

彩电



刘亮 楼鸿强

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

同洲电子 (002052)

中间件是亮点 未来空间巨大

推荐

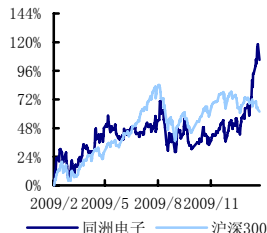
市场数据

报告日期	2010-1-26
收盘价(元)	15.40
52周最高/最低(元)	17.16/7.86
总股本(百万股)	341.48
流通股本(百万股)	197.26
总市值(百万元)	5258.79
流通市值(百万元)	3037.83
净资产(百万元)	1263.29
总资产(百万元)	2637.27

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	2101	1976	2526	3253
同比增长(%)	15.0%	-5.9%	27.8%	28.8%
净利润(百万元)	108	49	114	182
同比增长(%)	8.7%	-55.2%	135.7%	59.3%
毛利率(%)	21.5%	21.0%	22.0%	22.1%
净利率(%)	5.2%	2.5%	4.5%	5.6%
净资产收益率(%)	13.8%	3.9%	8.4%	11.8%
每股收益(元)	0.32	0.14	0.33	0.53
每股经营现金流(元)	-0.04	-0.30	0.61	0.22

股价走势



投资要点

- **国内数字电视产业链最完备供应商:** 数字电视产业链包括设备产业链与业务产业链, 同洲电子同时涉及这两条产业链, 具备提供端到端综合解决方案的能力, 是国内数字电视产业链中最完备的供应商。
- **机顶盒市场供需:** 我们预计仅机顶盒市场未来五年平均每年的市场需求是 100 亿元以上, 2010 年、2011 年很可能是高清、双向机顶盒的高速发展年。目前国内机顶盒供应商很多, 中低端产品市场竞争激烈, 但高端产品(高清双向机顶盒)竞争还不激烈, 同洲电子是国内少数几家高端机顶盒供应商之一, 拥有一定的技术优势。
- **中间件业务是亮点:** 如果把机顶盒等终端看作是个人电脑, 那么中间件就是操作系统。机顶盒有可能被替代, 但中间件不会消失, 反而会越来越强, 市场空间也会越来越大。公司是目前国内少数几家成功开发出机顶盒管理平台、运营商支撑系统等中间件的厂商之一, 占据市场先机。
- **风险提示:** 广电运营商与电信运营商竞争不可避免, 未来华为、中兴通讯等通讯设备供应商很可能进入数字电视领域, 增加市场不确定性。
- **估值与投资建议:** 根据我们的假设, 公司 2009~2011 年每股收益为 0.14 元、0.33 元、0.53 元, 对应的动态市盈率为 108 倍、46 倍、29 倍。考虑到公司在数字电视产业链中的龙头地位以及未来高速增长的前景, 首次给予公司长期“推荐”评级。

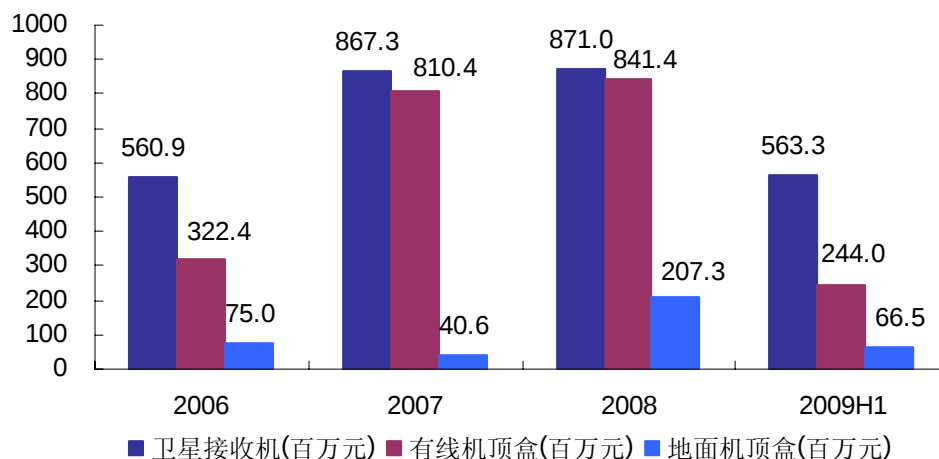
目 录

一、公司基本情况	- 3 -
二、数字电视产业链	- 3 -
三、行业竞争及公司竞争优势	- 4 -
1、行业供需	- 4 -
2、潜在竞争对手、替代品及上下游议价能力	- 5 -
3、公司竞争优势	- 5 -
四、公司未来发展前景	- 6 -
五、盈利预测与估值	- 6 -
1、盈利预测	- 6 -
2、估值与投资建议	- 7 -
图 1、近三年同洲电子主要产品销售收入	- 3 -
图 2、主营业务收入构成	- 3 -
图 3、主要产品毛利占比	- 3 -
图 4、数字电视产业链概况	- 4 -
表 1、公司盈利预测假设	- 6 -
表 2、公司盈利预测结果	- 7 -
附表	- 8 -

一、公司基本情况

深圳市同洲电子股份有限公司（以下简称同洲电子、公司）成立于 1994 年，2006 年在深圳交易所上市。经过 15 年的高速发展，公司已成功构建跨越广电网、通讯网及互联网的 3C 产业体系，产品涵盖数字电视机顶盒、IPTV 机顶盒、交互数字电视端到端系统、关键前端系统、核心软件、卫星通讯、移动视讯等产业，成为数字视讯产业龙头。

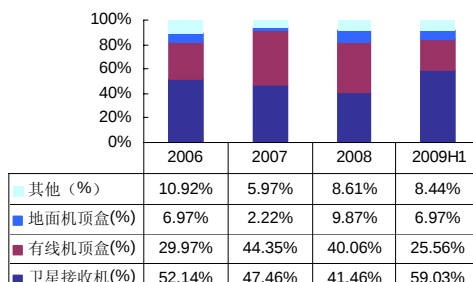
图 1、近三年同洲电子主要产品销售收入



数据来源：公司公告

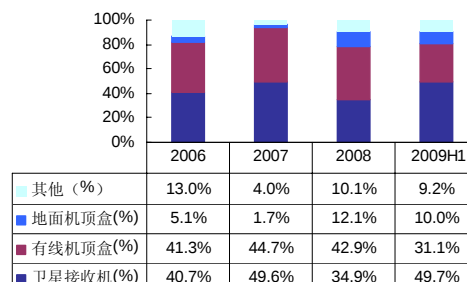
目前，公司的主营业务收入和利润主要来自于地面机顶盒、有线机顶盒和卫星接收机三类产品。2009 年上半年，这三类产品占销售收入比重达到 91.6%，占毛利的比重达到 90.8%。

图 2、主营业务收入构成



数据来源：公司公告

图 3、主要产品毛利占比



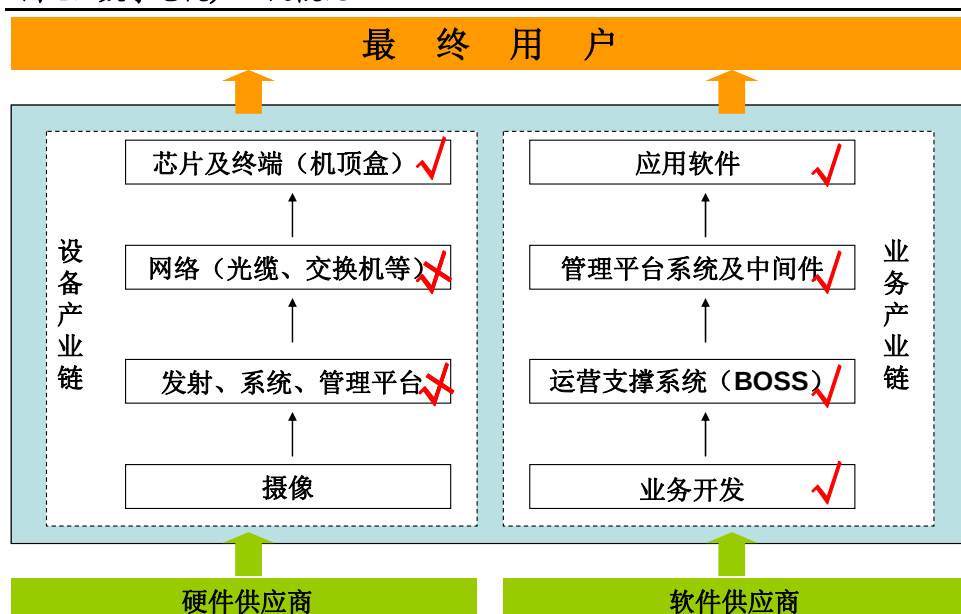
数据来源：公司公告

二、数字电视产业链

数字电视产业链可以分为两部分，及设备产业链与业务产业链。在设备产业链中，最上游的是摄像设备，而后是发射设备及管理平台设备，其次是网络设备，最后是芯片及终端设备，提供这些设备的厂商称为硬件供应商。在业务产业链中，最上游的是业务开发（如股票业务开发），而后是运营支撑系统（如 BOSS 系统），

其次是管理平台系统及中间件（如 VOD 管理系统），最后是应用软件，提供这些业务的厂商称为软件供应商。

图 4、数字电视产业链概况



数据来源：兴业证券研发中心 注：“✓”表示同洲电子涉及，“✗”表示公司部分涉及

同洲电子已经从终端产品制造商转型为端到端综合解决方案提供商，公司产品涉及到芯片及终端、应用软件、中间件、运营支撑系统和业务开发，还部分涉及到网络设备和发射设备。可以说，公司已经成为数字电视产业链中最完备的供应商之一，这也是公司未来的核心竞争优势。

三、行业竞争及公司竞争优势

1、行业供需

机顶盒市场需求：我国目前拥有 1.6 亿户有线电视用户，其中大约 6000 万户是数字有线电视，占比 40%左右，但高清、双向数字有线电视用户不足 1000 万户。按一台机顶盒 300 元计算，1 亿用户机转网对机顶盒市场的需求为 300 亿元；假设一台双向机顶盒 400 元，转网用户 1.5 亿，对机顶盒市场的需求为 600 亿元。根据整转截止时点 2015 年，存量改造的市场需求在 300 亿元~900 亿元之间，再加上增量市场需求，我们预计每年需求在 100 亿元以上，2010 年、2011 年可能是高清、双向机顶盒的高速发展年。

机顶盒及中间件的市场供给：从机顶盒终端产品角度看，供应商很多，实力比较强的包括同洲电子、九州集团、创维、长虹等，竞争比较激烈。但高端产品（高清双向机顶盒）的竞争目前还不激烈，同洲电子在技术上有一定的优势。从运营支撑系统以及中间件的角度看，国内的供应商还非常少，同洲电子是少数几家能够提供这些软件的供应商之一，占据市场先机。

2、潜在竞争对手、替代品及上下游议价能力

公司潜在竞争对手：三网融合背景下，广电与电信运营商之间的竞争不可避免。就目前实力而言，广电运营商远不如电信运营商。经过多年的市场竞争，三大电信运营商已经积累了丰富的市场经验，而广电运营商普遍是“散”、“小”、“弱”，市场经验不足是其最大软肋，不过广电运营商的基本业务受国家政策保护，这也是其最大的优势。一旦电信运营商进入数字电视领域，华为、中兴通讯等供应商也会顺势切入，他们无疑是同洲电子最大的潜在竞争对手。

替代品：我们认为机顶盒未来有可能被替代，随着数字信号的普及和模拟信号的退出，机顶盒有可能消失，取而代之的将是“互联网数字电视”。当然，中期内这种替代还不会发生。需要说明的是，即使机顶盒被替代，中间件会依然存在。如果把机顶盒等终端看作是个人电脑，那么中间件就是操作系统。无论采用什么形式的终端，都要与广电系统的媒资库进行双向的信息交流，所以中间件不会消失，反而会越来越强大。

产业链上下游议价能力：目前，数字电视产业链（包括设备与业务）除了少数高端的芯片需要进口外，其余基本能够实现国产。对上游原材料，同洲电子具有一定的议价优势。同洲电子的客户主要是国内大大小小的广电运营商，由于广电运营商非常分散，实力差异也比较大，所以对不同的客户议价能力不同。不过，总体而言，由于同洲电子已经掌握了中间件开发能力，这无疑会增强公司的议价能力。

3、公司竞争优势

制造规模及产品质量：公司在深圳龙岗区的生产基地拥有年产 1000 万台数字机顶盒的生产能力，制造规模亚洲第一。预计江苏南通生产基地第一期达产后，年产能将增加 500 万台。另外，公司已经获得了 ISO9001: 2000、CCC、CE、FCC、UL、RoHS 认证，拥有一流的产业化设备，建立了良好的产品质量保证体系。

核心技术及知识产权：公司拥有一支 1000 人规模的、国内最大的数字视讯研发团队，公司已建立企业博士后工作站、成立了交互式数字电视工程技术研发中心，每年的研发支出占销售收入比例为 5%。目前，公司已申请发明专利数百项，参加了二十多项数字视讯国家和行业标准的制定工作，在高清、双向交互、增值服务等领域处于国际领先水平。

产业链中最完备供应商：公司已成功开发出数字电视的管理平台、运营商支撑系统等中间件，其作用与个人电脑中的操作系统相似，可以支持不同厂商的终端设备。这样，运营商即使不采用同洲电子的终端设备，也可以使用同洲电子的中间件。目前，国内能够提供数字电视管理平台、运营商支撑系统等中间件的厂商非常少，公司已经占据先机。

四、公司未来发展前景

我们分析认为，我国数字电视产业可能有如下几个趋势：第一，数字电视会朝着高清、双向的方向发展；第二，数字电视是未来三网融合的一个重要平台；第三，广电运营商目前非常分散，未来会逐步整合；最后，数字电视产业链未来竞争的重点是软件和内容，机顶盒本身的竞争会越来越简单。

同洲电子是当前国内数字电视产业链中最完备的供应商之一，公司的硬件、软件能力都很强，尤其是在中间件领域，公司已经拥有了先发优势。在公司的发展战略中，2010年将进入又一个快速发展时期，公司希望以多媒体核心技术、运营支撑系统、内容服务三大平台为依托，力争在未来三年实现高速增长。我们认为，国家提出的“三网融合”为公司的高速增长提供了良好契机，公司有望成为未来广电系统中的“华为”！

五、盈利预测与估值

1、盈利预测

预计2010年、2011年高清、双向数字电视用户会有大幅的增长。另外，国内的村村通直播星、全球的经济复苏也会带动卫星接收机和无线机顶盒的增长。

我们的主要假设如下：

- 卫星接收机：2009~2011年收入分别增长5%、25%、25%，毛利率分别为18%、19%、19%；
- 有线机顶盒：2009~2011年收入分别增长-20%、30%、30%，毛利率分别为23%、24%、24%；
- 无线机顶盒：2009~2011年收入分别增长0%、25%、25%，毛利率分别为25%、26%、26%。
- 由于盈利模式还未成熟，我们暂不考虑中间件业务的影响，并会根据公司未来的发展调整我们的盈利预测。

表1、公司盈利预测假设

年份		2008	2009E	2010E	2011E
卫星接收机	主营业务收入（百万元）	870.99	914.54	1,143.17	1,428.97
	同比增长率 %	0.42%	5.00%	25.00%	25.00%
	毛利率 %	18.08%	18.00%	19.00%	19.00%
有线机顶盒	主营业务收入（百万元）	841.43	673.14	942.40	1,319.36
	同比增长率 %	3.82%	-20.00%	40.00%	40.00%
	毛利率 %	22.98%	23.00%	24.00%	24.00%
无线机顶盒	主营业务收入（百万元）	207.28	207.28	259.10	323.88
	同比增长率 %	410.16%	0.00%	25.00%	25.00%
	毛利率 %	26.38%	25.00%	26.00%	26.00%
营业费用 / 主营业务收入 %		3.92%	5.00%	4.50%	4.50%
管理费用 / 主营业务收入 %		8.52%	11.00%	9.50%	8.50%
财务费用 / 主营业务收入 %		2.26%	1.89%	2.48%	2.17%
实际税率 %		12.40%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 2、公司盈利预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	2101	1976	2526	3253
增长率 %	15.0%	-5.9%	27.8%	28.8%
营业利润（百万元）	91	31	115	198
增长率 %	-5.1%	-65.7%	270.4%	71.6%
净利润（百万元）	108	49	114	182
增长率 %	8.7%	-55.2%	135.7%	59.3%
最新摊薄每股收益（元）	0.32	0.14	0.33	0.53
每股净资产（元）	2.30	3.66	4.00	4.53
动态市盈率（倍）	48.57	108.38	45.98	28.86
市净率（倍）	6.69	4.21	3.85	3.40

数据来源：兴业证券研发中心整理

2、估值与投资建议

根据我们的假设，公司 2009~2011 年每股收益为 0.14 元、0.33 元、0.53 元，对应的动态市盈率为 108 倍、46 倍、29 倍。考虑到公司在数字电视产业链中的龙头地位以及未来高速增长的前景，首次给予公司长期“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1538	2338	2423	3120
货币资金	211	790	758	976
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	939	929	1068	1376
其他应收款	20	44	59	76
存货	254	445	374	482
非流动资产	644	845	1067	937
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	8	7	7	7
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	323	437	619	516
在建工程	16	30	35	14
油气资产	0	0	0	0
无形资产	81	84	83	82
资产总计	2181	3183	3490	4057
流动负债	1338	1861	2049	2428
短期借款	666	1148	1267	1491
应付票据	160	198	202	195
应付账款	418	435	505	651
其他	95	81	75	92
非流动负债	57	69	69	69
长期借款	37	67	67	67
其他	20	2	2	2
负债合计	1395	1930	2119	2498
股本	294	341	341	341
资本公积	133	501	501	501
未分配利润	322	366	469	633
少数股东权益	0	2	6	13
股东权益合计	786	1253	1371	1560
负债及权益合计	2181	3183	3490	4057

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	108	49	114	182
折旧和摊销	47	77	113	136
资产减值准备	40	-15	4	26
无形资产摊销	12	12	12	12
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	47	37	62	70
投资损失	2	1	0	0
少数股东损益	4	2	4	7
营运资金的变动	309	252	88	345
经营活动产生现金流量	-50	-104	209	76
投资活动产生现金流量	-163	-207	-299	-11
融资活动产生现金流量	161	890	57	154
现金净变动	-51	580	-33	218
现金的期初余额	316	211	790	758
现金的期末余额	265	790	758	976

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2101	1976	2526	3253
营业成本	1650	1561	1970	2536
营业税金及附加	5	4	5	7
销售费用	82	99	114	146
管理费用	179	217	240	277
财务费用	47	37	62	70
资产减值损失	45	25	20	20
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-2	-1	0	0
营业利润	91	31	115	198
营业外收入	45	34	30	30
营业外支出	7	6	6	6
利润总额	128	59	139	222
所得税	16	9	21	33
净利润	112	50	119	189
少数股东损益	4	2	4	7
归属母公司净利	108	49	114	182
EPS (元)	0.32	0.14	0.33	0.53

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	15.0%	-5.9%	27.8%	28.8%
营业利润增长率	-5.1%	-65.7%	270.4%	71.6%
净利润增长率	8.7%	-55.2%	135.7%	59.3%
盈利能力(%)				
毛利率	21.5%	21.0%	22.0%	22.1%
净利率	5.2%	2.5%	4.5%	5.6%
ROE	13.8%	3.9%	8.4%	11.8%

偿债能力(%)

资产负债率	64.0%	60.6%	60.7%	61.6%
流动比率	1.15	1.26	1.18	1.28
速动比率	0.93	1.00	0.99	1.08

营运能力(次)

资产周转率	1.05	0.74	0.76	0.86
应收帐款周转率	2.35	1.99	2.38	2.50

每股资料(元)

每股收益	0.32	0.14	0.33	0.53
每股经营现金	-0.04	-0.30	0.61	0.22
每股净资产	2.30	3.66	4.00	4.53

估值比率(倍)

PE	48.57	108.38	45.98	28.86
PB	6.69	4.21	3.85	3.40

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司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。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。