao@gf.com.cn

表 1：可比公司估值表

股票代码	公司名称	现价（元人民币）	每股收益（元人民币）		市盈率（X）	
			2019E	2020E	2019E	2020E
600839.SH	四川长虹	3.12	0.03	0.05	111.83	63.67
600060.SH	海信视像	12.33	0.27	0.41	45.96	30.24
000801.SZ	四川九洲	5.45	0.08	0.10	68.81	53.59
				平均	75.53	49.17

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

* 盈利预测均来自于 Wind 一致预期

核心假设

(1) 智能数字终端：在超高清视频政策的推动下，预计4K机顶盒与接入网设备需求量将有较大的提升，市场空间较大。公司披露的投资者调研纪要显示，广电体系4K盒子年需求量约2000-3000万台，接入网设备约1500万台；三大通信运营商体系2020年盒子需求量约4300万台，智能网关约5000万台，接入网设备约5000万台；2C市场OOT盒子需求量约1500万台，有望带来公司相应收入的快速增长；

(2) 创维液晶器件：主要包括小尺寸显示模组（含OLED模组）、LED灯条、POS机、光学膜片等业务。背靠集团优势，预计器件业务将实现稳健增长；

(3) 毛利率：公司主要零部件DRAM、FLASH价格在2019年持续走低，是2019年毛利率提升的主要原因之一，在零部件价格下探空间较小的情况下预计2020年公司智能终端业务毛利率提升空间有所收窄；其他业务假设延续2019年中报情况。

表 2：业务收入拆分（亿元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
数字智能终端	65.5	67.8	78.2	88.2
YoY	8.4%	3.6%	15.3%	12.8%
创维液晶器件	8.5	13.6	15.6	17.1
YoY	-17.0%	60.0%	15.0%	10.0%
其他业务	3.7	4.2	5.0	5.9
YoY	90%	12.7%	20.0%	17.2%
合计	77.6	85.5	98.8	111.2
YoY	7.0%	10.2%	15.5%	12.6%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 3：业务毛利率拆分

	2018A	2019E	2020E	2021E
数字智能终端	16.3%	24.5%	24.7%	24.8%
YoY	2.5pct	8.2pct	0.2pct	0.1pct
创维液晶器件	13.1%	8.5%	9.5%	10.0%
YoY	-3.3pct	-4.6pct	1.0pct	0.5pct

其他业务	30.1%	16.2%	20.1%	20.4%
YoY	-1.4pct	-13.9pct	+3.9pct	+0.3pct
合计	16.6%	21.6%	22.1%	22.2%
YoY	-15.4pct	+5.0pct	+0.5 pct	+0.2pct

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

风险提示

超高清推进不及预期；原材料价格大幅上涨。

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**6,365**	**6,994**	**7,234**	**8,607**	**10,150**
货币资金	913	985	841	1,067	1,540
应收及预付	3,754	4,536	4,637	5,409	6,150
存货	1,337	1,331	1,397	1,624	1,847
其他流动资产	361	143	358	507	611
非流动资产	**1,212**	**1,355**	**1,364**	**1,345**	**1,298**
长期股权投资	5	13	15	17	19
固定资产	694	677	683	661	611
在建工程	4	4	5	6	7
无形资产	178	176	176	176	176
其他长期资产	331	485	485	485	485
资产总计	**7,577**	**8,349**	**8,598**	**9,951**	**11,447**
流动负债	**4,464**	**5,083**	**4,955**	**5,595**	**6,225**
短期借款	602	537	500	450	400
应付及预收	2,897	3,470	3,393	4,001	4,611
其他流动负债	965	1,075	1,061	1,144	1,213
非流动负债	**351**	**161**	**161**	**161**	**161**
长期借款	195	1	1	1	1
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	156	160	160	160	160
负债合计	**4,815**	**5,245**	**5,116**	**5,756**	**6,386**
股本	1,071	1,074	1,058	1,058	1,058
资本公积	411	449	307	307	307
留存收益	1,403	1,707	2,247	2,952	3,799
归属母公司股东权益	2,692	3,048	3,437	4,142	4,989
少数股东权益	70	57	45	53	72
负债和股东权益	**7,577**	**8,349**	**8,598**	**9,951**	**11,447**

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**-575**	**-124**	**358**	**527**	**718**
净利润	95	316	593	788	956
折旧摊销	126	137	93	103	110
营运资金变动	-909	-586	-370	-366	-347
其它	112	10	42	2	-1
投资活动现金流	**-74**	**-58**	**-239**	**-168**	**-97**
资本支出	-131	-117	-97	-77	-57
投资变动	44	51	-2	-2	-2
其他	13	8	-140	-89	-38
筹资活动现金流	**147**	**383**	**-263**	**-134**	**-148**
银行借款	-54	-253	-37	-50	-50
股权融资	204	21	-158	0	0
其他	-3	615	-67	-84	-98
现金净增加额	**-502**	**201**	**-144**	**225**	**474**
期初现金余额	**1,120**	**623**	**985**	**841**	**1,067**
期末现金余额	**623**	**872**	**841**	**1,067**	**1,540**

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**7,253**	**7,763**	**8,555**	**9,878**	**11,122**
营业成本	6,196	6,475	6,708	7,700	8,645
营业税金及附加	22	21	34	40	44
销售费用	471	461	556	593	612
管理费用	187	166	205	227	234
研发费用	263	359	471	543	612
财务费用	42	32	20	29	32
资产减值损失	38	15	46	8	7
公允价值变动收益	-4	1	1	1	1
投资净收益	-8	5	10	11	12
营业利润	**154**	**297**	**656**	**872**	**1,060**
营业外收支	-1	1	3	3	3
利润总额	**153**	**299**	**659**	**875**	**1,063**
所得税	58	-18	66	88	106
净利润	**95**	**316**	**593**	**788**	**956**
少数股东损益	1	-12	-12	8	19
归属母公司净利润	**94**	**328**	**605**	**780**	**937**
EBITDA	240	418	674	879	1,086
EPS（元）	0.09	0.31	0.57	0.74	0.89

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	22.4%	7.0%	10.2%	15.5%	12.6%
营业利润增长	-67.2%	92.9%	120.6%	32.9%	21.5%
归母净利润增长	-80.6%	247.6%	84.5%	28.9%	20.2%
获利能力					
毛利率	14.6%	16.6%	21.6%	22.1%	22.3%
净利率	1.3%	4.1%	6.9%	8.0%	8.6%
ROE	3.5%	10.8%	17.6%	18.8%	18.8%
ROIC	2.5%	10.5%	15.6%	18.5%	21.3%
偿债能力					
资产负债率	63.6%	62.8%	59.5%	57.8%	55.8%
净负债比率	12.8%	8.8%	8.1%	6.5%	5.2%
流动比率	1.43	1.38	1.46	1.54	1.63
速动比率	1.12	1.10	1.16	1.23	1.32
营运能力					
总资产周转率	1.02	0.97	1.01	1.07	1.04
应收账款周转率	2.26	1.89	1.87	1.85	1.83
存货周转率	5.48	4.85	4.80	4.74	4.68
每股指标（元）					
每股收益	0.09	0.31	0.57	0.74	0.89
每股经营现金流	-0.54	-0.12	0.34	0.50	0.68
每股净资产	2.51	2.84	3.25	3.91	4.71
估值比率					
P/E	78.90	18.21	28.34	21.99	18.29
P/B	2.77	1.96	4.99	4.14	3.44
EV/EBITDA	31.29	13.68	25.23	19.04	14.93

广发家电行业研究小组

曾　　婵：首席分析师，武汉大学经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，带领团队荣获 2019 年新财富家电行业第三名。

袁 雨 辰：资深分析师，上海社科院经济学硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名团队成员。

王 朝 宁：资深分析师，乔治华盛顿大学金融学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名，2019 年新财富家电行业第三名团队成员。

黄　　涛：研究助理，同济大学工学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心，2018 年水晶球第二名、IAMAC（中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师）第一名。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。

卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。

卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。