

上市公司调研报告

黑色家电

需求旺盛只差钱

有线机顶盒业务 下游需求旺盛

公司预计可以获得有线数字平移中 98 亿元的市场份额，如果考虑到双向机顶盒和高清机顶盒占比的逐步上升，销售额将达到 131 亿元。进入 09 年，随着现金流的改善（和高清机顶盒占比的上升，预计收入增速将恢复至 8% 的水平。如果增发项目能在 09 年顺利完成，10 年该业务增速将进一步提高。就产品毛利率而言，预计将维持现有 23% 水平。

卫星接收机业务 基本不受全球经济危机影响

卫星接收机出口虽然在一些发达地区受到一些影响，但在印度、南美等地区则需求旺盛，基本不受经济危机影响。谨慎起见，我们预计 09 年该业务出口将与 08 年持平。

08 年底，国家广电总局直播卫星机顶盒首次招标达到 366 万台，公司成功中标 48 万台。预计该业务国内市场截至 2015 年达到 450 亿元的销售规模。可以预见，未来 2-3 年内公司在农村市场上的销售收入将呈快速增长态势。

盈利预测及投资建议

公司哈尔滨项目已经在 09 年正式启动，预计 09-11 年对业绩贡献分别为 -0.03 元、0.04 元、0.06 元。如果不考虑该项目的影

响，预计 09-11 年 EPS 分别为 0.49 元、0.60 元、0.73 元；如果考虑该项目的影

预测和比率

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万）	2101	2419	2708	3150
主营收入增长率	15.0%	15.1%	12.0%	16.3%
净利润（百万）	108.3	134.4	187.0	231.8
净利润增长率	8.7%	24.1%	39.2%	23.9%
EPS（元）	0.37	0.46	0.64	0.79
P/E	25	20	14	12

同洲电子（002052）

维持

增持

高辉

gaohui@csc.com.cn

10-85130782

戴春荣

daichunrong@csc.com.cn

10-85130981

当前股价：9.10 元

目标价格 6 个月：11.50 元

调研日期：2009 年 03 月 10 日

分析日期：2009 年 03 月 13 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-9.6/-1.5	32.5/23.3	-36.7/9.5
12 月最高/最低价（元）		18.68/4.30
总股本（万股）		29,371
流通 A 股（万股）		15,943
总市值（亿元）		27.11
流通市值（亿元）		14.72
近 3 月日均成交量（万）		539
主要股东		
袁明		42.26%

股价表现



相关研究报告

08.07.23	同洲电子 业绩尚可 下半年有望加速增长
09.03.02	同洲电子 08 年报点评：业绩低于预期 但长期增长确定性强

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

有线机顶盒业务 下游需求旺盛

截至 08 年底，全国有线电视用户为 1.63 亿户，其中有线数字电视用户 4501 万户，同比增长 67.6%。模拟电视用户向数字化过渡一直得到我国政府的大力推广，并计划在 2015 年基本实现全国范围的数字化。近期出台的电子信息产业振兴规划明确提出促进全国有线、地面、卫星互为补充的数字化电视网络的建设，生产与此相关的机顶盒、卫星接收机、数字前端设备、发射器等产品的企业将从中受益。截至目前，有线电视行业就仍有 1.18 亿用户资源尚待开发，有线电视机顶盒需求将达到 354 亿元（按机顶盒 300 元/台测算），如果再考虑更新需求和第二台以上终端需求，截至 2015 年则达到 700 亿元以上销售额。

公司作为机顶盒制造的龙头厂商之一，预计可以获得其中 98 亿元的市场份额（按 14% 的市场占有率测算），是目前公司有线机顶盒销售收入的 11.7 倍，如果考虑到双向机顶盒和高清机顶盒占比的逐步上升（价格高于单向机顶盒），销售额将达到 131 亿元（400 元/台测算）。08 年公司有线机顶盒业务实现收入 8.4 亿元，同比增长 3.8%，大大低于 07 年 151% 的增速。增速下滑的主要原因在于公司选择性放弃了一些回款周期长、毛利率较低的订单，虽销量受到影响，但现金流状况大大改善（经营活动现金流量净额同比增长 87.5%）。进入 09 年，随着现金流的改善（对应收款做银行保理业务）和高清机顶盒占比的上升（销售价格较高），预计收入增速将恢复至 8% 的水平。如果增发项目能在 09 年顺利完成，10 年该业务增速将进一步提高（现金流改善后，可以接受一些回款期较长的订单）。就产品毛利率而言，预计将维持现有 23% 水平（价格有下行趋势，但高端产品占比不断上升）。

图 1：全国有线电视用户增长情况

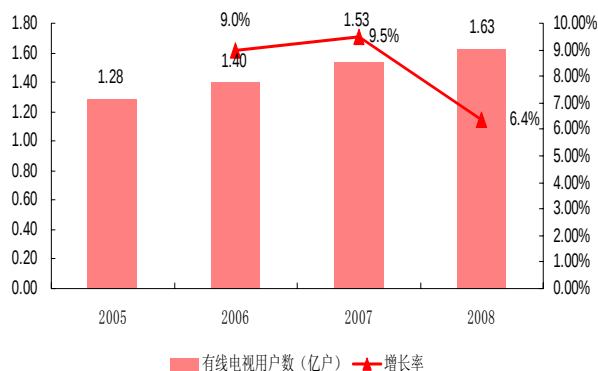
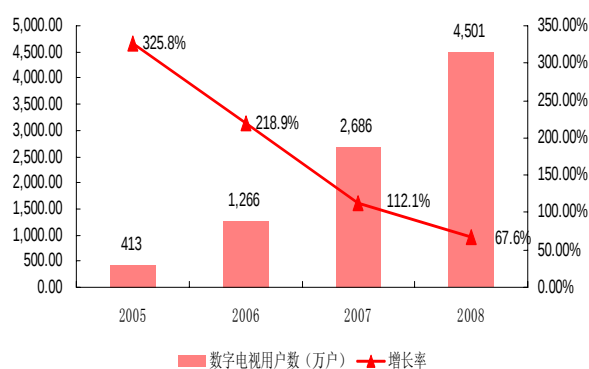


图 2：全国数字电视用户增长情况



资料来源：广电蓝皮书、中信建投研发部

卫星接收机业务 基本不受全球经济危机影响

卫星接收机业务是公司的传统出口业务，一直保持不错的增长，主要客户包括欧洲、南美、印度等国家，08 年实现销售收入 8.71 亿元，基本与 07 年持平。虽然在一些发达地区订单受到一些影响，但在印度、南美等地区则需求旺盛，基本不受经济危机影响（经济下行反而会增加一些地区居民的看电视需求）。谨慎起见，我们预计 09 年该业务出口将与 08 年持平。

08 年底，国家广电总局直播卫星机顶盒首次招标达到 366 万台，用于村村通项目建设，公司成功中标 48 万台，占有市场份额 13.1%，合同额 1.63 亿元（将于 09 年实现销售），占公司该业务收入的 18.7%。需要指出的是，在此之前公司的卫星接收机收入主要来自出口，此次村村通项目的启动将大幅提高该业务的销售收入，而且村村通项目的毛利率在 30%左右，远高于该业务原来 18%的毛利率水平。根据国家广电总局规划，2010 年底，需完成共 2,200 万套直播卫星接收设备招标，据我们了解，此轮 2,200 万套的招标主要以示范为主，即在推广村抽出 1-2 户家庭作为示范（免费赠送），根据其效果再考虑下一步推广或由居民自行购买。由于卫星接收方式不收取收视费，预计其在农村后续推广的阻力将小于有线数字网络（但可能需要居民自行购买接收机）。如果按 1.8 亿农村家庭中 1.0 亿家庭通过卫星接收设备实现数字化，300 元/套测算，预计有 300 亿元的市场规模，如果再考虑更新需求，截至 2015 年则达到 450 亿元的销售规模。可以预见，未来 2-3 年内公司在农村市场上的销售收入将呈快速增长态势。

地面机顶盒业务 大幅增长但可持续性有待观察

08 年公司该业务实现销售收入 2.07 亿元，同比大幅上升 410%，其原因是香港地区订单大幅上升，主要用于对香港地区现有有线网覆盖的补充，订单增长的可持续性有待观察。事实上，地面接收方式主要是通过当地电视塔实现网络覆盖，不适用于农村市场（建塔成本高），在于城镇有线网络的竞争中优势不明显，故多用于公交车、出租车等移动媒体，市场容量比较有效，将不会成为未来数字化覆盖的主流。谨慎起见，我们预计未来 2-3 年该业务将保持 10%左右的增长速度。

增发项目 改善现金流提升盈利能力

公司计划非公开发行 3000 万-5500 万股，发行价 8.0 元，募集资金不超过 4.3 亿元，用于年产 200 万台高清数字机顶盒生产项目、年产 400 万套直播卫星接收设备生产项目、年产 200 万台双向互动数字机顶盒生产项目、可靠性工程中心项目及组建营销与服务网络平台项目。

我们认为，公司目前最大的发展瓶颈就是缺乏资金，在下游需求旺盛的情况下，不得不放弃一些回款周期长的订单，致使业绩迟迟无法释放，一旦增发成功，资金短缺的局面将得到改善，业务收入有望进入快速上升通道。

表 1: 表格标题

单位: 万

	项目名称	拟投资总额
1	年产 200 万台高清数字机顶盒生产项目	9,848
2	年产 400 万套直播卫星接收设备生产项目	13,518
3	年产 200 万台双向互动数字机顶盒生产项目	9,947
4	可靠性工程中心项目	5,049
5	组建营销与服务网络平台项目	5,000
合计		43,362

资料来源: 公司公告

端到端业务 发展前景广阔

在巩固终端设备机顶盒业务竞争优势的前提下, 公司开始进入前端设备市场, 致力于为有线运用商提供全面的数字平移解决方案。按 100 万用户规模的有线网络测算, 单向数字化改造的前端设备投入为 3000-4000 万元(双向改造则需投入 8000 万元左右), 按全国 1.18 亿未实现数字平移用户测算, 有 35.4-47.2 亿的市场容量, 如果再加上每年的系统维护和扩容投入, 整个市场 5 年的容量将达到 80 亿元左右(假设五年内全国基本实现数字化), 公司有望获得其中 9.6 亿元左右的市场份额(按 12% 的市场份额测算)。

就目前的前端设备市场, 公司以提供整体解决方案和应用软件为主(大多硬件设备需要外部采购), 故整体毛利率水平并不高。但这种端到端的解决方案则实现了公司与客户的双赢, 就客户而言, 不仅降低了设备之间的兼容性问题, 更大大节约了人力和物力投入; 就公司而言, 不仅促进了终端设备机顶盒的销售, 而且其后续带来的系统维护和扩容业务将大大提升公司的盈利能力(系统维护和扩容业务毛利率高于前端数字改造业务)。

哈尔滨项目 利润影响存在变数

08 年初公司公告以 195 万元受让中辉传媒持有 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%。转让完成后, 元申广电持有合资公司 51% 的股份, 同洲电子持有 39% 的股份, 中辉传媒持有 10% 的股份。截至 07 年底, 哈尔滨(包括区县)共拥有有线电视用户 185 万户, 其中已完成双向线路改造的用户为 85 万户, 元申广电计划在 09 年完成对剩余 100 万户的双向线路改造, 并力争在两年内完成数字化平移 100 万户的任务。

公司将从合资公司获得的分成收入包括: 1、主机用户数字平移带来的 10 元/月的上浮部分; 2、分机用户带来的全部收入(如果用户购买机顶盒则按 10 元/月收取收视费、如果用户接受赠送的机顶盒则按 20 元/月收取收视费); 3、付费频道收入和增值业务收入(扣除节目采购的费用)。以上收入在扣除合资公司运营成本后, 公司在前三年获得 70% 的分成收入, 第四、五年获得 50% 的分成收入、第五至十八年获得 39% 的分成收入。

公司需付出的成本包括: 1、负责为有线电视用户提供所有终端设备(双向机顶盒、智能卡和调制解调器), 并负责其售后服务, 数量为 100 万台以上(以整转实际户数为准); 2、提供 4,500 万元的出资, 用于合资公司

购买数字电视互动业务实现平台及业务运营支撑系统，于 08 年内完成全部出资。

平移工程将于 09 年全面展开，据我们测算，09-11 年项目对公司 EPS 的影响分别为-0.03 元、0.04 元、0.06 元。虽然 09 年哈尔滨项目将拖累公司的整体业绩，但我们认为，有线电视行业是一个具有高区域垄断性的行业，民营企业要想参与经营几乎没有可能，公司正是抓住了地方有线运营商急需完成数字化平移但又缺乏资金的绝佳机会，与哈尔滨有线合作进入该领域，使公司有望从单纯的设备供应商向“类有线电视运营商”战略转型，显示出公司管理层的独到眼光和经营魄力。而且，此次合作使公司与哈尔滨有线的利益紧紧捆绑在了一起，一旦政策放开，公司将很有可能成为国内第一家民营有线电视网络运营商，其意义将非同寻常。

公司目前已与成都、湖南等多家有线电视运营商达成合作意向，我们虽然看好这些合作项目，但也对公司的资金状况产生了忧虑，并认为哈尔滨模式虽具备可复制性，但不宜在短期内全面铺开，公司应稳扎稳打，将哈尔滨模式经营成熟后再进行下一步扩张。当然，在资金充裕的情况下（如增发顺利完成），快速完成“类有线电视运营商”的全国布局将有助于公司价值的进一步提升。

另外需要指出的是，不排除公司在哈尔滨项目上采用融资租赁的方式，即将机顶盒一次性销售给租赁公司，再由租赁公司转租给合资公司（让渡一部利润给租赁公司作为租赁费），届时公司 09 年的销售收入和利润将高于我们预期。

表 2：对公司分成收入的预测

	09E	10E	11E	12E
主机的维护费增量收入（百万元）	30	90	144	186
ARPU（元/月）	10	10	10	10
主机数字用户数（百万户）	0.5	1.0	1.4	1.7
分机用户的维护费收入（百万元）	6	27	57.6	74.4
ARPU（元/月）	20	20	20	20
分机用户数（百万户）	0.05	0.15	0.28	0.34
可用于分成的付费频道收入（百万元）	3.6	14.4	43.2	55.8
付费频道收入（百万元）	9	36	108	140
ARPU（元/月）	30	40	50	50
付费频道用户数（百万户）	0.05	0.15	0.28	0.37
节目采购费（百万元）	5.4	21.6	64.8	83.7
可用于分成的增值收入（百万元）	7.2	25.2	69.1	89.3
增值业务收入（百万元）	9	31.5	86.4	111.6
ARPU（元/月）	30	35	40	40
增值用户数（百万户）	0.05	0.1	0.21	0.26
节目采购费（百万元）	1.8	6.3	17.3	22.3
可用于分成的总收入（百万元）	46.8	156.6	313.9	405.5
需扣除的合作公司运营成本（百万元）	4.8	12.5	25.1	32.4
需扣除的所得税费用（百万元）	6.3	21.6	43.3	56.0
可用于分成的净利润（百万元）	35.7	122.5	245.5	317.1
分成后归属于公司的净利润（百万元）	25.0	85.7	122.7	158.5
分成比例	70%	70%	50%	50%

注：我们预计多数分机用户会选择赠送机顶盒，故 ARPU 值按 20 元/月计算。

资料来源：中信建投研发部

表 3：对公司增加成本的预测

单位：百万元

	09E	10E	11E	12E
机顶盒的摊销成本	18	54	84	109
机顶盒的平均成本（元）	360	360	360	360
平移用户数（百万户）	0.5	1.0	1.4	1.7
互动平台的摊销成本	9	9	9	9
项目带来的资金缺口	220	395	535	650
项目带来的财务费用增加额	13.2	23.7	32.1	38.4
项目的增加成本对所得税的抵免额	6.0	13.0	18.8	23.4
公司实际为项目付出的总成本	34.2	73.7	106.3	132.5

注：假设投入资金均来自银行贷款

资料来源：中信建投研发部

表 4：项目对公司净利润的影响

单位：百万元

	09E	10E	11E	12E
项目分成后归属于公司的净利润	25.0	85.7	122.7	158.5
公司实际为项目付出的总成本	34.2	73.7	106.3	132.5
项目对公司的净利润影响	-9.2	12.0	16.4	26.0
EPS（元）	-0.03	0.04	0.06	0.09

资料来源：中信建投研发部

资产减值损失 或成利润增长来源

公司 07、08 年开始大额计提资产减值损失，分别为 4717 万元、4461 万元。其中，计提坏账损失共计 5901 万元，由于下游客户均为各地有线运用商，回款不成问题，故计提的坏账损失在未来冲回可能性很大；计提存货跌价损失 3141 万元，多数是由于库存商品未实现销售产生的一次性全额计提，由于产品分拆后大部分零部件仍可以利用，故计提的存货跌价损失在未来可以部分冲回。总体而言，预计 09-11 年资产减值损失将每年下降 1000 万元左右，相当于每年获得 0.03 元的 EPS 增长。

表 5：资产减值损失情况

单位：百万

	08 年计提	07 年计提
坏账损失	23.85	35.16
存货跌价损失	20.74	10.67
其他	0.02	1.34
资产减值损失合计	44.61	47.17

资料来源：公司公告

同洲软件 间接降低公司费用

公司全资子公司同洲软件 08 年实现净利润 1.56 亿元，占公司净利润的 144%（公司净利润 1.08 亿元），子公司净利润高于合并利润的主要原因：1、同洲软件对母公司实现的销售收入中，部分产品由于没有在母公司最终销售出去，虽然同洲软件确认了收入，但母公司未确定收入，最终导致子公司净利润高于合并利润；2、同洲软件作为国家级重点软件企业享受较多的税收优惠政策，将利润放入软件公司可以合理避税，预计 09 年软件公司将享受 10% 的所得税优惠政策（低于母公司 15% 的所得税政策）。

另外，软件公司 08 年适用税率为 18%，由于优惠政策将从获得认证日期开始享受，故对 08 年所得税进行追溯调整的可能性较小。

表 6：主要子公司盈利情况

单位：百万

	股权	收入	净利润
深圳同洲软件	100%	158.56	155.65
广州同洲电子	100%	0.09	-0.03
深圳龙视传媒	90%	0.12	-5.44
深圳汇巨信息	60%	0.74	-6.04
深圳安计能建筑智能	90%	1.52	-11.89
深圳同洲视讯传媒	10%	50.22	-3.81
哈尔滨有线网络	39%	0.06	-8.46
东莞泰斗电子科技	30%	0.51	0.02

资料来源：公司公告

盈利预测

受全球经济危机影响，多数国内家电厂商内销和出口均受到较大影响，然而公司的机顶盒产品需求却依然旺盛，在国内，有线运营商的数字化平移不断加快，预计未来三年的平移用户将达到 2500 万户/年，另外，国家广电总局规划，2010 年底前需完成共 2,200 万套直播卫星接收设备招标（如果实现全面覆盖则需求量达到 1 亿套）；在国外，虽然在发达地区订单受到一些影响，但在印度、南美等地区则需求旺盛，基本不受经济危机影响（经济下行反而会增加一些地区居民的看电视需求）。总体而言，经济下行对公司业绩影响不大，09 年收入和净利润均将保持稳定增长，如果增发顺利完成，在现金流充裕的情况下，公司可以考虑接受一些回款期较长、但利润高的订单，届时收入增长将进一步加速。

公司哈尔滨项目已经在 09 年正式启动，预计 09-11 年对业绩贡献分别为 -0.03 元、0.04 元、0.06 元。如果不考虑该项目的影 响，预计 09-11 年 EPS 分别为 0.49 元、0.60 元、0.73 元；如果考虑该项目的影 响，预计 09-11 年 EPS 分别为 0.46 元、0.64 元、0.79 元。

投资评价及建议

公司作为机顶盒制造的龙头企业，市场占有率高，且产品具有较强的抗周期特点，未来下游需求旺盛且确定性强。从发展战略来看，公司一方面不断扩大产业链，进入前端设备市场，致力于为有线运用商提供全面的数字平移解决方案；另一方面，与有线运用商展开合作，从单纯的产品供应商向类有线电视运营商转型。按 09 年业绩测算，动态 PE 达到 20 倍，高于家电企业的平均估值，但其高成长性和增长确定性是许多家电厂商无法比拟的，理应享有一定的估值溢价（合理估值应向有线行业 and 软件行业靠拢），按 09 年 25 倍 PE 测算，目标价 11.5 元，维持增持评级。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

高 辉：家电、传媒行业分析师，工学、金融学复合专业背景，5 年 IT 行业从业经验。

戴春荣：通信、传媒行业首席分析师，10 年证券研究经历，TMT 组组长，曾获《新财富》2006 年通信行业最佳分析师第二名、2007 年传媒行业最佳分析师入围。

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010