

同洲电子

002052

增持/ 维持评级

股 价	2009/03/02
RMB8.4	

基础数据

总股本（百万股）	294
流通 A 股（百万股）	159
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)	3.14
TRACING P/E (X)*	22.79
EPS (元)	0.37
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》
- 《加速增长的 2009》

分 析 师
程 亮
+21-50106026
chengliang@lhqz.com

年报初现增长态势

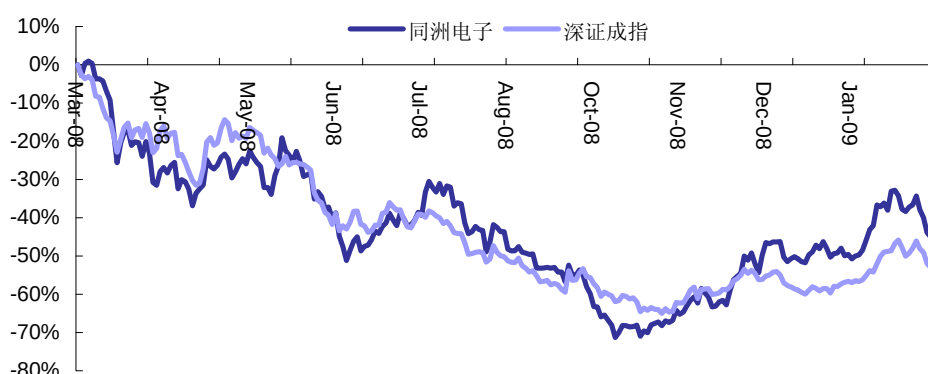
经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1827.4	2100.7	3028.19	3785.84	4352.07
(+/-%)	69.7	15.0	44.2	25.0	15.0
归属母公司净利润(百万元)	99.6	108.3	176.3	214.8	235.9
(+/-%)	60.6	8.7	62.8	21.8	9.8
EPS(元)	0.34	0.37	0.60	0.73	0.80
P/E(倍)	24.8	22.8	14.1	11.5	10.5

■ 公司 2008 年实现营业收入 21.01 亿元，同比增长 15%；实现归属于母公司所有者净利润 1.08 亿元，同比增长 9%。公司半数以上收入来自海外市场。在经济衰退、企业盈利下滑的背景下，业绩增长高出市场平均水平，显示出公司业务具有一定的抗周期性；也验证了公司三季报中所述，多数海外客户在拉美、中东、印度、东欧等地区，次债危机对出口业务影响相对较小。

■ 分产品数据显示，有线机顶盒实现营业收入 8.41 亿元，同比增长 4%。2008 年底，全国有线数字电视用户共计 5100 万户，当年约 2300 万户用户实现数字化，同比增长 148%。营业收入增长不及用户数字化增长，并非完全来自机顶盒价格下跌。公司年报指出，有线机顶盒市场平均销售价格略有上升；有线机顶盒毛利率亦从年初 22% 上升至 23%。如我们前期报告所述，公司客户趋向集中化、产品趋向高端化，是毛利率趋于稳定的主要原因。未来这一趋势得以延续，而历经市场定位调整和产品结构调整后，公司将进一步分享国内数字化整转加速带来的周期景气。

■ 卫星机顶盒和地面机顶盒以出口为主，2008 年实现营业收入 21.01 亿元，同比增长 19%。与市场预期不同，金融危机下，海外客户愈加注重产品性价比，公司凭借竞争力赢得了市场份额的提升。卫星机顶盒毛利率下降 5%，地面机顶盒毛利率上升 10%，未来公司将通过提高运营商客户占比，进一步实现盈利能力提升。

最近 52 周股价表现



- 公司全年实现每股收益 0.37 元，略低于我们此前预测的 0.4 元。其中，四季度实现每股收益 0.07 元，是业绩未达预期的主要原因。当然，这与公司前期所公告的，与 EMB 的订单及“中星 9 号”的中标将于 2009 年一季度确认收益不无关系。公司公告取消投资扬州广电网络有限公司，仅为公司参与有线数字电视运营路途上小插曲，凭借提供端到端解决方案的竞争优势，通过发起设立数字电视领域投资基金，公司仍将积极参与有线数字电视运营业务。而未来股价的催化剂就或将来自季度业绩预增及参与运营实质贡献收益。
- 维持 2009 年、2010 年每股收益 0.60 元、0.73 元的预测，这一预测高于市场一致预期。若如我们前期所判断，2009 年公司将实现加速增长，增长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“中星 9 号”招标市场的积极贡献。而公司前期公告定向增发预案，用以投入扩大产能，提升盈利能力，或将成为业绩增长的驱动器。当前股价对应 2009 年动态市盈率 14 倍，低于市场平均水平，维持“增持”的投资评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1538	2278	2653	3210
现金	211	303	379	435
应收账款	939	1281	1601	1841
其它应收款	20	24	32	39
预付账款	18	23	30	34
存货	254	526	460	686
其他	96	121	151	174
非流动资产	644	607	627	634
长期投资	8	5	5	5
固定资产	323	368	396	407
无形资产	81	83	85	86
其他	231	150	141	136
资产总计	2181	2885	3280	3844
流动负债	1338	1874	2042	2356
短期借款	666	792	914	903
应付账款	418	752	726	993
其他	255	329	402	459
非流动负债	57	37	37	37
长期借款	37	37	37	37
其他	20	0	0	0
负债合计	1395	1911	2079	2393
少数股东权益	0	11	24	38
股本	294	294	294	294
资本公积	133	133	133	133
留存收益	359	535	750	986
归属母公司股东权益	786	962	1177	1413
负债和股东权益	2181	2885	3280	3844

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	-13	148	149	265
净利润	112	187	228	250
折旧摊销	47	75	90	105
财务费用	47	67	78	83
投资损失	2	0	0	0
营运资金变动	-272	-184	-269	-187
其它	51	3	22	14
投资活动现金流	-210	-115	-116	-115
资本支出	188	100	100	100
长期投资	-25	-3	0	0
其他	-47	-18	-16	-15
筹资活动现金流	126	-41	-57	-193
短期借款	177	127	121	-10
长期借款	37	0	0	0
普通股增加	68	0	0	0
资本公积增加	-68	0	0	0
其他	-88	-167	-178	-183
现金净增加额	-106	-8	-24	-43

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2101	3028	3786	4352
营业成本	1650	2340	2956	3438
营业税金及附加	5	8	9	11
营业费用	82	124	148	161
管理费用	179	263	322	361
财务费用	47	67	78	83
资产减值损失	45	45	45	45
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-2	0	0	0
营业利润	91	181	228	254
营业外收入	45	40	40	40
营业外支出	7	6	6	6
利润总额	128	215	262	288
所得税	16	28	34	37
净利润	112	187	228	250
少数股东损益	4	11	13	14
归属于母公司净利润	108	176	215	236
EBITDA	185	323	396	441
EPS (元)	0.37	0.60	0.73	0.80

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	15.0%	44.2%	25.0%	15.0%
营业利润	-5.1%	99.2%	25.9%	11.3%
净利润	8.7%	62.8%	21.8%	9.8%
获利能力				
毛利率	21.5%	22.7%	21.9%	21.0%
净利率	5.2%	5.8%	5.7%	5.4%
ROE	13.8%	18.3%	18.2%	16.7%
ROIC	10.6%	16.5%	17.2%	17.2%
偿债能力				
资产负债率	64.0%	66.3%	63.4%	62.2%
净负债比率				
流动比率	1.15	1.22	1.30	1.36
速动比率	0.96	0.94	1.07	1.07
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.20	1.23	1.22
应收账款周转率	2	3	2	2
应付账款周转率	3.75	4.00	4.00	4.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.60	0.73	0.80
每股经营现金流	-0.05	0.50	0.51	0.90
每股净资产	2.68	3.28	4.01	4.81
估值比率				
P/E	52.46	32.22	26.45	24.08
P/B	7.23	5.90	4.83	4.02
EV/EBITDA	26	15	12	11

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

未经书面授权，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。