

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

同洲电子 (002052)

强烈推荐 (首次)

直播卫星、高清双向带来新的发展机会

2009 年 02 月 02 日

现价 7.67 元

段迎晟 IT 行业研究员

86-755-22622386

duanys@pasc.com.cn

联系人/研究助理:

独到见解

- 中星 9 号直播卫星的发射,使卫星机顶盒进入一个爆发阶段,家电下乡更激发了农村机顶盒的需求,预计 2009 年有 1000 万台的需求量,为公司提供超常发展机会。
- 公司端到端的服务创新在有线数字平移后期如鱼得水,高清和双向的需求也是公司重要的增长点。

投资要点

- 广电的发展对和谐社会具有积极正面的作用,中星 9 号直播卫星的发射,使卫星机顶盒进入一个爆发阶段,家电下乡更激发了农村机顶盒的需求,为公司提供超常发展机会。
- 高清电视在发达国家是主流,目前的平板电视支持高清制式,高清产业处于快速发展期,高清节目的推出将大大推进整个产业的发展,高清机顶盒的需求也将进入一个快速发展期。
- 有线数字电视平移后期,广电运营商面临 IPTV 的竞争,促使广电加速有线数字系统向双向的改造,通过多媒体核心技术平台、运营支撑平台、内容服务平台三大平台,公司提供端到端的服务是公司产品更有竞争力;
- 随着双向交互式、高清等高端机顶盒成为市场主流时,公司在高端产品领域的技术优势必将体现,毛利会比较高;
- 公司参股哈尔滨等运营商,大大提高盈利能力。

主要数据

行业	通信及相关
公司代码	002052
公司网址	http://www.
总股本(万股)	29370.98
流通股(万股)	15806.42
流通市值(百万)	1212.35
每股净资产(元)	2.61
净资产收益率(%)	11.40
总资产负债率(%)	62.17

相关研究报告

风险提示

- 公司的应收账款和存货很高,存在应收账款进一步增加的风险。
- 广电系统和直播卫星的招标有一定的不确定性,招标的价格战难以避免,公司的销售额及毛利会受到影响。
- 金融危机对公司出口的影响还是偏负面。
- 公司的参股运营商经验不足,有不确定。

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

12 月 31 日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万)	865.61	1075.69	1827.36	2101	2732	3497
净利润(百万)	61.17	60.70	99.60	121	164	228
净利润增长率(%)	51.02	-0.77	64.10	21.49	35.73	38.89
每股盈利(元)	0.94	0.54	0.44	0.38	0.53	0.74
市盈率(倍)	0.00	38.88	45.25	20.68	14.95	10.64
股息(元)						
股息率(%)		0.00	0.00			

目录

I. 行业判断	3
II. 盈利预测与估值	3
i. 盈利预测	3
ii. 绝对法估值	3
iii. 相对估值	4
III. 公司的基本情况	4
i. 公司的主要产品	4
ii. 公司提供端到端的解决方案	5
IV. 行业概况	6
i. 行业基本情况	6
ii. 直播卫星带来的机会	8
iii. 有线数字电视的发展趋势	10
● 高清的需求逐渐加大	10
● 双向改造的机会	11
V. 公司发展机会	11
i. 卫星机顶盒	11
ii. 高清和双向机会	12
iii. 端到端的服务使公司和有线运营商双赢	13
iv. 参股运营商	15
VI. 公司竞争优势	16
VII. 风险	16
VIII. 附：财务报表	17

I. 行业判断

公司所处的机顶盒行业属于广电系统的数字电视产业，广电系统肩负创造和谐社会的重担，在国家拉动经济的背景下，行业受国家政策扶持，广电系统的动作很大，整个行业面临很多机会，这是百姓的基本生活需求，占生活消费比例不大，不受金融危机影响。

中星9号直播卫星的成功发射后，国家组织了366万套，价值14亿的卫星机顶盒招标，十一五规划期间，国家计划投入34亿元资金用于直播卫星相关产品的招标，预计2009年有1000万台的需求量，卫星机顶盒进入一个爆发阶段，家电下乡更激发了农村机顶盒的需求，为公司提供超常发展机会。

高清电视在发达国家是主流，目前的平板电视支持高清制式，高清产业处于快速发展期，高清节目的推出将大大推进整个产业的发展，高清机顶盒的需求也将进入一个快速发展期。

有线数字电视平移后期，广电运营商面临 IPTV 的竞争，促使广电加速有线数字系统向双向的改造，通过多媒体核心技术平台、运营支撑平台、内容服务平台三大平台，公司提供端到端的服务是公司产品更有竞争力；

II. 盈利预测与估值

i. 盈利预测

2009、10年是公司快速增长期，主要是直播卫星、高清、双向拉动，公司参股运营商等。

收入预测假设条件：

- 1) 直播卫星的出货量成倍增加，毛利在25%左右；
- 2) 高清和双向机顶盒的出货量成倍增加，毛利在30%以上；
- 3) 产品毛利率稳中有降；
- 4) 各项业务的成本费用率维持在07年的水平；
- 5) 营业费用率、管理费用率维持在07年的平均水平；

根据销售预测的假设，我们预测公司08 - 10年公司EPS为0.38，0.53元和0.74元，复合增长39%。

ii. 绝对法估值

图表1 DCF 估值假设

项目	高速增长阶段	债务成本	
贝塔值 (β)	1.023	债务溢价	4.95%
无风险利率 (%)	2.52%	法定所得税税率	24.00%
市场的预期收益率 (%)	10.00%	债务成本	5.68%
股权资本成本 (K_e)	10.18%	权益、债务比率	
债务成本 K_d (%)	5.68%	债务权益比 D/E	34.59%
债务比率 $D/(D+E)(\%)$	25.70%	权益比率	74.30%
WACC	9.02%	债务比率	25.70%

资料来源：平安证券

根据以上假设，我们得到公司的绝对估值为10.4元，永续增长率为1%。

iii. 相对估值

图表2 类似行业上市公司的估值比较

证券简称	2007 年 PE	2008 年 PE	2009 年 PE	2010 年 PE
南天信息	59	22	20	15
深天马 A	22	24	16	13
莱宝高科	13	15	12	10
同方股份	29	24	18	14
证通电子	33	23	16	12
新嘉联	26	31	31	35
歌尔声学	38	23	16	12
新大陆	22	27	19	13
平均	30	24	19	16

资料来源：平安证券 wind

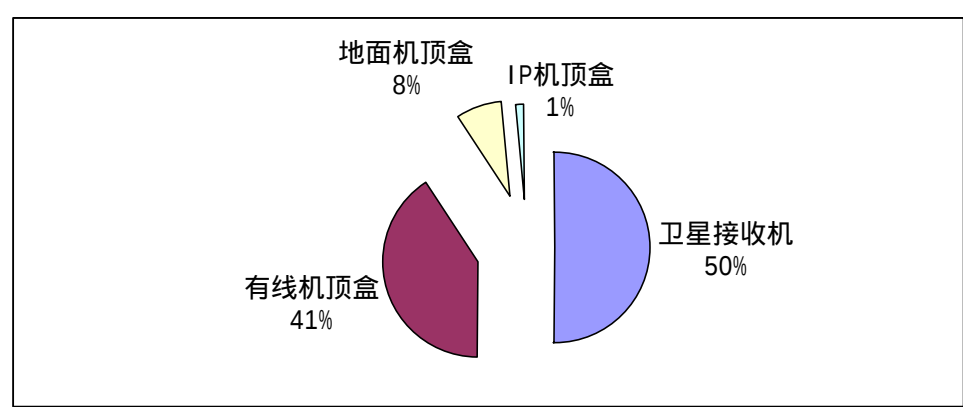
我们认为，公司所处行业正在高速增长，同时公司主业清晰、增长明确，08、09及10年的EPS预测为0.38，0.53元和0.74元，公司在可预见的未来3年之内年均增长将在35%左右，我们给予09年20倍市盈率，对应10元左右的目标价，综合各方面因素判断，给予“强烈推荐”的评级。

III. 公司的基本情况

i. 公司的主要产品

公司是我国数字电视龙头企业，致力于数字电视机顶盒、交互数字电视系统、集成电路、核心软件、卫星通讯设备等数字视讯产品的研制、生产、销售。公司的产业链很长，形成了数字电视机顶盒、IPTV 机顶盒、交互数字电视系统、关键前端设备、核心软件、卫星通讯、移动视讯、汽车电子、安防电子等系列化产品，确立了公司在国内市场的龙头地位，在高清、双向交互、增值服务、数字电视整体解决方案的领先地位。

图表3 公司 2008 年主要产品的产出比例



资料来源：平安证券

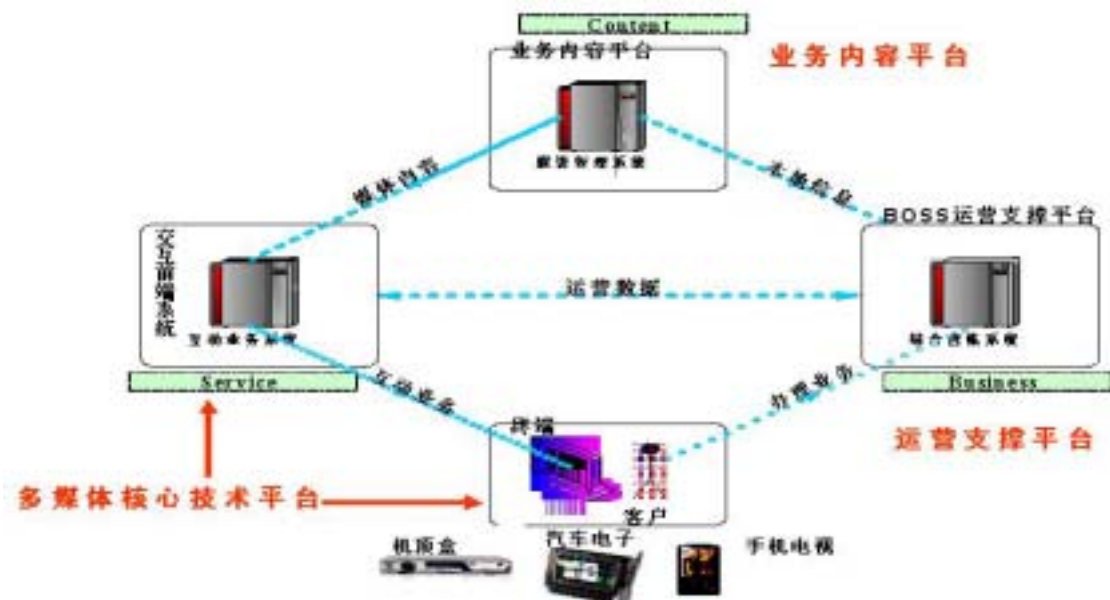
公司布局合理，以市场需求为导向，在国内20多个省市建立了分公司、办事处和分支机构，在国际市场欧洲、亚洲、美洲、澳洲等全球大部分地区建立了办事处，并建立了完善的营销和客户服务网络。公司数字机顶盒在整体平移市场进入深圳、北京歌华、重庆、湖南、武汉、南海、杭州、广州、长沙、江西省网、珠海、新疆、东莞、南通、厦门、遵义、淄博等三十多个省市，公司还承担了国家村村通工程、中组部农村党员远程教育、中央教育电视台等重要项目。在海外市场，公司产品大量出口，逐步取代韩国、欧洲等发达国家产品成为主流，连续七年全国同行出口第一。

ii. 公司提供端到端的解决方案

端到端解决方案，是指从数字电视前端到终端，也可理解为发射端到接收端，从根本上解决了运营者对于数字电视的系统设计以及商业运营都没有充足经验的问题。公司已具备为广电提供一站式端到端解决方案的能力，逐步从研发、制造向为客户提供端到端整体解决方案及数字电视增值服务转变。

公司未雨绸缪，在机顶盒还大有市场的时候，已向全面方案提供商转换。经过近三年的努力，公司已拥有综合业务平台、核心技术平台、数字电视内容平台等三大平台，还有强大的技术研发力量。单向数字业务模式与互动数字电视的业务模式截然不同，广电迅速转换为电信级运营商才能和电信抗衡，而公司在互动电视的整体解决方案上有很多创新，是广电的最佳合作伙伴。

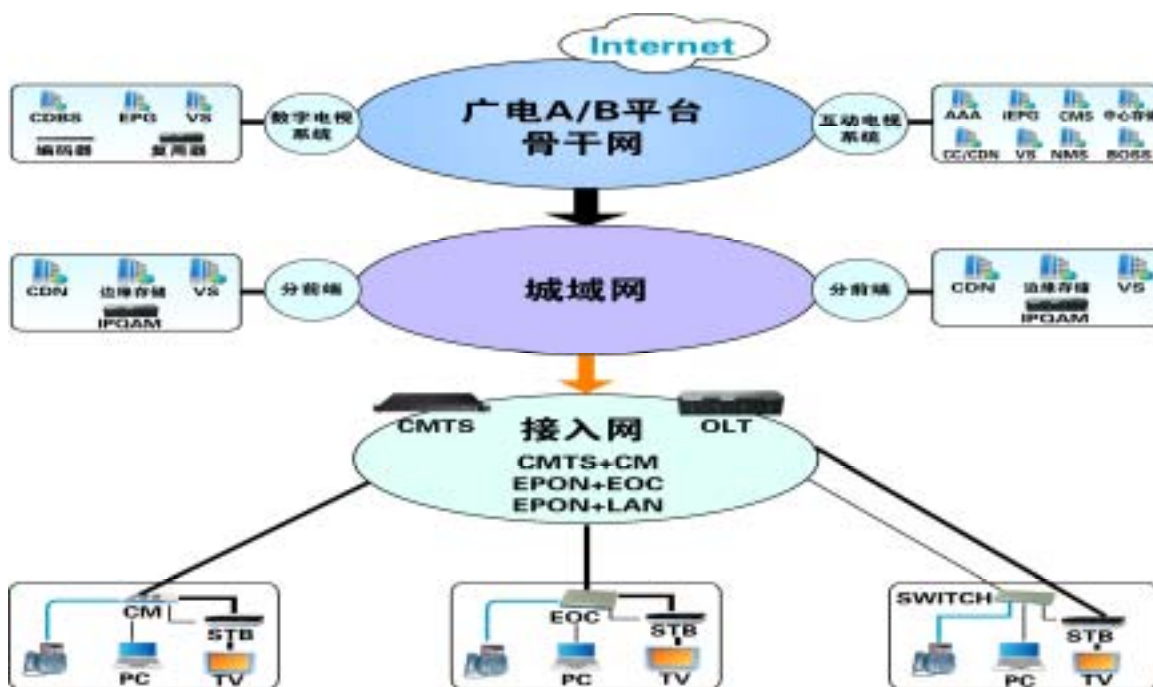
图表4 公司三大核心平台关系图



资料来源：平安证券

公司从平台建设、内容提供、运营管理三方面为广电长期提供支撑性服务，公司通过三大平台为广电提供全套整体解决方案，核心技术平台是同洲电子，运营支撑平台是汇巨科技，内容服务平台是龙视传媒。

图表5 有线数字电视技术端到端的解决方案



资料来源：平安证券

端到端服务的综合成本（机会成本及时间成本）最低，公司已能提供交互数字电视前端系统和关键设备、BOSS 运营支撑平台、业务内容平台整体解决方案，将产品、服务进行有效融合，大大增强市场竞争力。

IV. 行业概况

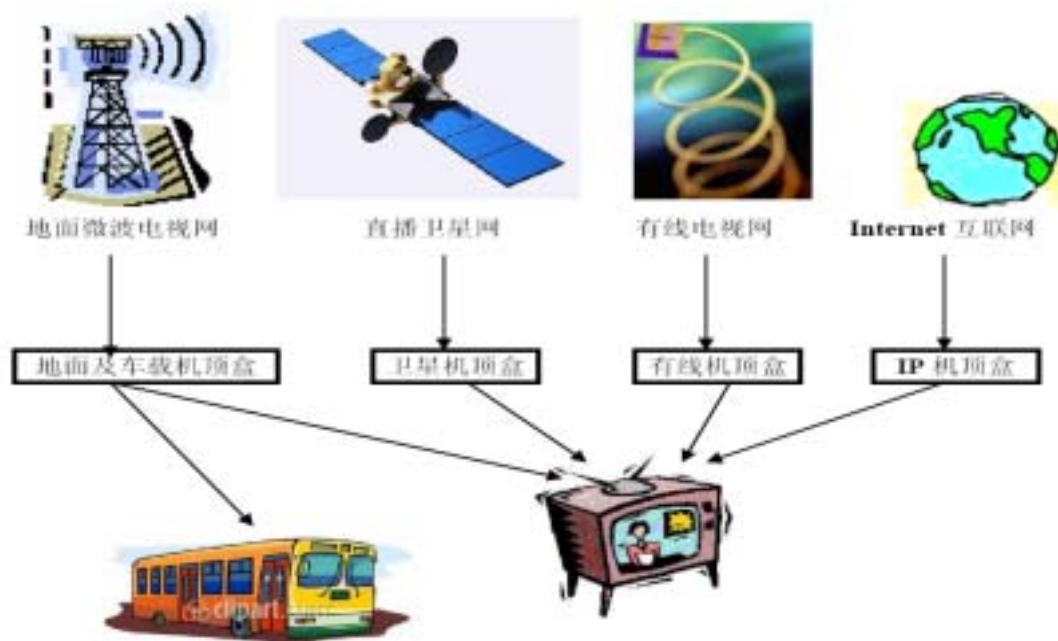
i. 行业基本情况

数字电视行业是国家鼓励发展的高科技产业，机顶盒的行业主管部门为国家广播电影电视总局和信息产业部。企业的产品必须符合国家和行业标准，取得入网认证，才能销售。只有被列为信息产业部卫星接收机定点生产企业的厂家，才能从事卫星接收机的生产、销售。

传统的模拟电视机不能直接接收数字电视信号。只有通过数字电视机顶盒，将数字电视信号接收并解码还原成模拟电视信号送给模拟电视机，才能正常接收数字电视节目，因此数字电视机顶盒是接收数字电视必备的设备。机顶盒与电视机的关系如同电脑中的主机与显示器的关系，强大的信息服务功能使其成为继电脑、手机之后的第三种通用数字信息服务终端。

根据传输网络的不同，机顶盒可以分为有线数字机顶盒、卫星数字机顶盒、地面数字机顶盒、IPTV数字机顶盒四种，每种机顶盒按照所支持电视机显示清晰度水平的不同可以分为标准清晰度和高清晰度两个级别。机顶盒用于接收、解密、解码、提供增值服务，开播数字电视后，每台电视机必须配备一台机顶盒才能收看数字电视节目。

图表6 机顶盒的分类

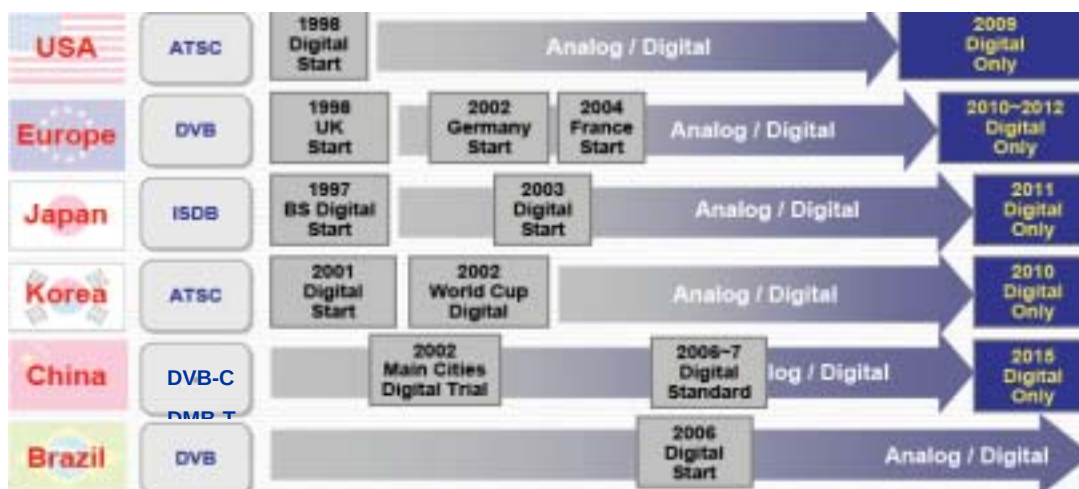


资料来源：平安证券

数字电视的技术优势：

- 1、充分合理地利用各种类型的频率资源。
- 2、大大提高节目质量和抗干扰能力。
- 3、设备的功能和性能提高。
- 4、有利于实现多种技术的融合。
- 5、有利于开展多种新业务。
- 6、实现对用户的良好管理。
- 7、具有多信息、高质量、多功能的特征。
- 8、改变人们接收电视方式和信息家电的市场结构

图表7 主要国家数字化发展计划



资料来源：平安证券

根据国家广电总局对中国数字电视发展的整体规划，我国数字电视发展由有线电视数字转

换切入，分四个阶段在从东到西的三个区域进行，自2004年开始，至2015年结束，全面完成有线电视的数字化转换。由于有线电视数字化转换采取了有线电视网络运营商向用户免费赠送机顶盒的运作方式，使得有线机顶盒产品市场先于卫星机顶盒、地面机顶盒市场启动，市场需求迅速膨胀。

ii. 直播卫星带来的机会

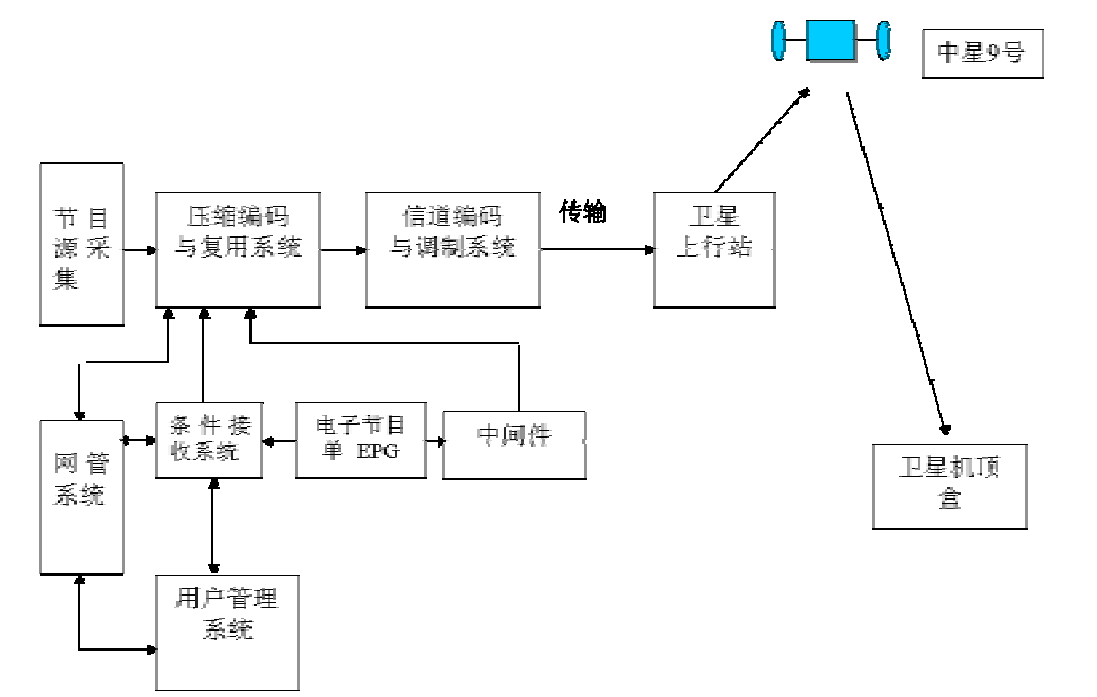
据统计，我国 3.78 亿户家庭中，其中有线电视用户为 1.4 亿户；其余 2.38 亿户主要通过无线方式接收广播电视，也是地面和卫星电视争夺的用户。

● 直播卫星是效率最高的数字电视推广方式

2008年6月9日，中星9号直播卫星发射成功。直播卫星，指的是通过地球同步轨道卫星，以大功率辐射地面某一区域，向家庭单元传送电视节目的信息服务。国内以前的卫星电视都是通过卫星先传送到各地电视台，然后通过各地的电视台转发，而直播卫星可以让用户通过天线直接接收卫星节目，不受地域限制，而且容量大，通过CA（条件接收）可以接收加密的节目。

目前，直播卫星的运营分为空间段与地面段两部分，分别由中国直播卫星公司和广电总局负责。空间段负责中星9号22个转发器的租用，地面段则负责提供节目及EPG、数据广播服务。从模式上而言，空间段属于B2B业务，而地面段则属B2C，直接面向广大用户提供服务。直播星转播现在所有的省级卫视和中央台的节目，作为公益性频道，通过收取转播费来维持直播星的基本运转。对受众用户来说，不用交纳服务费用即可免费收看47套数字电视节目。

图表8 直播卫星平台



资料来源：平安证券

目前世界上46%能看到数字电视的家庭，是通过接收卫星直播数字电视信号而实现的，近几年来，全球机顶盒出货量的60~70%是直播卫星接收机顶盒，预计到2009年，卫星机顶盒年销量将达8000万台，通过卫星直播收看电视节目的用户比例将上升到2/3。

目前有线电视覆盖不到的地方，大多数是采用普通天线接收，接收台数少，信号效果差，架设天线的成本加上天线角度调节器，也要100-200元，而卫星接收47个台，信号稳定度高，成本只要300多元，不需要月租费，一旦直播卫星的带来示范效应，大家普及使用的时间指日可待。

直播卫星的特点：

- 覆盖面积广：一般不受地理障碍的影响。
- 传输能力强：采用数字压缩、统计复用技术。
- 信号质量高：数字直接到户，中间环节少。
- 接收简便、便宜：采用 Ku 频段大功率卫星，接收天线口径小，直径 0.45 至 0.6 米小型天线就能直接接收卫星广播电视，成本 300 元左右。
- 用户管理完善：采用有条件接收（CA）技术，实现对用户的实时、有效的管理和服务。
- 综合应用能力强：可提供高速数据、图文、交互式业务等综合服务。
- 基本节目免费：采取不加密方式传输节目，居民只要安装卫星地面接收设施就可收看，可传输 47 套免费的高清和标清数字电视节目。
- 运营成本低：中星 9 号采用我国自主研发的 ABS-S 技术体制。卫星能够提供 150 至 200 套标准清晰、高清晰度的电视节目。比起 IPTV、数字电视动辄上亿的网络改造投资来说，中星 9 号直播卫星的制造及发射费用在 20 亿元人民币左右，每年的卫星保险以及运营费用在 7000 万左右。
- 未来的扩充性好：中星 9 号的设计寿命为 15 年，在地面段方面，目前只使用了 4 个转发器用于“村村通”一期工程，共传送 47 套电视节目及 47 套广播节目。其他 18 个转发器可用于扩展。

广播电视卫星直播服务于国家广播电视“村村通”工程，一方面为实现广播电视全人口的数字化覆盖奠定基础；另一方面，为广电数字新媒体多业务发展战略提供优质的传输通道保障。

● 家电下乡推动直播卫星的使用

为拉动内需，国家实施家电下乡政策，目标是用四年左右时间基本使农村主要家电产品拥有率达到城市 2000 年水平，使城乡家电普及率差距由目前的近 20 年缩小到 10 年，同时优势企业可基本形成以农村市场为导向的家电生产和流通体系，让农民长期受益，家电下乡政策可以在四年间拉动农村家电消费 6200 亿元，销售家电 4.8 亿台。

未来 4 年的农村主要家电消费前景看好，我们以 2000 年城镇家电保有量水平作为 2012 年的农村保有量目标值，以 2007 年的农村保有量水平作为基数，计算 2008-2012 年农村主要家电的销售情况。

图表9 农村 08-12 年电视机消费预测

2007 年百户	2012 年百户	5 年保有量	5 年新置需	5 年重置需	5 年总需求	5 年总销售额
保有量（台）	保有量（台）	复合增长率	求（万台）	求（万台）	（万台）	（万元）

106.52 116.56 2% 1980 7641 9620 12218445

资料来源：平安证券

这些用户都是潜在的机顶盒用户，不论传输方式是地面还是卫星，机顶盒生产厂商都将受益于农村市场的启动，因此近两年直播星机顶盒市场将会充满商机。

iii. 有线数字电视的发展趋势

中国目前有31个省网络公司，321个地市级网络公司，1000多个县级网络公司，2000多个专业电视网，而且中国的有线数字电视产业规模逐年增加。2007年底有线电视用户达到1.4亿户，2007年底有线数字电视用户突破3000万户，预计2008—2012年中国有线数字电视用户将达到1.16亿户，复合增长率为55%。

在2008年以前的数字电视平移工作中所采用的机顶盒基本上都是以单向为主，运营商没有真正发挥其主导地位，只有产业链升级，开展双向互动业务才能实现跨越式的增长，全面的系统升级是大势所趋，广电已经开始进入“后平移时代”。

整体转换决定了低端机顶盒为主。整体转换采用的是免费向终端用户送机顶盒方式，运营商出于成本考虑，大多选择基本型的低端机顶盒。但随着电信IPTV的推广，有线电视向高清双向的推进的需求越来越大，这为机顶盒的升级需求创造了条件。

● 高清的需求逐渐加大

国外高清电视在近几年发展迅猛，美国目前高清电视频道已呈现专业化之势，高清节目还大量出口到加拿大、澳大利亚等国，有数据显示，北美地区卫星高清数字电视机顶盒的需求量已开始超过标清机顶盒。可见，欧美高清市场进入了成熟期，并持稳步发展态势。另外，日本、韩国、德国等也都借助大型运动会的契机，发展高清产业。

图表10 高清电视的优势

项目	每行含有效像素	每帧含有效行数	等效像数（万）	画幅比
模拟标清电视	480	576	27.6	4:3
数字标清电视	720	576	41.5	4:3
数字增强电视	1280	720	92	16:9
数字高清电视	1920	1080	207	16:9
电影(FILM)	1000-4000			

资料来源：平安证券

高清电视是在家庭收看视听品质最高的一种方式，目前超薄的液晶电视都支持高清模式，但需要和高清机顶盒配合，现在的缺点是节目源还比较少，运营商也在逐渐改善，目前央视和上海、深圳等地方电台推出了免费高清，也在为这个市场预热。1998年美国等发达国家开始播出高清数字电视，成为黄金时间段的主要对象。在美国，主要电视台高清电视节目比例超过80%，卫星直播电视公司播出了150套高清频道，有线电视的高清频道已经超过了30个。

在日本，电视台的演播室设备高清化已经达到了百分之百，转播高清比例超过 90%，日本卫星电视播出 10 个高清频道，地面播出 7 个高清频道，覆盖家庭超过 5000 万户。

高清电视在发达国家已经逐步成为主流，发展高清电视是必然选择，中央电视台、北京和深圳等电视台相继开办了地面高清频道。提供质量和效果更好，内容更加丰富的节目和服务，高清电视是数字电视的最大亮点，高清电视是广播电视与其他行业竞争的最大优势，它可以拉动内需，带动相关产业的发展有至关重要的作用

● 双向改造的机会

随着 IPTV 技术和市场的推广，有线电视越来越感到威胁，双向改造的需求加大。有线电视网络双向改造后，可以实现的业务包括视频点播、时移电视、视频通讯(包括电视会议电视短讯、远程教学、远程医疗和保安监控等)、电缆话音业务(Cable VoIP)、宽带上网(包括网络游戏、电子商务等等)，可以与 IPTV 进行抗衡。

有线电视网络双向改造是有线电视广播生存和发展的必然要求，这需要完善有线电视干线网络结构，扩大光纤传输覆盖范围，提高有线电视网络的承载能力，把普通电视接收终端变成家庭多媒体信息终端，在推进“三网融合”进程中充分发挥有线电视网作为国家基础信息网络的作用，避免在三网融合中被边缘化。

双向改造后，对于机顶盒来说，一旦有新功能开发出来，用户还可以通过软件升级来升级机顶盒，增加它的功能。即使以后出现了普及型与扩展型的机顶盒，目前的互动型机顶盒仍能使用，不用担心被淘汰。

V. 公司发展机会

i. 卫星机顶盒

广播电视村村通直播卫星电视接收设备第一期招标结果在 12 月 16 日已经出炉，同洲电子、上海广电、四川九州、青岛海尔、长虹网络、海信和福建神州电子共 7 家机顶盒厂家中标，分享了 366 万台机顶盒的采购大餐，总采购金额超过 13 亿元，公司中标 1.6 亿。

为了实现广播电视村村通，国家将出资 34 亿元采购以机顶盒为主的接收设备，计划在 2010 年前彻底完成电视盲区覆盖的任务，此次招标出资超过 13 亿元，剩下的 21 亿元将会在 2009 年、2010 年的“村村通”工程第二期、第三期中逐步完成。国家规定在“十一五”期间，全国 2200 万用户要全部普及卫星直播星，目前只剩下 2009 年和 2010 年，估计 2009 年卫星直播星市场将需求超过 1000 万台机顶盒。这只是国家提供的资金，还有地方的自筹资金的资金，未来的市场呈爆发性增长。

这对整个行业是个利好，同洲的对手同样获利良好，四川的企业由于地震的影响，获得的一定的倾斜，其中长虹（约 58 万套）、九州（约 55 万套）、神州（约 55 万套）、海信（约 53 万套）、上广电（约 50 万套）、同洲（约 55 万套）、海尔（约 55 万套）。根据 13 亿元招标金额平均计算，每台机顶盒的价格为 356 元，而此次的直播星电视“村村通”第一期工程将惠及陕西、山西、云南、四川等 22 个省份和直辖市。

图表11 公司研发的 N6188 中星 9 号直播卫星接收机



资料来源：平安证券

图表12 CAK45-PW/CAK60-PW 中星 9 号直播卫星专用接收天线



资料来源：平安证券

N6188 是一款符合中国广播电视直播卫星“村村通”机顶盒的软件功能及硬件性能指标的数字卫星接收机。此接收机解调符合中国先进广播系统 - 卫星 (ABS-S) 所规定的调制信号。机身带一路左右声道音频输出、两路复合视频输出和一路 RF 输出，能满足不同用户的音视频输出要求。可通过 RS232 串口或通过卫星远程升级。

特点：

- 能够接收、播放采用 ABS-S 标准调制的标清数字电视信号
- 支持综合信息服务
- 带一路左右声道音频输出、两路复合视频输出和一路 RF 输出
- 强大的节目管理功能
- 支持 7 天电子节目指南
- 机顶盒外观美观，界面友好，容易操作
- 具有掉电记忆功能
- 内嵌中文二级字库，支持 GB2312 及 Unicode 编码
- 高可靠性，机顶盒工作电压范围宽，抗干扰能力强
- 可通过 RS232 串口或通过卫星远程升级

ii. 高清和双向机会

2008年7月，同洲电子、中数传媒、天威视讯联手共推深圳高清互动电视，在奥运期间为深圳市民带来CCTV奥运赛事的高清互动电视节目。深圳高清互动电视的开播，不仅为深圳市民带来高清、互动方式收看奥运的全新享受，还奠定深圳在全国数字电视领域的领先地位。

公司的高清互动机顶盒还可提供点播、时移等实用的功能。其中，时移功能可以实现对包括现场直播节目在内的所有电视节目进行快退、暂停、慢镜头回放等操作。深圳的高清双向机顶盒卖1000多元，毛利远远高于普通机顶盒，公司和天威视讯都可以通过自己的渠道卖机顶盒，由于带来的用户体验完全不同，价格还是很划算的。

2008年北京奥运会全部比赛项目，在全球首次采用高清数字信号转播方式，高清化、数字化、大屏化已成为彩电行业发展的主流趋势，其中30%左右的消费者为看奥运而专门更换电视，不少人还选择40英寸及以上的平板电视。然而，有了高清电视机，没有高清电视节目源，同样无法保证高清电视节目的高质量。深圳和央视推出的高清互动电视业务，为用户已购买的高清液晶电视提供了用武之地。

iii. 端到端的服务使公司和有线运营商双赢

目前广电在平移过程中，由于各地管理水平不一，资金和机制不足等原因，在招标过程中把机顶盒当成家电来看，谁便宜的用谁，缺乏长远规划，导致整体考虑不周，竞争力先天不足。进行双向运营，又缺乏电信的BOSS系统，整个产业链陷入一种怪圈——前期投入巨大，但赢利少，赢利少又让很多企业入不敷出或不敢投资，最后带来的结果是网络改造进展缓慢。

广电系统数字电视带来的变化：

竞争环境：不参与市场竞争 —» 面向激烈市场竞争

业务类型：基本业务 —» 综合业务（基本、扩展、增值业务）

运行方式：离散、小规模、封闭的地域性分散网络 —» 统一、规模化、开放的全国性“上下贯通、全程全网”统一网络

管理方式：粗放式管理 —» 集约式可控管理

网络功能：喉舌功能 —» 喉舌、产业功能

人才要求：一般性的单一专业人才 —» 具有高综合素质人才

资金需求：规模小—»规模大

管理模式：业务为中心—»客户服务为中心

开展整体转换、双向交互服务对有线网络运营商提出了新的要求，必然要求投入更多的人力、物力并提高管理和经营水平，同时节目编目制作、直播回放、数据服务、互动游戏等增值业务内容的管理、开发和系统维护的工作量都很大，给广电带来了巨大的挑战。

地方广电人才不足、很多是非专业出身，难以为继，难以达到电信级运营水平。目前各地广电条块分割管理，各地广电只能在本地实施，本地的用户数量不足以支撑对大量技术、管理人才的需求，未能形成大的产业规模，相对分散、缺乏资金、缺乏统一管理，缺乏统一的业务内容平台、系统支撑平台，难以形成规模优势，整个系统日趋复杂，不是广电部门单独招标可以解决。

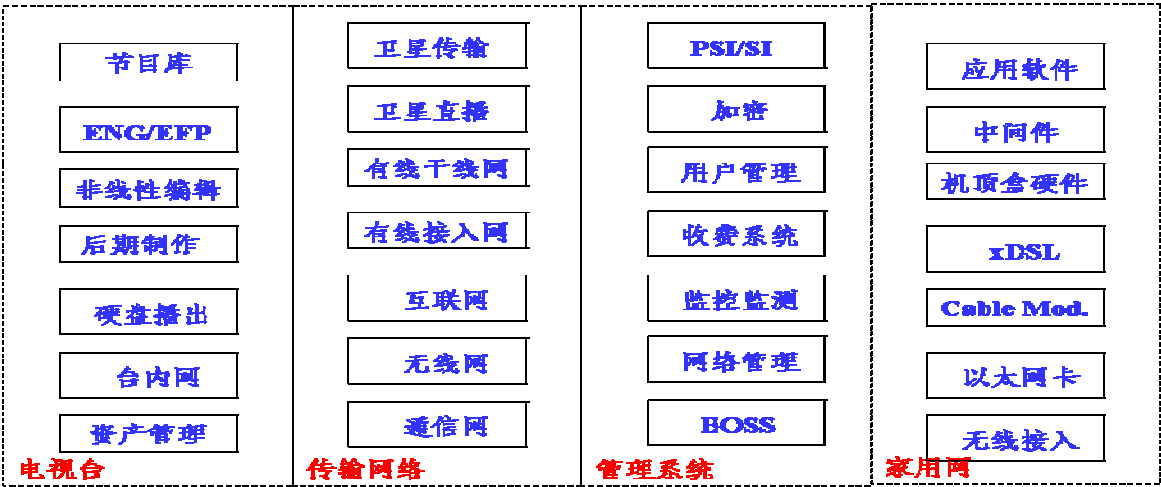
广电目前困难：

- 许多广电运营商在尚未全盘考虑清楚的情况下，就开始沿用传统单向的方式开展互动数字电视业务，按照自己想象的方案像购买家电一样进行双向系统和终端设备的分项招标，而这样招标的双向系统和终端设备具有极大的风险。

- 系统分项进行招标虽然价格最低，但不是整体方案最优。分项招标的产品单独看起来没有问题，但在系统连接起来后开展各种互动业务必然就有问题，甚至有可能推倒重来；
- 可以想象这样的系统是不能支持未来业务发展的，如果导致未来发展的损失，那么前期分项招标省的钱也就白省了；
- 由于业务规划的不确定，在上新业务时系统就需要不断调整完善，使得各厂商的设备不得不进行协调开发和软件升级，其间的磨合成本巨大，最宝贵的时间也被浪费了；
- 因为双向业务要不断开展，所以双向机顶盒的软件也要不断升级。对于机顶盒厂商来说，招标进入的产品本身就几乎没有利润，而不断升级软件又给厂商不断增加成本，厂商也就难以配合增值服务进行软件升级。目前通常一个广电网络有三、四家机顶盒厂商，只要有一家配合不好，就使得该广电运营商无法开展新的增值服务。

广电运营商双向业务没有开展起来，不能获得赢利，致使广电的双向系统只能当单向设备使用，这样广电也就丧失了发展机会和生存机会，而且这种损失是不可能挽回的。加之广电的资金有限，没有资金再次投入，导致被IPTV抢去的用户再回不来了。这种双向系统的招标方式就象个人自己招标采购零部件来组装汽车，虽然每个零部件的价格是最低，可采购回来后再经自己组装则发现不是汽车了。

图表13 数字电视广播系统的各个部分



资料来源：平安证券

图表14 招标方式的优劣

	分项招标（大多城市）	整体招标
价格	较低	合理
性能	容易出现问题	较为稳定
新业务上线	磨合成本较大	磨合成本较小
机顶盒升级	需要多家供应商配合	较容易
整体效果	不利于业务的开展	有利于业务的开展

资料来源：平安证券

在这种情况下，单靠广电本身的力量已难以为继，只有采用新的模式，引入资金、技术和

管理才能带动行业的发展。公司一早就发现了行业的趋势，通过多年的积累，提供端到端的整体解决方案，从平台建设、内容提供、运营管理三方面为广电长期提供支撑性服务。公司可以帮助广电迅速建立起基于互动电视的整体方案，同时引导用户的消费习惯，在IPTV还没有兴起的时候，迅速占领市场。公司也储备了三网合一的技术，对未来的发展做了充分的研究。这些对公司在运营商招标中处于优势地位，也为公司参与运营商单向改造提供了强大的技术保障。

iv. 参股运营商

公司受让北京中辉世纪传媒发展有限公司持有49%的哈尔滨有线电视网络有限公司(以下简称“合资公司”)股权中的39%。合资公司在哈尔滨全市内从事有线数字电视及其增值业务的经营，经营期20年。

公司将向合资公司投入包括100万台以上开展有线数字电视业务及增值业务所需的所有终端设备(双向机顶盒、智能卡和调制解调器)，并提供价值4500万的数字电视互动业务实现平台及业务运营支撑系统。

杭州开展数字电视情况可以成为公司的借鉴。自2004年4月至2005年12月杭州城区约有52万户进行了整体平移，2006年1月至2008年5月底，共完成了110万用户的整体平移，自2005年开始推广双向增值业务，共有约30万户订购增值业务，每月每户的ARPU值约为46元，共有约5万户订购了付费频道业务，每月每户的ARPU值约为20元。

图表15 分成比例

类别	第一年 用户比 例	第二年 用户比 例	第三年 用户比 例	第四年 用户比 例	第五年 用户比 例	第六年至第 十年用户比 例
增值业务	7%	10%	12%	15%	18%	20%
付费业务	3%	4%	5%	7%	7%	7%

- 1、增值业务每月收费按28元/户计，每月成本按7—8元计；
- 2、付费业务每月收费按20元/户计，每月成本为10元。

公司将大大提高盈利能力，首先公司收回的成本的时间减少，现在很多地方广电部分由于资金不足，对机顶盒制造商压款严重，一般在5年以上，而公司在哈尔滨项目的回收期缩短到三年以内；其次三年以后，公司运营的收入就是净收入。具体操作如下：由公司提供终端设备的用户基本收视维护费的上浮部分(10元/户/月,分机用户为全部金额)，在扣除运营成本(仅包括人工、管理费用、营销费用)后，公司前三年获得收入的70%，第四、五年获得收入的50%，第六年至第十八年获得收入的39%。增值业务收入扣除运营成本及节目采购成本后的收益，公司前两年获得收入的70%，第三、四年获得收入的50%，第五至第十八年获得收入的39%。

公司还参与成都双向数字电视增值业务(主要包括付费电视、直播回放、游戏和视频点播等业务)及宽带业务的计划，这些业务将为公司带来更多的收益。

VI. 公司竞争优势

● 研发能力强

公司十分重视研发，拥有1000 多人的专业性数字视讯研发队伍，在保证技术处于前列、技术贴近市场、响应客户需求方面具有明显的优势。由于各地网络采用加密方式不同，开展的业务不同，所需个性化服务较强，一般需要提前定制开发专有软件，需要强大的研发能力和技术积累。公司参加了二十多项数字视讯国家和行业标准的制定，拥有数百项专利，在高清、双向交互、增值服务方面处于国际领先，承担了多个国家级项目和国家重点新产品研发和产业化任务，自主创新能力位于行业前列。

● 先发优势

多年来积累的先入优势、行业资质与客户资源等对其在未来几年内维持现有市场份额非常重要。公司和重要中间件、CA提供商建立长期稳定合作关系，与运营商建立和保持良好关系，保证了公司在行业中的地位。公司率先开发出口市场，在外销方面一直处于领先地位，在国外运营商中树立了品牌的口碑，这也减低了公司单靠国内的风险。

● 规模优势

公司能够达到年产能1000万台以上的生产规模，通过ISO9001、ISO14000、FCC、CE、CCC、UL、RoHS等多项认证。公司在国内除少数不发达地区外都建立了办事处和售后服务机构，数字电视机顶盒在整体平移市场占有率第一，进入30多个省市的80多个运营商，在国家村村通工程、远程教育市场占有率60%以上，成为首选品牌。在海外市场，公司产品大量出口到欧洲、中东、北美、澳大利亚、东南亚、北非等地区，逐步取代等发达国家产品成为主流，连续七年全国同行出口第一。

● 端到端的服务优势

目前已拥有多媒体核心技术、业务内容平台、运营支撑平台三大平台，为广电提供一流的产品和服务。公司基于对广电产业的深刻理解和未来分析，经过多年积累和部署，已成为国内广电行业最具实力的广电增值业务系统整体方案提供商。

公司深刻理解运营商面临的挑战与机遇，同时视为公司的挑战与机遇。公司通过多年研究，可以为运营商提供：系统规划设计，前端系统集成，业务支撑平台建设，符合国标的机顶盒，各种手持式及便携终端设备以及业务发展规划，增值业务拓展……公司可以为运营商提供整体的集成式服务。

VII. 风险

- 公司的应收账款和存货很高，直播卫星的招标尽管回款好，但短期内对资金的要求很大，公司存在应收账款进一步增加的风险。而传统机顶盒的竞争激烈，一些大型的家电厂家的进入，加剧了竞标时的价格战，公司的竞争压力将会加大。
- 广电系统和直播卫星的招标有一定的不确定性，招标的价格战难以避免，公司的销售额及毛利会受到影响。

- 尽管公司的出口重点国家不是欧美地区，不是金融危机的重灾区，但对公司的影响还是偏负面。
- 公司的参股运营商，成功与否取决于用户对双向电视的接受程度，公司运营的经验不足，能否尽快吸引更多用户使用点播和收费频道，将比较大的影响公司收入。

VIII. 附：财务报表

图表16 盈利预测表

单位：百万元					单位：百万元				
资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1446	1469	1885	2325	营业收入	1827	2101	2732	3497
现金	316	287	298	298	营业成本	1432	1681	2172	2763
应收账款	739	737	993	1281	营业税金及附加	4	4	5	7
其它应收款	29	39	51	64	销售费用	65	85	111	136
预付账款	38	47	65	79	管理费用	155	166	226	287
存货	299	319	424	541	财务费用	29	34	42	57
其他	24	39	54	64	资产减值损失	47	19	25	30
非流动资产	386	469	657	832	公允价值变动收				
长期投资	5	3	4	4	益	0	0	0	0
固定资产	87	302	509	691	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	8	5	-3	-12	营业利润	96	112	152	217
其他	286	159	147	149	营业外收入	29	16	21	22
资产总计	1832	1938	2542	3157	营业外支出	6	3	3	4
流动负债	1136	1121	1561	1948	利润总额	119	125	169	235
短期借款	489	454	703	848	所得税	4	4	5	7
应付账款	462	473	624	805	净利润	115	121	164	228
其他	185	194	233	296	少数股东损益	15	8	10	11
非流动负债	2	2	2	2	归属于母公司净				
长期借款	0	0	0	0	利润	100	113	154	217
其他	2	2	2	2	EBITDA	156	163	224	316
负债合计	1138	1123	1562	1950	EPS (元)	0.34	0.38	0.53	0.74
少数股东权益	17	25	35	46	主要财务比率				
股本	226	294	294	294	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
资本公积	201	133	133	133	成长能力				
留存收益	251	363	518	735	营业收入	69.7%	15.0%	30.0%	28.0%
归属母公司股东权益					营业利润	74.6%	16.8%	35.7%	43.3%
合计	678	791	945	1162	净利润	60.6%	13.1%	37.1%	40.5%
负债和股东权益	1832	1938	2542	3157	获利能力				
现金流量表					毛利率	21.6%	20.0%	20.5%	21.0%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	净利率	5.5%	5.4%	5.7%	6.2%
					ROE	14.7%	14.3%	16.3%	18.7%

经营活动现金流	-108	193	25	116	ROIC	14.5%	14.8%	14.1%	15.7%
净利润	115	121	164	228	偿债能力				
折旧摊销	31	17	30	42	资产负债率	62.1%	57.9%	61.5%	61.7%
财务费用	29	34	42	57	净负债比率				
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.27	1.31	1.21	1.19
营运资金变动	-321	26	-234	-236	速动比率	1.00	1.02	0.93	0.91
其它	38	-5	23	25	营运能力				
投资活动现金流	-108	-166	-211	-206	总资产周转率	1.25	1.11	1.22	1.23
资本支出	151	165	209	206	应收账款周转率	3	3	3	3
长期投资	0	-2	1	-0	应付账款周转率	4.31	3.60	3.96	3.87
其他	43	-3	-1	-1	每股指标（元）				
筹资活动现金流	278	-55	197	90	每股收益	0.34	0.38	0.53	0.74
短期借款	274	-35	249	144	每股经营现金流	-0.37	0.66	0.09	0.39
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.31	2.69	3.22	3.96
普通股增加	113	68	0	0	估值比率				
资本公积增加	-113	-68	0	0	P/E	14.18	12.54	9.15	6.51
其他	5	-21	-53	-54	P/B	2.08	1.79	1.49	1.22
现金净增加额	22	-29	11	-1	EV/EBITDA	10	10	7	5

资料来源：平安证券

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼8楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257