

银河电子 (002519)

通信行业

外延式市场扩张提供增长动力
——银河电子新股定价报告

✍	崔健 CFA	张博
☎	86-22-2845 1618	86-10-6878 4239
SAC 执业证书编号	S1150207100102	
✉	bhzqj@hotmail.com	zhangbo@bhzq.com

 预计首日上市价: **55**

 发行价格: **36.80**

2010.11.29

核心观点: ➤ 产能扩大带来高增长

投资要点:
● 我国主流的机顶盒生产商之一

公司是国内最早从事数字电视终端研发、生产、销售的企业之一,已形成了覆盖四大系列的数字机顶盒全系列产品结构。2009年,公司在国内机顶盒领域市场占有率为 8.44%。

● 国内数字电视转换进程加速提供增长动力

2009年,我国有线电视用户中数字用户占比 37%,在三网融合背景下,我们预计国内数字电视转换进程将进入加速状态,未来 3 年产品需求明确。

● 把握全球数字电视转换和换代机遇,大力开拓国际市场

目前机顶盒产品已经成功进入欧洲、东南亚、欧洲等地区,公司计划加大对印度、澳大利亚、非洲等新兴市场的开拓力度。2010年上半年,公司国际市场收入占比约为 20%,随着营销网络的建设和公司产能的提升,预计公司未来国际市场销售收入将进一步提升。

● 募投资金提高产能

对于产能有影响的主要为数字电视终端设备产业化技术改造项目和信息电子设备精密结构件技术改造项目。项目达产后,公司机顶盒产能将扩大一倍,达到 500 万台/年;结构件方面,将新增年产 80 万套电子设备结构件的生产能力,达到 175 万套/年。

● 盈利预测与估值

预计 2010 年-2012 年每股收益 1.20 元、1.50 元、1.97 元,复合增长率 28.17%。公司公布发行价格为 36.80 元,对应 2010 年市盈率为 31 倍,考虑公司未来几年成长性以及中小板、创业板估值水平,公司上市后合理的市盈率区间在 45-50 倍之间,预计上市首日收盘价 55 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	598	757	1,006	1,380
(+/-)%	4%	27%	33%	37%
经营利润 (EBIT)	78	93	115	155
(+/-)%	6%	19%	24%	34%
净利润	66	85	105	139
(+/-)%	6%	29%	25%	32%
每股净收益 (元)	1.245	1.201	1.496	1.972

关键数据

发行价 36.80

预计首日上市价 55.0

申购收益率 49.46%

一年目标价 67.5

股本数据

A 股发行股数 1,412 万股

发行后总股本 7,040 万股

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	42	55	1052	938	871	营业收入	573	598	757	1006	1380
应收票据	20	5	17	22	30	营业成本	427	430	556	744	1024
应收账款	177	248	314	417	571	营业税金及附加	4	3	4	6	8
预付款项	4	9	12	16	23	销售费用	33	48	55	75	103
其他应收款	5	6	8	11	15	管理费用	36	39	49	66	90
存货	71	90	104	140	192	财务费用	8	2	-1	-4	-3
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-4	5	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	126	142	124	175	220	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	11	0	3	75	72	营业利润	70	72	95	119	158
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	4	6	5	6	6
无形资产	33	33	31	30	29	税前利润	74	78	100	125	164
长期待摊费用	0	0	0	0	0	减: 所得税	12	12	15	19	25
资产总计	494	591	1665	1824	2023	净利润	62	66	85	105	139
短期借款						归属于母公司的净					
	47	25	0	0	0	利润	62	66	85	105	139
应付票据	19	57	73	98	135	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付账款	78	113	147	197	248	基本每股收益	1.18	1.25	1.20	1.50	1.97
预收款项	7	6	9	12	16	稀释每股收益	1.18	1.25	1.20	1.50	1.97
应付职工薪酬	4	4	4	4	4	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
应交税费	-5	9	300	300	300	成长性					
其他应付款	10	14	14	14	14	营收增长率	-17.3%	4.4%	26.6%	32.9%	37.1%
其他流动负债	2	0	-5	-12	-24	EBIT 增长率	-20.3%	6.2%	19.3%	23.8%	34.3%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	-68.8%	5.9%	28.6%	24.6%	31.8%
负债合计	165	231	546	616	697	盈利性					
股东权益合计	329	360	1119	1208	1325	销售毛利率	25.5%	28.1%	26.7%	26.0%	25.8%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	10.8%	11.0%	11.2%	10.5%	10.1%
净利润	62	66	85	105	139	ROE	18.9%	18.3%	7.6%	8.7%	10.5%
折旧与摊销	14	12	22	26	29	ROIC	16.33%	17.14%	7.04%	8.08%	9.88%
经营活动现金流	89	77	352	47	20	估值倍数					
投资活动现金流	-63	-10	-6	-148	-69	PE	31.3	29.5	30.6	24.6	18.7
融资活动现金流	-64	-58	651	-13	-18	P/S	3.4	3.2	3.4	2.6	1.9
现金净变动	-38	9	997	-114	-67	P/B	5.90	5.39	2.31	2.15	1.95
期初现金余额	77	42	55	1052	938	股息收益率	0.1%	0.1%	0.1%	0.7%	0.8%
期末现金余额	38	51	1052	938	871	EV/EBITDA	22.2	21.3	13.4	11.7	9.3

目 录

1 公司简介	5
1.1 我国主要的机顶盒供应商之一	5
1.2 持股构成	5
2 数字电视机顶盒产品是主要盈利来源	5
3 机顶盒市场增长前景明确	7
3.1 三网融合加速我国数字电视转换力度	7
3.2 机顶盒细分市场阶梯启动提供持续增长动力	8
3.3 全球机顶盒市场启动提供外延式增长	9
4 公司竞争力突出	9
4.1 产品线丰富，高清、交互机顶盒成为增长动力	9
4.2 公司产品毛利率稳定，竞争优势突出	10
4.3 建设国际营销网络，分享全球增长	10
6 募投项目扩大生产规模	11
7 盈利预测与估值	11

图 目 录

图 1 银河电子营业收入情况.....	6
图 2 银河电子主营毛利率情况.....	6
图 3 银河电子 2010 年上半年产品收入结构.....	6
图 4 银河电子 2010 年上半年产品毛利结构.....	6
图 5 我国有线电视用户及数字电视转换情况.....	7
图 6 我国数字电视用户增长情况.....	8
图 7 我国机顶盒市场各类产品保有量.....	8
图 8 全球数字机顶盒市场变化情况.....	9
图 9 银河电子世界营销网络建设.....	10

表 目 录

表 1: 发行前后股本结构.....	5
表 2 行业毛利率情况.....	10
表 3 募集资金投入项目（万元）.....	11
表 4 可比上市公司估值比较.....	12

1 公司简介

1.1 我国主要的机顶盒供应商之一

银河电子是 1998 年成立的电机、仪表设备生产销售商，现已成为国家重点高新技术企业，研发能力居同行领先地位。公司现主营业务为数字电视接收终端、信息电子设备结构件、电子零部件的研发、设计、生产与销售。产品覆盖有线数字机顶盒、卫星数字机顶盒、地面数字机顶盒、IPTV 数字机顶盒等四大系列的机顶盒全系列产品结构，并率先推出高清、交互机顶盒，成为新的利润增长点。公司自由发达的销售、服务网络，占有全国有线数字机顶盒市场 8.44% 的份额，正在由区域性强势品牌成长为全国性强势品牌。

1.2 持股构成

2000 年 6 月 15 日，公司根据江苏省人民政府《省政府关于同意设立江苏银河电子股份有限公司的批复》文件批准，由银河电子集团有限公司作为主发起人，联合张家港市和鑫电机有限公司、上海浦东镇江实业开发有限公司、张家港市民政福利制条厂及张家港市塘桥镇资产经营公司，以发起设立方式成立的股份公司。

表 1: 发行前后股本结构

股东	发行前		发行后	
	股数（万股）	比例	股数（万股）	比例
艾祥林	90.288	1.71%	90.288	1.28%
尹永祥等三十位自然股东	789.36	14.95%	789.36	11.21%
庞绍熙、吴建明等 14 为自然股东	1120.416	21.22%	1120.416	15.92%
银河电子集团投资有限公司	3279.936	62.12%	3279.936	46.59%
本次发行股份			1760	25%
总计	5280	100.00%	7040	100.00%

来源：公司招股意向书 渤海证券研究所

2 数字电视机顶盒产品是主要盈利来源

公司的主要产品主要有两类：数字电视机顶盒和信息电子设备结构件。

➤ 数字机顶盒：有线数字机顶盒、卫星数字机顶盒、地面数字机顶盒、IPTV

数字机顶盒等。

- 信息电子设备结构件：品牌电脑、监控设备、通信设备、电力设备、工控机、家电、自助终端等产品的外壳、内部结构件、加强件等。

数字电视机顶盒产品是公司的主要盈利来源，2010 年上半年收入占比达到 83%，毛利占比为 78%。电子设备精密结构件收入占比为 16%，毛利占比 20%。公司的机顶盒产品和结构件产品毛利率均较为稳定。

图 1 银河电子营业收入情况

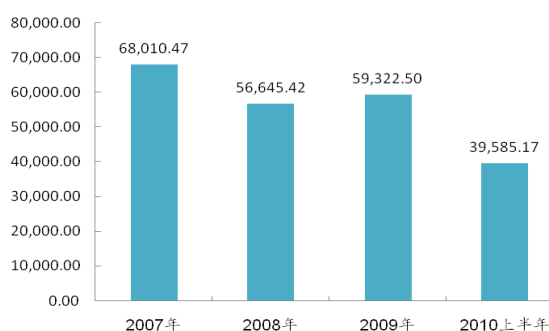
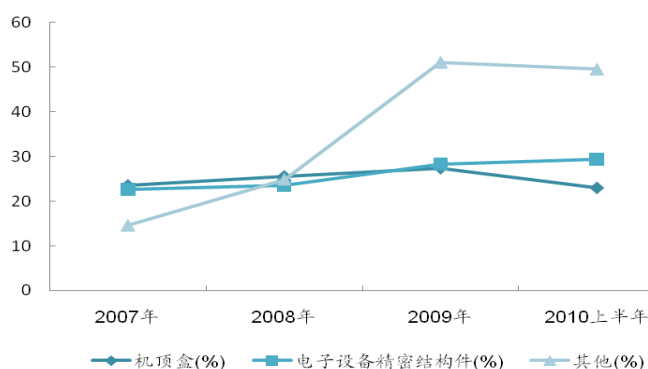


图 2 银河电子主营毛利率情况



来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

图 3 银河电子 2010 年上半年产品收入结构

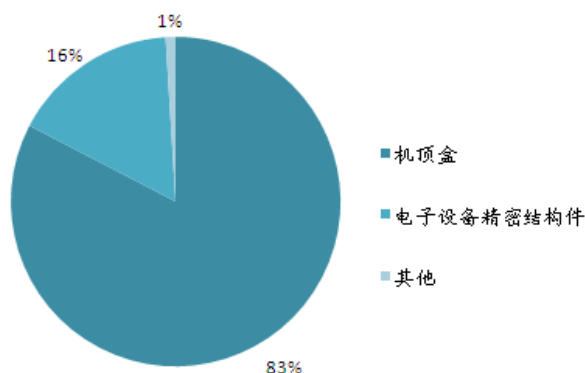
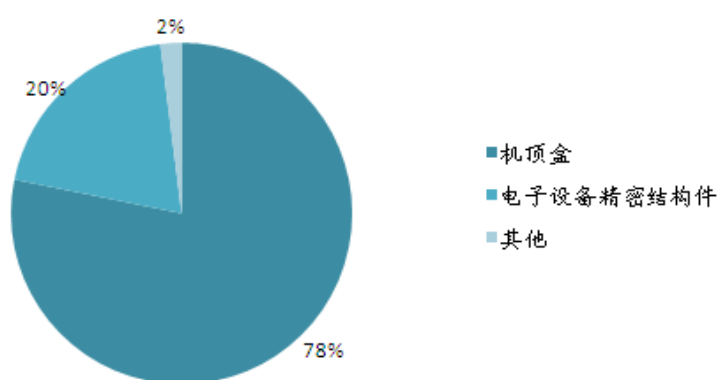


图 4 银河电子 2010 年上半年产品毛利结构



来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

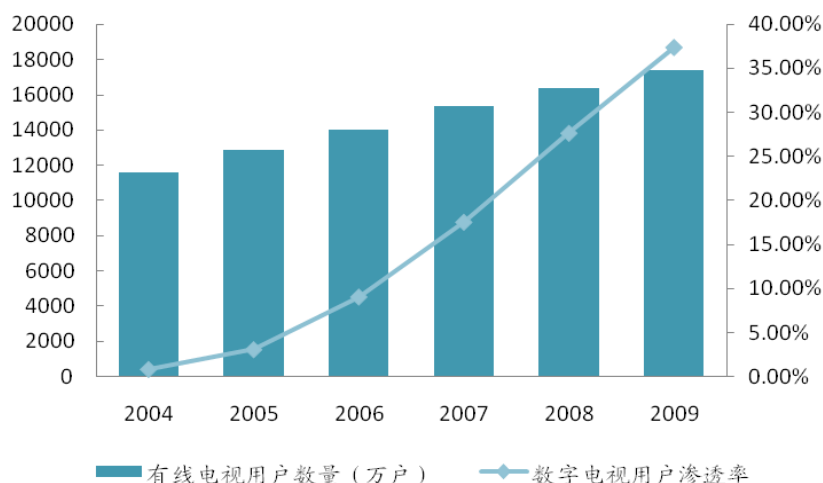
来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

3 机顶盒市场增长前景明确

3.1 三网融合加速我国数字电视转换力度

从我国整体情况看，我国数字电视转换尚未完成，数字电视机顶盒市场发展空间依然较大。截至 2010 年 8 月底，我国有线数字电视用户达到 7880.5 万户，有线数字化程度达到 45.30%（有线电视用户基数为 17398 万户，数据来源于《2009 年全国国民经济和社会发展统计公报》）。

图 5 我国有线电视用户及数字电视转换情况

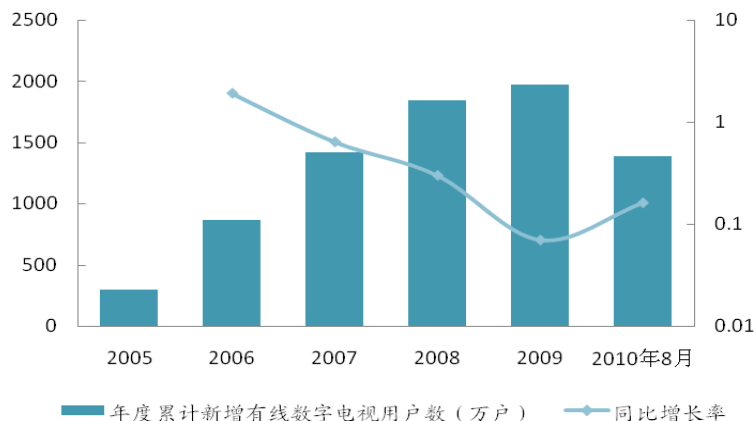


来源：格兰研究 渤海证券研究所

目前，我国数字电视机顶盒市场仍将维持增长，主要源于两个方面。一是在部分经济基础较好、电视数字化进度较快的地区，有线电视网络运营商已开始推广使用交互型、高清型等增强型数字机顶盒产品，构成产品升级动力；二是我国存量有线电视的转换工作深化。

2010 年开始，在三网融合的背景下，我国有线电视运营商为应对电信运营商的调整，加大了数字电视转化的力度。至 2010 年 8 月，我国新增数字电视用户 1383 万户，同比增长 15.99%。我们预计在国家加快三网融合进度的背景下，数字电视转换以及交互高清数字电视升级的工作将加快进行，在未来三年内，数字电视机顶盒市场将快速发展。

图 6 我国数字电视用户增长情况



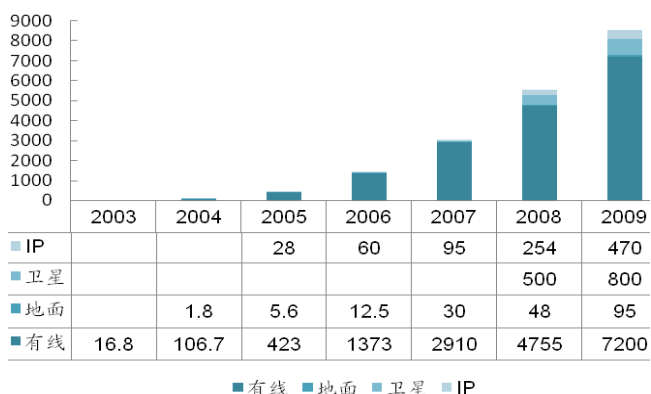
来源：格兰研究 渤海证券研究所

3.2 机顶盒细分市场阶梯启动提供持续增长动力

我国广电系统处在战略转型时期，除有线数字电视外，另外一个重要的措施是推动有线、无线、卫星等多种传输网络的协同覆盖、互联互通、资源共享。因此，有线数字机顶盒市场率先启动，而卫星数字机顶盒、地面数字机顶盒市场逐步跟进。卫星数字电视、地面数字电视等类别机顶盒市场的启动将为机顶盒市场提供增长动力。

此外，三网融合后，IP 机顶盒将是电信运营商进入数字电视市场、抢夺用户资源的必要产品，未来市场空间有望进一步增长。

图 7 我国机顶盒市场各类产品保有量

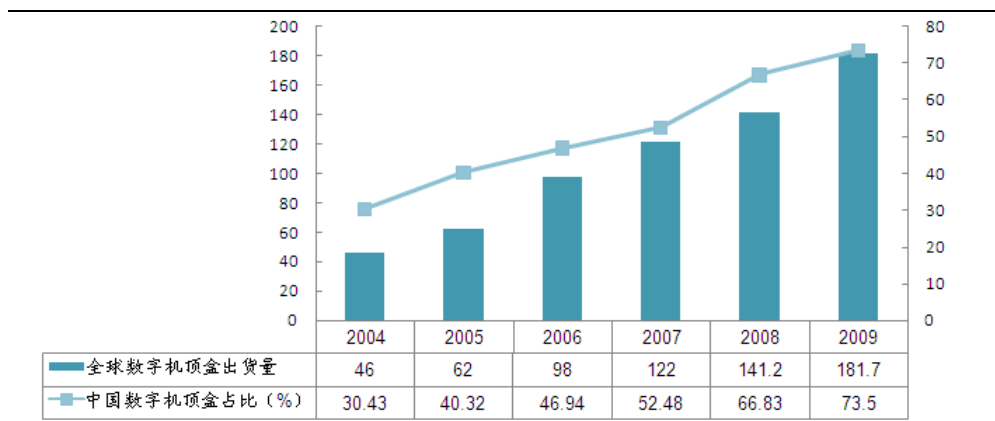


来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

3.3 全球机顶盒市场启动提供外延式增长

国外机顶盒市场推动力来自两个方面：一是各国对于数字电视业务的转换推广工作，该工作自上世纪末开始进行，提高了对于机顶盒的市场需求；二是高清、互动业务等增值业务的开展，造成对于具备交互功能、高清功能的机顶盒产品的需求不断增加。统计数据显示，北美地区高清机顶盒的需求量已开始超过标清机顶盒。日本、韩国、德国等国家也都借助大型运动会的契机，发展高清数字电视。

图 8 全球数字机顶盒市场变化情况



来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

4 公司竞争力突出

4.1 产品线丰富，高清、交互机顶盒成为增长动力

公司技术能力突出，已形成了覆盖有线数字机顶盒、卫星数字机顶盒、地面数字机顶盒、IPTV 数字机顶盒等四大系列的机顶盒全系列产品结构，在数字机顶盒产品及技术领域拥有专利 29 项。

目前公司将产品定位为中高端，在国内率先开发成功了交互、高清机顶盒，并在天津开发区、大庆等地进行的招标中中标。另外地面广播高清机顶盒还在 2008 年元旦中央电视台开播数字高清频道时被选为终端演示设备。

此外，公司具备数字调谐器的设计以及批量生产能力，目前国内同行业中少数具备该种能力的企业之一。数字调谐器的规模化生产能力缩短了公司数字机顶盒产品的生产周期，避免了外购通用调谐器产品导致的交货周期长的问题，增强了公司机顶盒的市场竞争能力。

4.2 公司产品毛利率稳定，竞争优势突出

公司技术能力和市场能力保证了公司的毛利率水平，近几年公司产品毛利率逐年上升，由 2007 年的 23.5% 上升至 2009 年的 27.4%。

表 2 行业毛利率情况

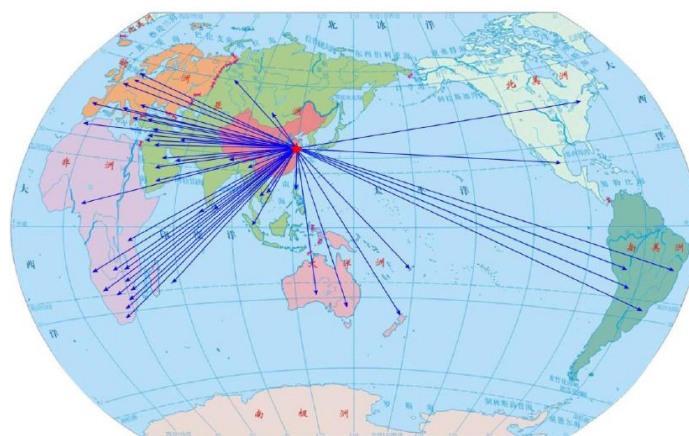
数字机顶盒综合毛利率变动情况			
公司名称	2007 年度	2008 年度	2009 年度
银河电子	23.54%	25.53%	27.36%
同洲电子	21.65%	21.48%	19.21%
兆驰股份	14.32%	13.39%	17.00%
长虹	18.03%	22.85%	20.65%
金亚科技	7.55%	13.68%	23.98%
创维	31.40%	34.70%	27.80%
天柏		27.10%	24.65%
行业平均	19.42%	22.68%	22.95%

来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

4.3 建设国际营销网络，分享全球增长

目前公司经过近十年的发展，机顶盒产品成功进入欧洲、东南亚、中东等国际市场。公司计划建成 6 个国外市场部（办事处）、20 多家国内分公司或办事处、100 个售后服务网点，覆盖欧洲、中东、非洲、南亚、东南亚、美洲、大洋洲等主要国际市场。2010 年上半年，公司国际市场收入占比约为 20%，随着营销网络的建设 and 公司产能的提升，预计公司未来国际市场销售收入将进一步提升。

图 9 银河电子世界营销网络建设



来源：公司招股说明书 渤海证券研究所

6 募投项目扩大生产规模

公司募投资金用于以下几个项目：

- 1) 数字电视终端设备产业化技术改造项目；
- 2) 研发中心与工程研究实验室技术改造项目；
- 3) 信息电子设备精密结构件技术改造项目；
- 4) 营销与服务网络综合平台建设项目。

其中对于产能有影响的主要为数字电视终端设备产业化技术改造项目和信息电子设备精密结构件技术改造项目。项目达产后，公司机顶盒产能将扩大一倍，达到 500 万台/年；结构件方面，将新增年产 80 万套电子设备结构件的生产能力，达到 175 万套/年。

表 3 募集资金投入项目

项目名称	总投资（万元）	建设期（月）	项目回收期（年）	达产后年净利润（万元）
数字电视终端设备产业化技术改造项目	16,586	19	4.96	5,976
研发中心与工程研究实验室技术改造项目	3,961	14	—	—
信息电子设备精密结构件技术改造项目	5,986	18	4.88	1,536
营销与服务网络综合平台建设	2,985	14	—	—
总计	29,518			

来源：招股说明书 渤海证券研究所

7 盈利预测与估值

预计 2010 年-2012 年每股收益 1.20 元、1.50 元、1.97 元，复合增长率 28.17%。公司公布发行价格为 36.80 元，对应 2010 年市盈率为 31 倍，考虑公司未来几年成长性以及中小板、创业板估值水平，公司上市后合理的市盈率区间在 45-50 倍之间，预计上市首日收盘价 55 元。

表 4 可比上市公司估值比较

代码	简称	收盘价 2010-11-29	EPS				PE			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
002052	同洲电子	11.10	0.16	0.05	0.33	0.56	78.97	217.17	33.43	19.85
300079	数码视讯	73.17	1.17	1.19	1.55	2.18	83.52	61.74	47.35	33.51
算术平均							81.25	139.45	40.39	26.68

来源：Wind 渤海证券研究所整理

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
			actionfish@live.cn
	loyalbright@yahoo.com.cn		
			xiexd@bhzq.com
	huangfeng@bhzq.com		

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道8号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街22号 外经贸大厦11层

邮政编码: 100032

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn