

同洲电子

002052

增持/ 维持评级

股 价	2009/02/03
RMB8.25	

基础数据

总股本（百万股）	294
流通 A 股（百万股）	162
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	1339

财务数据

市净率 (X)	3.17
TRACING P/E (X)*	20.6
EPS (元)	0.3
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

《参与运营，谋划增长前景》

《业绩正常，股价未反映转型预期》

《海外业务增长依旧》

分 析 师
程亮
021-50106026
chengliang@lhq.com

加速增长的 2009

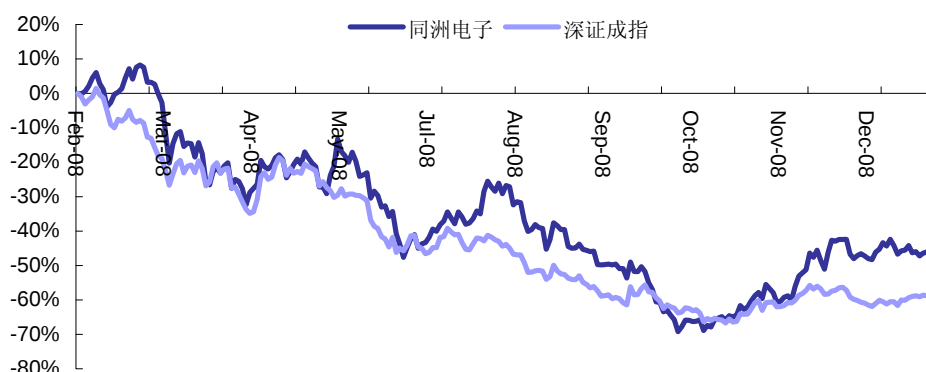
经营预测与估值	2007A	20081-3Q	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1827.4	1417.1	2370.8	3575.8	4396.9
(+/-%)	69.7	20.7	29.7	50.8	23.0
归属母公司净利润(百万元)	99.6	87.3	118.4	178.6	212.9
(+/-%)	60.6	26.0	18.8	50.9	19.2
EPS(元)	0.34	0.30	0.40	0.61	0.73
P/E(倍)	24.3	27.8	20.6	13.5	11.3

■ 公司当前的收入、利润主要由机顶盒业务所贡献。2008 年中报数据显示，国内和海外市场收入占比分别为 44%、56%。**2009 年公司有望实现加速增长。**增长的动力来自于国内市场数字化整转加速推进、海外市场盈利提升以及新增市场的积极贡献。

■ **国内市场数字化整转加速推进。**截至 2008 年 9 月，我国共有有线电视用户 1.5 亿户，其中数字电视用户 4000 万户，数字化率为 27%，低于政策预期。为实现广电总局 2010 年全面实现数字化、2015 年停止模拟广播电视的规划要求，未来 3 年数字化整转复合增长率需不低于 50%。为此，政策正积极推进各地区运营商的数字化进程。微观层面，上市公司中歌华有线公告由于加大数字化整转力度，导致 2009 年一季度业绩预减；陕西省副省长郑小明在全省数字化整转突破 100 万户新闻发布会上明确 2009、2010 年每年完成 100 万户的数字化整转目标，皆是各地区响应政策，加速整转的真实写照。

■ **国内市场毛利率维持稳定。**虽然机顶盒价格在进一步下跌，但公司毛利率并非随着价格的下跌而下滑。其原因有二。一是随着数字化的逐渐深入，运营商对于发展高 ARPU 值增值业务的诉求愈加强烈。毛利率相对较高的高清机顶盒、双向机顶盒在公司产品结构中占比逐步提升。在深圳，公司就积极协助上市公司天威视讯推进互动高清电视业务的发展。另一方面，不同于传统的机顶盒制造商，公司能提供从前端到终端的整体解决方案。这一竞争力在市场加速整转的背景下，表现为客户对象的集中化。客户集

最近 52 周股价表现



中化所带来的规模效应有益于提升公司的毛利率水平。

- **海外市场盈利提升。**针对市场前期担忧全球金融危机对公司海外业务造成不利影响，公司三季报中指出，多数海外客户处在南美、中东、印度、东欧等地区，次级债引起的全球金融危机对公司影响较小。事实上，海外客户愈加注重产品的性价比，公司的市场竞争力得以体现，市场份额得以提升。公司当前海外客户结构中运营商和代理商占比相当，产品销售给运营商的毛利率明显高于代理商。依托于市场竞争力，通过管理客户结构，提高运营商销售占比，海外市场盈利能力将逐步提升。公司 2008 年 11 月份与巴西客户 EMB 签订了 1221 万美元的订单合同，约占 2007 年全年海外销售收入的 9%，且毛利率明显高于历史水平。客户对产品亦较为满意，2009 年存在大幅增加订单的可能。
- **新增市场积极贡献。**“中星 9 号”2008 年 6 月发射成功，12 月就接收设备公开招标，这对公司而言是一块新增市场。公司公告披露中标金额为 1.63 亿元，约占招标总额的 12%。国家投资 34 亿元用于直播卫星，计划招标 2200 万套设备，其中 1000 万套由政府统一招标，1200 万套由地方单独招标。未来 1-2 年这一市场仍将提供 20 亿招标额度，以市场份额估算，公司有望实现 2.4 亿新增收入。卫星机顶盒的招标价约为每台 380 元，毛利率也显著高于基本机顶盒。预计这一新增市场 2009 年贡献收益约占公司 2008 年全年收益的 25%。
- **运营业务提升公司价值。**依靠提供端到端解决方案的竞争优势，公司积极与运营商展开合作，参与数字电视运营业务。以参股 39% 的哈尔滨项目为例，公司提供 100 万台终端设备及 4500 万元的前端系统，分享用户数字化后基本收视费提价及增值业务所实现收入。这一合作模式一方面推进公司机顶盒销售，另一方面为公司未来带来稳定的现金流，当提升公司投资价值。然而市场质疑之处在于运营业务拓展对公司当前现金流所构成的压力。公司摸索融资租赁或是保底买断以解决这一问题，如果方案成熟，甚至可能于 2009 年提前确认机顶盒销售收入。
- **盈利预测与估值。**政策、市场及自身竞争优势为公司 2009 年的加速增长创造了机遇。基于此，我们维持同洲电子 2008 年每股收益 0.4 元的盈利预测，并将 2009 年、2010 年每股收益上调至 0.61 元、0.73 元。就公司进行 DCF 估值，敏感性分析显示合理的价值区间为 10.94 元-12.84 元，维持增持的投资评级。考虑到与 EMB 的订单及“中星 9 号”的招标均在 2009 年一季度确认收益，一份靓丽的一季报值得期待。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1446	1884	3225	3773
现金	316	474	894	1099
应收账款	739	1003	1546	1943
其它应收款	29	45	67	83
预付账款	38	46	67	78
存货	299	292	616	527
其他	24	24	36	44
非流动资产	386	410	424	434
长期投资	5	5	5	5
固定资产	87	147	192	226
无形资产	8	14	17	19
其他	286	243	210	184
资产总计	1832	2293	3649	4207
流动负债	1136	1466	2622	2941
短期借款	489	784	1393	1802
应付账款	462	462	924	776
其他	185	220	305	363
非流动负债	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	2	0	0	0
负债合计	1138	1466	2622	2941
少数股东权益	17	31	52	78
股本	226	294	294	294
资本公积	201	133	133	133
留存收益	251	369	548	761
归属母公司股东权益	678	796	975	1188
负债和股东权益	1832	2293	3649	4207

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	-108	-51	-64	-34
净利润	115	133	200	238
折旧摊销	31	11	17	21
财务费用	29	55	95	139
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-321	-258	-419	-451
其它	38	9	43	19
投资活动现金流	-146	-31	-31	-31
资本支出	151	20	20	20
长期投资	0	0	0	0
其他	5	-11	-11	-11
筹资活动现金流	278	140	115	70
短期借款	274	295	609	409
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	113	68	0	0
资本公积增加	-113	-68	0	0
其他	5	-156	-495	-339
现金净增加额	22	58	20	5

利润表

单位:百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1827	2371	3576	4397
营业成本	1432	1849	2771	3399
营业税金及附加	4	6	9	11
营业费用	65	114	172	207
管理费用	155	205	308	374
财务费用	29	55	95	139
资产减值损失	47	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	96	134	214	260
营业外收入	29	30	30	30
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	119	158	238	284
所得税	4	25	38	45
净利润	115	133	200	238
少数股东损益	15	14	21	26
归属于母公司净利润	100	118	179	213
EBITDA	156	200	326	420
EPS (元)	0.34	0.40	0.61	0.72

主要财务比率

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
成长能力				
营业收入	69.7%	29.7%	50.8%	23.0%
营业利润	74.6%	39.8%	60.0%	21.3%
净利润	60.6%	18.8%	50.9%	19.2%
获利能力				
毛利率	21.6%	22.0%	22.5%	22.7%
净利率	5.5%	5.0%	5.0%	4.8%
ROE	14.7%	14.9%	18.3%	17.9%
ROIC	14.5%	16.8%	20.3%	20.3%
偿债能力				
资产负债率	62.1%	63.9%	71.9%	69.9%
净负债比率				
流动比率	1.27	1.28	1.23	1.28
速动比率	1.00	1.08	0.99	1.10
营运能力				
总资产周转率	1.25	1.15	1.20	1.12
应收账款周转率	3	3	3	2
应付账款周转率	4.31	4.00	4.00	4.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.40	0.61	0.72
每股经营现金流	-0.37	-0.17	-0.22	-0.11
每股净资产	2.31	2.71	3.32	4.04
估值比率				
P/E	28.63	24.09	15.97	13.40
P/B	4.21	3.58	2.93	2.40
EV/EBITDA	19	15	9	7

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。