

2010年11月16日

公司研究

新股研究

建议询价区间：25.75-30.90 元

国内领先的数字机顶盒制造商

——银河电子(002519)新股研究

核心观点

询价结论：

我们预计公司 10-12 年每股收益为 1.03 元、0.29 元和 1.17 元，对应 10 年合理市盈率在 25-30 倍之间，建议询价区间为 25.75-30.90 元。

主要依据：

1、公司主营业务为数字机顶盒产品和电子设备结构件。公司产品涵盖有线数字机顶盒、卫星数字机顶盒、地面数字机顶盒、IPTV 机顶盒等四大系列的全系列产品。2007-2009 年，公司有线数字机顶盒产品的市场占有率分别为 9.73%、10.84%、8.44%，基本保持稳定。

2、目前公司的客户结构已由以苏南市场为主，演变为全国分布，有线数字机顶盒在江苏省外销售数量占有有线机顶盒整体销售数量的比重由 2007 年的 20.4% 提升 2009 年的 73.8%，销量在 1 万台以上的城市数量由 2007 年的 13 个增加至 2010 年上半年的 19 个。此外公司省网客户数量明显增加，2010 年 1-6 月，公司在天津、重庆等省级有线电视网络数字化平移招标中中标，使得公司有线数字机顶盒产品覆盖的省级网络数量达到 10 个，在已招标的 18 个省级网络中占比达 56%。

3、我国从 04 年开始进行广电网络的数字化转换，预计在 2015 年停播模拟信号。目前，各地有线电视网拥有约 1.74 亿用户，2009 年年底，有线数字机顶盒保有量约 7,200 万台，尚未实现数字电视平移的有线电视用户约为 1 亿户，结合我国数字电视推进时间表估计，2010 年至 2014 年间，我国有线数字机顶盒的年均需求量约为 2,000 万台。如果考虑产品更新换代等因素，则市场需求量更大，未来几年广电产业都将维持较高的景气度。

4、募投项目建成达产后，公司将具备年产 500 万台数字机顶盒的生产能力，较 2010 年预计的数字机顶盒销量 285 万台增加 215 万台，增长幅度 75.44%。其中，有线数字机顶盒年销量将达到 250 万台，较 2010 年预计的 140 万台年销量增加 110 万台，增长幅度为 78.57%；卫星数字机顶盒年销量将达到 200 万台，较 2010 年预计的 120 万台年销量增加 80 万台，增长幅度为 66.67%；地面及 IPTV 数字机顶盒的年销量将达到 50 万台，较 2010 年预计销量增加 25 万台、增长幅度 100%。

风险提示：

1、市场竞争加剧的风险；2、行业景气下滑的风险。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	598	811	1,016	1,221
同比增速(%)	4.40%	35.45%	25.36%	20.18%
净利润(百万)	66	73	91	82
同比增速(%)	5.92%	10.57%	24.77%	-9.39%
EPS(元)	0.93	1.03	1.29	1.17

基础数据

总股本(万股)	5280.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	5.91
每股净资产(元)	6.82
建议询价区间(元)	25.75-30.90

研究员：姜瑛

电话：010-84183295

Email：jiangying@guodu.com

执业证书编号：S0940210070001

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email：zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1 公司此次发行概况

公司名称	江苏银河电子股份有限公司
公司简称	银河电子
发行地	深圳
发行日期	2010-11-24
申购代码	002519
发行股数（万股）	1,760
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本（万股）	5,280
每股收益（2009）年	1.25
发行后全面摊薄每股收益（2009 年）	0.93
发行前每股净资产（元）	6.82

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2、公司及行业概况

公司主营业务为数字机顶盒产品和电子设备结构件。公司产品涵盖有线数字机顶盒、卫星数字机顶盒、地面数字机顶盒、IPTV 机顶盒等四大系列的全系列产品。

近三年一期，公司有线数字机顶盒销售规模保持较高水平，2007 年、2008 年、2009 年以及 2010 年 1-6 月，公司有线数字机顶盒产品的销售量分别为 122.52 万台、111.73 万台、125.31 万台和 63.89 万台。2007 年至 2009 年，公司有线数字机顶盒产品的市场占有率分别为 9.73%、10.84%、8.44%，市场占有率基本保持稳定。

目前公司的客户结构已由以苏南市场为主，演变为全国分布，有线数字机顶盒在江苏省外销售数量占有有线机顶盒整体销售数量的比重由 2007 年的 20.4%提升 2009 年的 73.8%，销量在 1 万台以上的城市数量由 2007 年的 13 个增加至 2010 年上半年的 19 个。此外公司省网客户数量明显增加，2010 年 1-6 月，公司在天津、重庆等省级有线电视网络数字化平移招标中中标，使得公司有线数字机顶盒产品覆盖的省级网络数量达到 10 个，在已招标的 18 个省级网络中占比达 56%，为公司今后的发展奠定了良好的基础。

目前，各地有线电视网拥有约 1.74 亿用户，2009 年年底，有线数字机顶盒保有量约 7,200 万台，尚未实现数字电视平移的有线电视用户约为 1 亿户，结合我国数字电视推进时间表估计，2010 年至 2014 年间，我国有线数字机顶盒的年均需求量约为 2,000 万台。如果考虑产品更新换代等因素，则市场需求量更大，未来几年广电产业都将维持较高的景气度。

募投项目建成达产后，公司将具备年产 500 万台数字机顶盒的生产能力，较 2010 年预计的数字机顶盒销量 285 万台增加 215 万台，增长幅度 75.44%。其中，有线数字机顶盒年销量将达到 250 万台，较 2010 年预计的 140 万台年销量增加 110 万台，增长幅度为 78.57%；卫星数字机顶盒年销量将达到 200 万台，较 2010 年预计的 120 万台年销量增加 80 万台，增长幅度为 66.67%；地面及 IPTV 数字机顶盒的年销量将达到 50 万台，较 2010 年预计销量增加 25 万台、增长幅度 100%。

报告期内公司主要收入来源相对集中，数字机顶盒占比在 80%以上，电子设备结构件占比不到 20%。近两年公司业绩增长不显著，收入和净利润的复合增速分别为-7.05%和-42.49%。

表 2 公司主营业务结构

项目	2010 年 1-6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%
数字机顶盒	32,705	82.62%	44,554	78.65%	46,961	79.16%	56,001	82.34%
信息电子设备结构件	6,490	16.40%	10,023	17.69%	11,413	19.24%	8,020	11.79%
其他	390	0.99%	2,068	3.65%	949	1.60%	3,989	5.87%
合计	39,585	100.00%	56,645	100.00%	59,323	100.00%	68,010	100.00%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

2.1 公司的股权结构

表 2 公司本次发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
银河电子集团	3,280	62.12%	3,280	46.59%
庞绍熙	280	5.30%	280	3.98%
吴建明	130	2.46%	130	1.85%
尹永祥	105	1.99%	105	1.49%
庞可伟	105	1.99%	105	1.49%
周黎霞	98	1.85%	98	1.39%
艾祥林	90	1.71%	90	1.28%
庞鹰	88	1.67%	88	1.25%
顾卫东	86	1.62%	86	1.22%
曹飞	79	1.50%	79	1.12%
顾革新	70	1.33%	70	0.99%
其他自然人股东	869	16.47%	869	12.35%
本次发行公众股	-	-	1,760	25.00%
合 计	5,280	100%	7,040	100%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

2.2 募集资金使用

表 3 公司的募集资金投向

单位：万元

	项目名称	项目计划投资
1	数字电视终端设备产业化技术改造项目	16,586.00
2	研发中心与工程研究实验室技术改造项目	3,961.00
3	信息电子设备精密结构件技术改造项目	5,986.00
4	营销与服务网络综合平台建设项目	2,985.00
	合 计	29,518

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

3、盈利预测与估值定价

表 4 预测公司利润表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	59,840	81,053	101,608	122,113
营业成本	43,013	60,790	78,239	96,469
营业税金及附加	315	427	535	643
销售费用	4,755	6,079	7,621	9,158

管理费用	3,944	5,350	6,605	7,937
财务费用	164	405	-1,524	-1,221
资产减值损失	468	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	7,180	8,002	10,134	9,126
加：营业外收入	636	636	636	636
减：营业外支出	34	34	34	34
利润总额	7,782	8,604	10,735	9,727
减：所得税	1,206	1,333	1,663	1,507
净利润	6,576	7,271	9,072	8,220
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	6,576	7,271	9,072	8,220
每股收益（全面摊薄）	0.93	1.03	1.29	1.17

数据来源：国都证券

我们预计公司 10-12 年全面摊薄每股收益为 1.03 元、0.29 元和 1.17 元。结合公司的行业状况和公司的产品属性，我们认为公司对应 10 年合理市盈率在 25-30 倍左右，建议一级市场询价区间为 25.75-30.90 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			