

方正证券研究所

资深行业分析师：李俭俭

SAC 证书编号：S1220208100112

TMT 行业组长：徐力

电话：(8610) 68584874

电邮：xuli@foundersec.com

TMT 行业分析师：王聪

电话：(8610) 68584869

电邮：wangcong@foundersec.com

联系人：杨玢

电话：(86731) 85832449

电邮：yangbin0@foundersec.com

发行上市资料

发行价格（元）	——
A 股发行股数（万股）	1760
发行前总股本（万股）	5280
发行后总股本（万股）	7040
发行日期	2010/11/24
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	平安证券
上市日期	2010/--/--

信息设备行业相对沪深 300 指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

领先的数字机顶盒生产商

银河电子（002519）新股投资价值分析

新股投资价值分析
2010.11.27

TMT 行业

投资要点

※有线数字电视行业空间巨大

截至 2009 年底，我国有线电视用户数字化程度仅为 37.35%，而根据规划，我国将在 2015 年停止播出模拟信号电视节目，因此，未来 4 年我国数字电视机顶盒有将近 3 亿台的市场增量空间。目前，我国企业占据机顶盒全球出货量 70% 的以上，欧美等主要国家也将在 2015 年左右关闭模拟信号电视节目，全球 20 亿台电视机的保有量的数字化转换将为企业提供巨大的市场空间。

※公司在数字机顶盒领域竞争能力突出

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，综合实力强劲，为国家级高新技术企业，并且拥有国家级博士后科研工作站。截至 2009 年底，公司有线数字机顶盒的销售量达 125.3 万台，占据国内 8.44% 的市场份额。到 2010 年 7 月底，公司在已招标的 19 家省级有线电视网络公司中，已成功打入其中 11 家，占已招标省级有线网络数量 58%；公司的 IPTV 数字机顶盒产品，也成功进入安徽 IPTV 数字机顶盒市场。

※布局家庭多媒体，迎接三网融合

2008 年，国务院办公厅发布的《关于鼓励数字电视产业发展的若干政策》要求以有线电视数字化为切入点，推进“三网融合”形成较为完整的数字电视产业链。公司现有的机顶盒，已经实现电视支付、互联网接入、游戏娱乐等功能，为公司成为家庭多媒体信息系统供应商奠定了基础。

※募投项目将提升公司可持续发展能力

公司此次募集资金主要投向数字电视终端设备产业化技术改造项目、研发中心与工程研究实验室技术改造项目、信息电子设备精密结构件技术改造项目和营销与服务网络综合平台建设项目，募投项目达产后，将提升公司产能以满足市场需求，提高公司的盈利能力。

※新股投资建议

我们预计公司 IPO 摊薄后 2010-2012 年每股收益为 1.05 元、1.30 元、1.59 元，考虑公司情况及行业估值水平，给与 2010 年 32-38 倍 PE，合理价格区间为 33.6-38.85 元/股。

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(亿元)	598.4	806.26	1022.5	1246.65
(+/-%)	4.40%	34.74%	26.82%	21.92%
净利润(亿元)	65.76	73.8	91.65	112.11
(+/-%)	5.92%	12.23%	24.18%	22.33%
每股收益（元）	1.25	1.05	1.30	1.59
市盈率（P/E）	-	-	-	-

※风险提示

市场竞争加剧风险；技术更新风险；募投资金投向风险。

一、数字电视终端行业处于景气周期

数字电视是指电视信号的处理、传输、发射和接收过程中使用数字信号的电视系统。与模拟电视的根本区别在于传输过程中模拟电视采用的是模拟信号即连续波形信号，而数字电视采用的是经过量化、编码、压缩后以 0 和 1 表示的数字信号。

数字电视具备传输效果好、收视效果好、抗干扰能力强的优点，并且能够提供个性化的增值服务，因此，数字电视形成了观众所乐用、电视运营商乐于推广、国家扶持发展的良好状况。

图表 1 我国今年关于扶持数字电视产业的相关政策

时间	政策	主要内容
2008.01.01	《关于鼓励数字电视产业发展的若干政策》	国务院办公厅发布由发改委、科技部、财政部、信息业部、税务总局、广电总局联合起草的《关于鼓励数字电视产业发展的若干政策》，提出了鼓励数字电视行业发展的政策。提出将在企业融资、税收优惠等方面给予支持。在发展目标上，提出将以有线电视数字化为切入点，推进“三网融合”形成较为完整的数字电视产业链；加快有线电视网络由模拟向数字化整体转换，2010 年，东部和中部地区县级以上城市、西部地区大部分县级以上城市的有线电视基本实现数字化；2015 年，基本停止播出模拟电视信号节目。
2009.03	《电子信息产业振兴规划（2009 年至 2011 年）》	提出了鼓励发展数字电视产业的政策：加快模拟电视向数字电视过渡，推动全国有线、地面、卫星互为补充的数字化电视网络建设，实现视听产业链的整体升级；大力推动网络电视、手机电视等服务模式创新，带动相关产业链的快速发展；加快落实数字电视产业政策，推动“三网融合”，推动手机电视等融合性产业发展。数字电视已经开始全面产业化的进程。
2009.08	《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》	提出加快有线电视数字化整体转换和网络双向化改造，积极开发多种业务；强化行政推动、市场运作；同时要求各有线网络运营机构积极争取政府支持，积极发展高清晰度电视和视频点播服务，大力开发政务信息、社会教育、生活信息、文化娱乐、电视商务、金融支付以及各种接入服务等多种业务，不断丰富节目内容，拓展服务范围，推进三网融合。
2010.1.13	国务院常务会议决定加快推进三网融合	国务院总理主持召开国务院常务会议，决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合并给予政策支持。会议提出了推进三网融合的阶段目标：2010 年至 2012 年重点开展广电和电信业务双向进入试点；2013 年至 2015 年全面实现三网融合发展，普及应用融合业务。加强网络建设改造，全面推进有线电视网络数字化和双向化升级改造，提高业务承载和支撑能力，整合有线电视网络，培育市场主体；加快产业发展，推动移动多媒体广播电视、手机电视、数字电视宽带上网等业务的应用；

数据来源：方正证券研究所整理

目前，在全球范围内数字电视也是处于逐步取代模拟电视的进程中，欧美各主要国家也都计划在 2015 年之前关闭模拟电视信号的传送。

图表 2 全球主要国家关闭模拟电视信号时间

国家	关闭模拟电视信号时间
芬兰、瑞典、挪威、意大利	2007-2008 年
美国	2009 年
澳大利亚、韩国、法国、西班牙、德国、丹麦	2010 年
日本	2011 年
英国、波兰、爱尔兰	2012 年
瑞士、中国	2015 年

数据来源：招股说明书 方正证券研究所

我国电视用户具有总体规模庞大的特点，使我国的数字机顶盒行业也面临着巨大的市场空间；而明显的城乡差距也决定了我国电视数字化是一个较长的发展期间，因而我国的数字机顶盒行业面临较长的行业景气周期。

据统计，我国电视机的保有量约 4 亿台，假设每台电视机配备一台数字机顶盒，则我国因存量电视机而产生的数字机顶盒市场容量为 4 亿台，而截至 2009 年底，我国数字机顶盒市场的保有量约为 8600 万台，因而尚有约 3 亿台的市场空间。据格兰研究的数据统计，截至 2010 年 8 月底，我国有线电视用户基数为 17398 万户，有线数字电视用户为 7880.5 万户，有线电视数字化率为 45.3%。因此，我国在现有电视机保有量的基础上，数字机顶盒的普及空间巨大。

据统计，截至 2009 年底我国每百户城镇家庭彩色电视机的拥有数量为 135.7 台、每百户农村家庭彩色电视机的拥有数量为 108.9 台，而美国尼尔森媒体研究公司的调查则显示，美国在 2006 年每百户家庭彩色电视机的拥有数量达到 273 台。若达到美国每百户家庭电视机的拥有水平，则我国电视机的保有量将达到 9 亿台，是目前市场保有量的 2.25 倍，若假设到 2015 年数字化达到 90%，则对应市场空间超过 8 亿台。

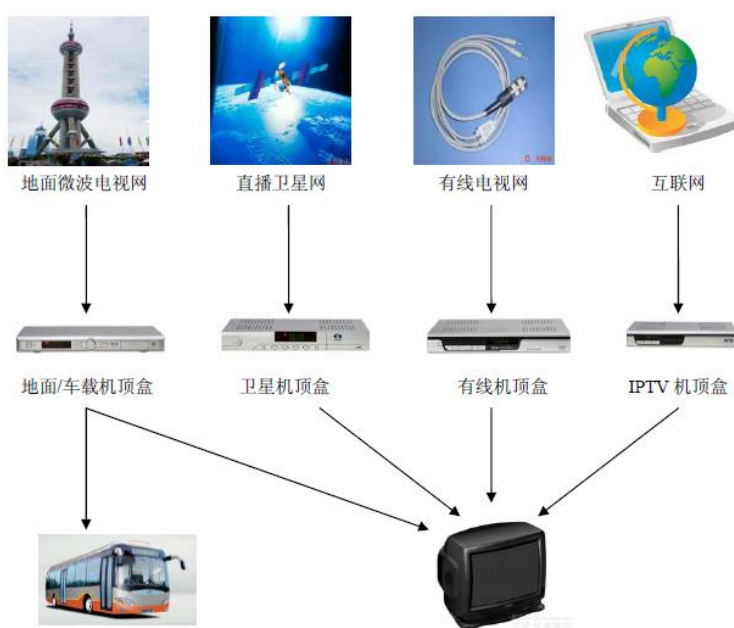
二、领先的数字机顶盒提供商

1、在数字机顶盒领域综合竞争能力强

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，经过近十余年的发展，公司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 机顶盒等四大系列的数字机顶盒全系列产品结构；已成长为技术实力雄厚、生产管理专业、产品市场占有率高、综合实力在国内居领先地位的专业化数字电视接收终端生产企业。

近年来，公司在有线数字机顶盒方面保持较高的销售规模，公司 2007 年、2008 年、2009 年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。截至 2009 年底，公司有线数字机顶盒占据国内 8.44% 的市场份额；到 2010 年 7 月底，公司在已招标的 19 家省级有线电视网络公司中，已成功打入其中 11 家，占已招标省级有线网络数量 58%。

图表 3 公司数字机顶盒产品



资料来源：WIND 资讯 方正证券研究所

2、公司研发能力突出

国内公司一贯重视在研发上的投入，目前已形成了较强的技术储备，有利于提升公司产品的竞争能力和持续发展能力。

图表 4 公司科研技术主要成果及储备

公司为国家级高新技术企业，拥有国家级博士后科研工作站、省级研究生工作站、省级企业技术中心以及省级工程技术研究中心，专业从事公司产品的软、硬件研发工作。

2007 年公司参与研制的“新一代农村卫星电视安全接收系统”通过了国家信息产业部和广电总局组织的科学技术成果鉴定

公司率先开发的地面高清机顶盒产品在 2008 年元旦中央电视台开播数字高清频道时被独家选为终端演示设备。

公司有线机顶盒、卫星机顶盒等产品入选国家火炬计划，卫星机顶盒、有线机顶盒、数字盲扫调谐器等产品入选国家重点新产品。

2008 年，在中国电子报组织的评选中，被评为“中国数字电视行业最受欢迎品牌（机顶盒类）”。

数据来源：招股说明书 方正证券研究所

2、数字机顶盒领域的三网融合战略

2010 年 3 月 13 日，温家宝主持召开国务院常务会议，决定推进电信网、广播电视网和互联网融合发展。会议提出了推进三网融合的阶段性的目标。2010 年至 2012 年重点开展广电和电信业务双向进入试点，探索形成保障

三网融合规范有序开展的政策体系和体制机制；2013 年至 2015 年，总结推广试点经验，全面实现三网融合发展。

数字机顶盒未来将成为三网融合的重要设备载体，承载 TV 端甚至是 PC 端的融合业务。公司未来将充分利用的技术和市场等资源，研发和生产适合三网融合应用需求的多媒体及增值服务数字机顶盒终端产品和系统软硬件方案。此外，公司还提前布局机顶盒开放式基础中间件平台软件、应用软件、专用软件以及前端增值业务系统平台，为之后向电视网络门户、电视搜索、电视商务、广告投放等业务发展奠定基础，形成占有家庭 TV 终端资源的多媒体服务提供商。

图表5 公司数字多媒体家庭系统



资料来源: WIND 资讯 方正证券研究所

三、募投项目提升产能，提高公司竞争能力

公司本次计划募集资金 2.9518 亿元，主要投向现有业务的技改项目。

图表 6 全球主要国家关闭模拟电视信号时间

项目名称	投资额（万元）
数字电视终端设备产业化技术改造项目	16586
研发中心与工程研究实验室技术改造项目	3961
信息电子设备精密结构件技术改造项目	5986
营销与服务网络综合平台建设项目	2985
总计	29518

数据来源:招股说明书 方正证券研究所

数字电视终端设备产业化技术改造项目主要立足于提升产能,项目建成达产后,公司可新增年产各类数字电视接收终端 250 万台的生产能力,公司将具备年产 500 万台数字机顶盒的生产能力。研发中心与工程研究实验室技术改造项目主要是基于公司现有研发与产业基础平台,构建数字电视产品研发与

设计平台、数字多媒体家庭系统技术创新与研发平台，以有效地提高公司产品竞争力和保证公司的持续竞争能力。信息电子设备精密结构件技术改造项目建成后，公司将新增年产 80 万套信息电子设备结构件的生产能力，有效地满足市场需求。营销与服务网络综合平台建设项目主要立足于进一步开拓新兴市场、扩大市场占有率和维持持久有效的营销能力。

公司募投项目中的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建成达产后，将增加年销售收入（含税）8.488 亿元，增加净利润为 7510 万元。

四、合理价值区间 15.71-18.52 元

我们预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 8.06 亿元、10.23 亿元、12.47 亿元，对应公司 IPO 摊薄后每股收益为 1.05 元、1.30 元、1.59 元，考虑公司情况及行业估值水平，给与 2010 年 32-38 倍 PE，合理价格区间为 33.6-38.85 元/股。

五、风险提示

市场竞争加剧风险；技术更新风险；募投资金投向风险。

六、收入预测与估值

公司 2010-2012 年主营业务收入预测如下：

图表 7 2010-2012 年分项业务预测

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
有线数字机顶盒	307.0	311.8	384.9	476.0
卫星数字机顶盒	99.8	280.0	369.2	414.3
地面数字机顶盒	62.8	81.2	95.1	130.3
IPTV 机顶盒	0	0	1	10
电子设备精密机构件	114.1	123.1	159.9	201.4
其他产品	9.5	10.2	12.4	14.7
营业收入合计	593.2	806.3	1022.5	1246.7
增长率	4.71%	34.74%	26.81%	21.93%

数据来源：方正证券研究所

银河电子（002519）新股投资价值分析



附表：财务报表预测及估值（单位：百万元；模型更新时间：2010-11-17）

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	598.4	806.26	1022.5	1246.65	税后经营利润	65.92	62.42	80.26	100.73
减：营业成本	430.13	622.35	800.56	982.38	折旧与摊销	11.62	28.75	28.75	45.72
营业税金及附加	3.15	4.25	5.39	6.57	资产减值损失	41.04	0	0	0
营业费用	47.55	64.02	73.3	80.22	利息费用	1.68	-5.82	-11.89	-11.28
管理费用	39.44	48.03	60.72	70.26	存货的减少	-18.38	-82.39	7.6	-84.21
财务费用	1.64	-5.82	-11.89	-11.28	经营性应收项目	-73.73	-122.15	-54.53	-128.54
资产减值损失	4.68	0	0	0	经营性应付项目	89.67	72.13	57.4	74.66
加：投资收益	0	0	0	0	其他经营活动相关	-0.66	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	经营性现金净流量	77.1	-47.36	107.59	-2.93
其他经营损益	0	0	0	0	投资性现金净流量	-9.79	-40.61	-106.27	-40.61
营业利润	71.8	73.43	94.42	118.5	筹资性现金净流量	-57.95	571.58	-4.05	-8.22
加：其他非经营损益	6.02	13.39	13.39	13.39	现金流量净额	9.28	483.6	-2.73	-51.77
利润总额	77.82	86.83	107.82	131.9	财务分析和估值指标汇总				
减：所得税	12.06	13.02	16.17	19.78		2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	65.76	73.8	91.65	112.11	盈利能力				
减：少数股东损益	0	0	0	0	毛利率	28.12%	22.81%	21.71%	21.20%
归母公司净利润	65.76	73.8	91.65	112.11	三费/销售收入	14.81%	13.18%	11.94%	11.17%
资产负债表					EBITDA/销售收入	15.14%	13.61%	12.19%	13.34%
货币资金	46.32	529.92	527.19	475.42	销售净利率	10.99%	9.15%	8.96%	8.99%
应收和预付款项	267.78	389.93	444.46	573	ROE	18.25%	7.20%	8.33%	9.40%
存货	89.77	172.46	164.86	249.08	ROA	13.65%	6.28%	6.74%	7.58%
其他流动资产	0	0	0	0	ROIC	21.42%	16.66%	13.95%	15.62%
长期股权投资	0	0	0	0	成长能力				
投资性房地产	0	0	0	0	销售收入增长率	4.40%	34.74%	26.82%	21.92%
固定资产和在建工程	141.75	168.6	261.11	271	EBIT 增长率	-2.65%	2.60%	18.42%	25.74%
无形资产和开发支出	32.62	29.01	25.41	21.8	EBITDA 增长率	-4.81%	21.17%	13.59%	33.41%
其他非流动资产	0	0	0	0	净利润增长率	5.92%	12.23%	24.18%	22.33%
资产总计	578.24	1289.93	1423.03	1590.3	总资产增长率	16.79%	123.08%	10.32%	11.75%
短期借款	25	0	0	0	股东权益增长率	9.56%	184.47%	7.39%	8.41%
应付和预收款项	189.81	262.03	319.43	394.09	偿债能力				
长期借款	0	0	0	0	资产负债率	37.70%	20.55%	22.66%	24.97%
其他负债	3.18	3.08	3.08	3.08	流动比率	1.88	4.17	3.56	3.29
负债合计	217.99	265.12	322.51	397.17	速动比率	1.46	3.51	3.04	2.66
股本	52.8	70.4	70.4	70.4	估值指标				
资本公积	24.33	610.33	610.33	610.33	EPS	1.245	1.398	1.736	2.123
留存收益	283.12	344.08	419.79	512.39	PE	-	-	-	-
归属母公司股东权益	360.25	1024.81	1100.51	1193.12	PEG	-	-	-	-
少数股东权益	0	0	0	0	PB	-	-	-	-
股东权益合计	360.25	1024.81	1100.52	1193.12	PS	-	-	-	-
负债和股东权益合计	578.24	1289.93	1423.03	1590.3	EV/EBITDA	-	-	-	-

资料来源：方正证券研究所 WIND 资讯

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com