

评级：审慎推荐（首次）

家用电器

公司研究报告

第一创业研究所

任文杰 S1080207050038

联系人：龚鑫

电 话：0755-82485007

邮 件：gongxin@fcsc.cn

四川九洲（000801）

——换新颜 打造数字电视设备领先企业

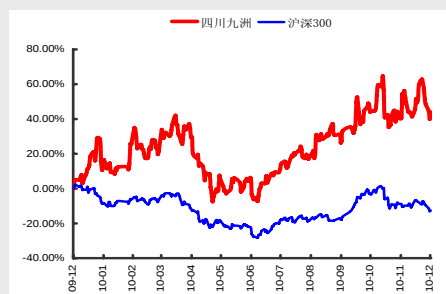
交易数据

52 周内股价区间（元）	9.61—18.68
总市值（百万元）	3053.2
流通股本（百万股）	132.04
流通股比率（%）	69.49%

资产负债表摘要

股东权益（百万元）	703.42
每股净资产（元）	3.7
市净率	4.34
资产负债率	66.39%

公司最近一年股价走势



相关报告

投资要点：

- **重组完成 主营业务突出** 重组前公司主要从事 EMS 和卫星高频头两项业务，整体资产的盈利水平不高，发展战略不够清晰。重组完成后，公司形成以 EMS、数字有线电视产品、卫星电视接收系统、卫星电视直播接收系统、HFC 宽带网络产品为核心的产业布局，主营业务更加突出。
- **盈利能力跃升** 重组完成后，公司综合毛利率从之前的 4.73% 增加至 10.07%，增幅超过一倍。在分业务毛利率上，新增的数字有线电视产品业务毛利率达到 22.41%，网络产品的毛利率为 21.38%，光电子产品的毛利率为 17.5%，村村通卫星电视直播接收系统毛利率为 14.49%，均大于重组前公司产品的毛利率，公司整体业务规模和盈利能力明显改善。
- **数字电视设备发展新机遇** 三网融合阶段性目标：2010 年—2012 年重点开展广电和电信业务双向进入试点。2013—2015 年全面实现三网融合发展，普及应用融合业务。三网融合的重点工作中就包括有线电视网络数字化和双向化的升级改造。机顶盒是终端用户数字电视化的必备设备。由于目前我国有线电视数字化率仍然不高，数字电视全面推进将带动数字电视用户数的快速增加。预计 2013 年将超过 4 亿户，近几年增长率有望维持在 20% 以上。除有线数字电视外，地面数字电视、卫星数字电视、IPTV 等也会推进，数字电视的全面推进将带动数字电视硬件的巨大需求。
- **志在打造数字电视设备领先企业** 九洲集团将旗下专业从事数字电视设备制造的资产完整置入公司，拟将公司打造成其从事数字电视设备研发、制造，有限电视网络设备研发、制造及网络系统设计、调试、安装集成的行业领先企业，而九洲已具备研发技术实力较强，同时拥有较完善营销网络和售后服务体系，以及完整的产品线。以上竞争优势将助推公司走在行业前列。
- **投资建议：** 公司重组后盈利能力提高明显，新业务面临较好发展机遇，收入和盈利能力同时提高将造就公司较大的业绩弹性。我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.24、0.53、0.69 元，对应 2010 年 12 月 29 日收盘价市盈率分别为 67、29、22 倍，给予“审慎推荐”投资评级。



目 录

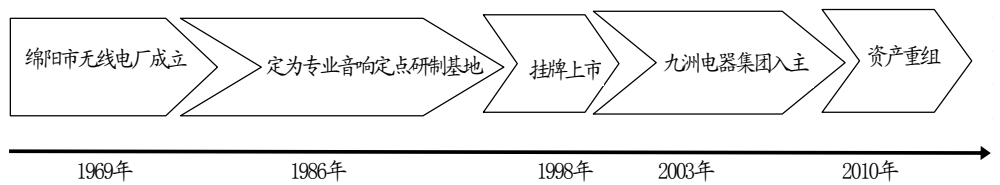
1、重组完成后主营突出 盈利能力跃升	3
2、数字电视终端设备：新时期 新机遇	6
2.1、三网融合带来数字电视发展新机遇.....	6
2.2、数字电视未来三年增长率可望维持 20%以上	7
2.3、整体转换推动机顶盒需求快速增长.....	10
2.4、资金及技术实力的竞争.....	11
3、四川九洲：志在打造数字电视设备领先企业	12
3.1、研发技术实力奠定竞争基础	12
3.2、完善的营销网络和售后服务体系	12
3.3、完整产品线获取更高市场份额.....	13
4、盈利预测与估值	14
4.1、盈利预测.....	14
4.2、估值	15
4.3、风险提示	15



1、重组完成后主营突出 盈利能力跃升

公司前身为绵阳市无线电厂，成立于 70 年代初。1998 年挂牌上市，2003 年四川九洲电器集团入主湖山，给湖山带来了更广阔的发展空间。2006 年公司以音响业务投资设立湖山电器，并将其 51% 的股权受让给九洲集团，转让完成后，公司持有湖山电器 49% 的股权，自 2006 年 12 月起不再将湖山电器纳入合并报表，公司主要从事 EMS 和卫星高频头两项业务。2010 年公司完成了资产重组，主营业务进一步变化。

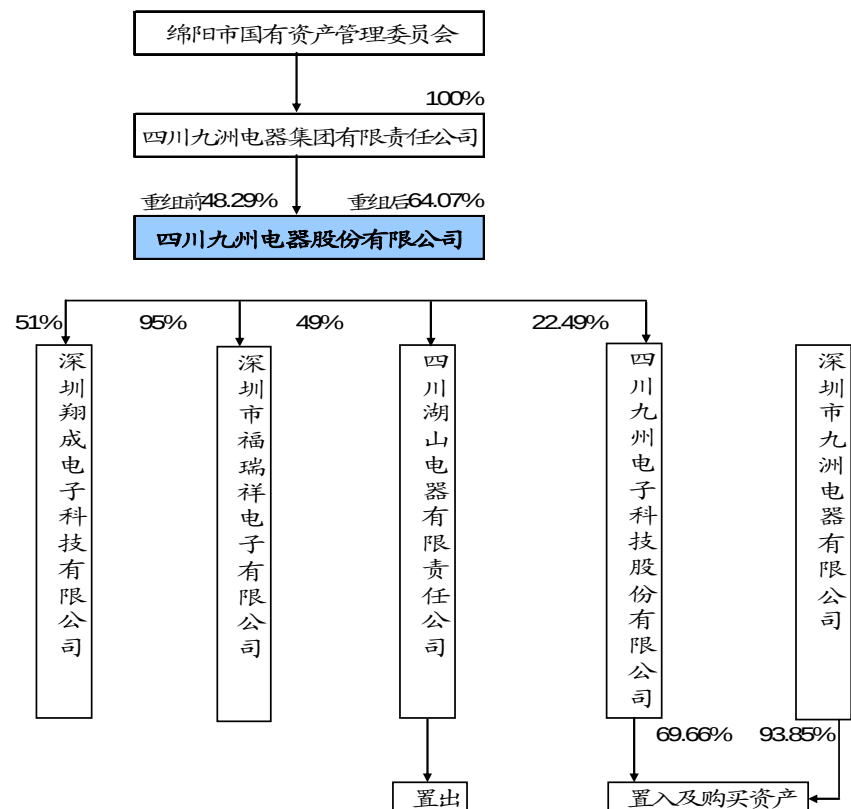
图 1、公司发展历程



资料来源：公司公告，第一创业研究所

资产重组前，九洲集团持有公司 48.29% 的股份，是公司控股股东，公司通过向九洲集团置出四川湖山电器有限责任公司、以及定向增发置入和购买深圳市九洲电器和四川九州电子科技股份有限公司后，九洲集团持有公司 64.07% 的股份，拥有对公司的绝对控股权。

图 2、公司股权结构

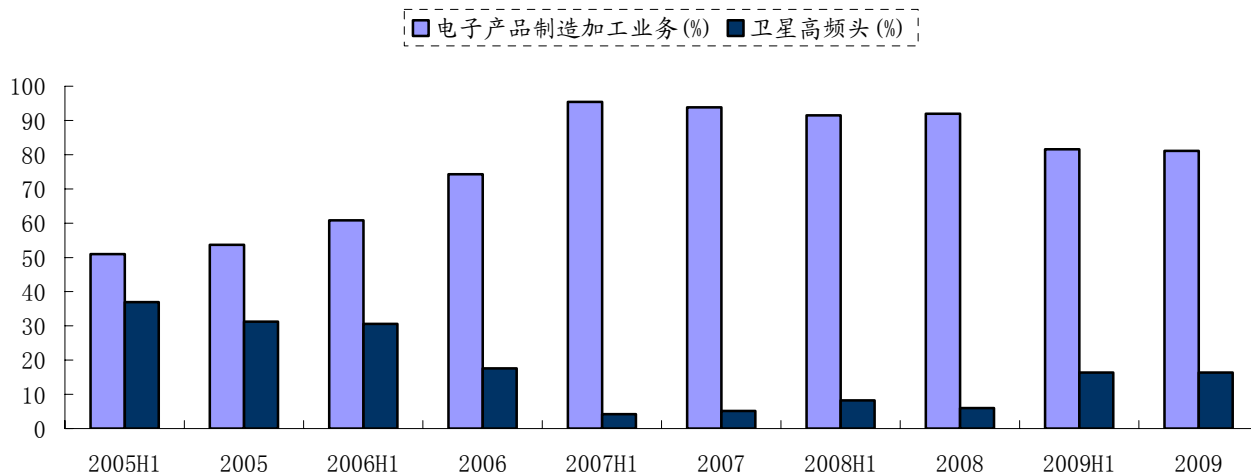


资料来源：公司公告，第一创业研究所



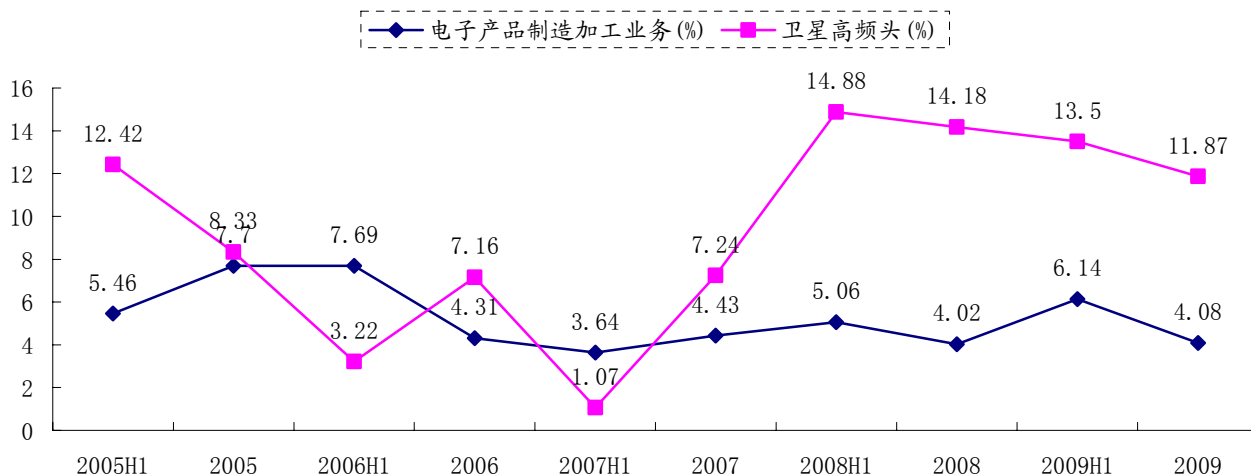
重组完成后,公司拥有主要控股、参股公司有4个,分别是深圳翔成电子科技有限公司(51%)、深圳福瑞祥电子有限公司(95%)、四川九州电子科技股份有限公司(92.15%)和深圳市九洲电子有限公司(93.85%)。

图 3、重组前 公司主营业务构成为 EMS 和卫星高频头



数据来源：公司公告，第一创业研究所整理

图 4、EMS 和卫星高频头的毛利率情况



数据来源：公司公告，第一创业研究所整理

备注：2008 年卫星高频头毛利率较 2007 年增长 95.76%，主要是公司优化采购模式，通过集中采购原材料取得一定成本优势，此外，2008 年卫星高频头较 2007 年增长 36.7%，规模效应导致单位成本降低，使产品毛利率有较大提高

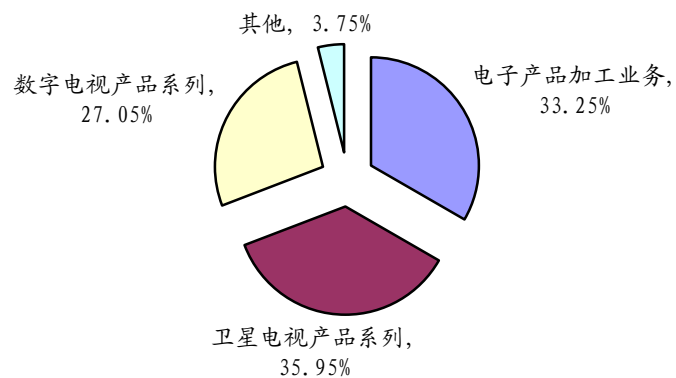
重组前,公司整体资产的盈利水平不高,发展战略不够清晰,影响了公司的整体形象和市场价值,为了提升公司的资产质量和盈利水平,重塑公司的市场形象,推动数字音视频产业战略规划的实现,通过重组九州集团将旗下专业从事数字电视设备制造的资产完整置入公司,拟将公司打造成其从事数字电视设备研发、制造,有限电视网络设备研发、制造及网络系统设计、调试、安装集成的行业领先企业,成为其实施数字音视频产业战略规划的主体。重组完成后,公司主营业务除之前的 EMS 和卫星高频头之外,将增加



DVB-S、DVB-C、DVB-T、卫星电视直播接收系统等数字电视全系列业务。

重组完成后，九洲集团下属数字电视产业集中到公司，公司的主营业务将在 EMS、卫星高频头之外，增加年产 1100 万台 DVB 和 16 万台 HFC 设备的制造能力，形成以 EMS、数字有线电视产品、卫星电视接收系统、卫星电视直播接收系统、HFC 宽带网络产品为核心的产业布局，主营业务更加突出。

图 5、重组后公司业务构成（以 2008 年收入计）



数据来源：公司公告，第一创业研究所

盈利方面，重组完成后，公司综合毛利率从之前的 4.73% 增加至 10.07%，增幅将超过一倍。在分业务毛利率上，新增的数字有线电视产品业务毛利率达到 22.41%，网络产品的毛利率为 21.38%，光电子产品的毛利率为 17.5%，村村通卫星电视直播接收系统毛利率为 14.49%，均大于重组前公司产品的毛利率，公司整体业务规模和经营效率明显改善，利润规模和盈利能力大幅提高。

表 1、各项业务毛利率情况

电子产品加工业务	4.02%
卫星电视接收系统（DVB-S和卫星高频头）	6.49%
数字有线电视产品（DVB-C和DVB-T）	22.41%
数字调置器	7.08%
光设备、放大器、地面站等网络产品	21.38%
卫星电视直播接收系统	14.49%
光电子产品	17.50%
其他	24.35%
合计	10.07%

数据来源：公司公告，第一创业研究所



2、数字电视终端设备：新时期 新机遇

2.1、三网融合带来数字电视发展新机遇

三网融合即广播电视网、电信网和互联网的融合，从实现方式上看，三网融合一种是指相同的服务和内容既可在广电网又可在电信网上被提供，另一种是广播电视网和电信网配合，从而实现业务融合，例如前者负责视频广播，后者承载互动功能。对于用户而言，三网融合最直接的体现就是三屏融合，及手机、电视和电脑屏幕的融合，在手机上可以看电视、上网，电视可以打电话、上网，电脑可以打电话、看电视，三者互相交叉。目前三网融合阶段性目标是从 2010 年—2012 年：重点开展广电和电信业务双向进入试点。2013—2015 年，全面实现三网融合发展，普及应用融合业务。

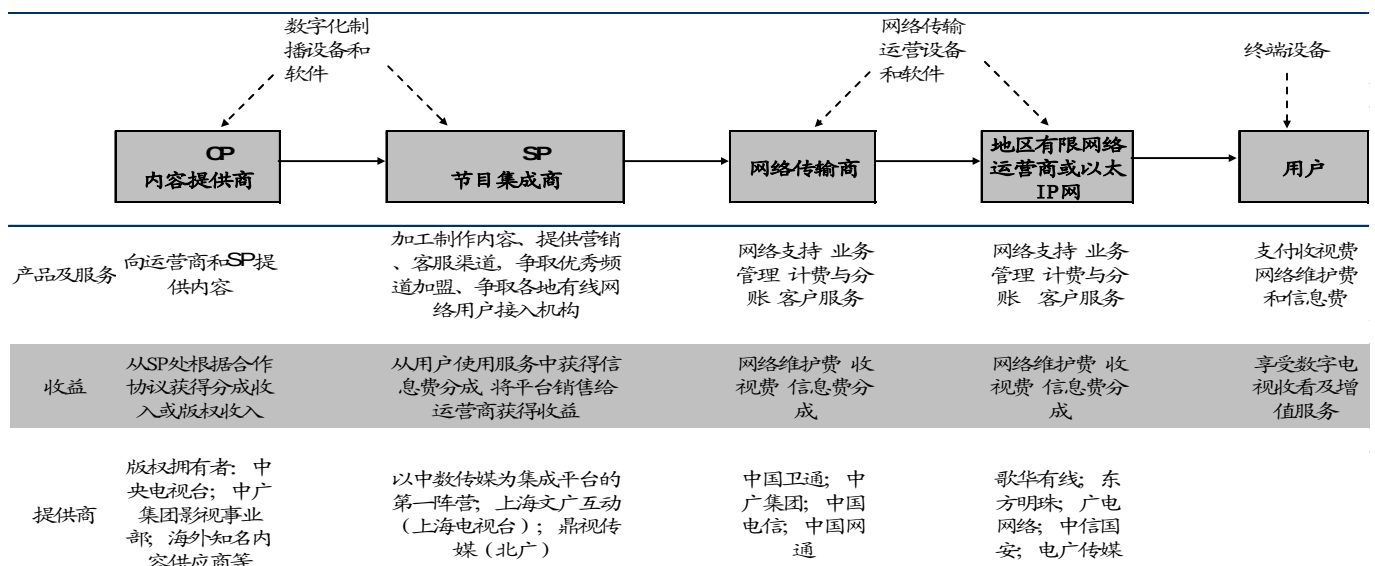
表 2、三网融合相关政策

2001年3月15日 通过的十五规划纲要，第一次明确提出“三网融合”：“促进电信、电视、计算机三网融合。”
2006年3月14日 通过的十一五规划纲要，再度提出“三网融合”：积极推进“三网融合”。建设和完善宽带通信网，加快发展宽带用户接入网，稳步推进新一代移动通信网络建设。建设集有线、地面、卫星传输于一体的数字电视网络。构建下一代互联网，加快商业化应用。制定和完善网络标准，促进互联互通和资源共享。
2008年1月1日 ，国务院转发六部委《关于鼓励数字电视产业发展若干政策的通知》，提出：“以有线电视数字化为切入点，加快推广和普及数字电视广播，加强宽带通信网、数字电视网和下一代互联网等信息基础设施建设，推进三网融合，形成较为完整的数字电视产业链，实现数字电视技术研发、产品制造、传输与接入、用户服务相关产业协调发展。”
2009年5月19日 ，国务院批转发改委《关于2009年深化经济体制改革工作意见》的通知，指出：“落实国家相关规定，实现广电和电信企业的双向进入，推动‘三网融合’取得实质性进展（工信部、广电总局、发改委、财政部负责）。”
2009年7月29日 ，广电总局发出《广电总局关于印发〈关于加快广播电视有线网络发展的若干意见〉的通知》，指出：加快广播电视有线网络发展，对于巩固和拓展党的宣传文化阵地，满足人民群众日益增长的精神文化和信息需求、推动我国广播影视改革和发展、推进三网融合、促进国家信息化建设，具有十分重要的意义。
2010年1月13日 ，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，决定加快电信网、广播电视网和互联网三网融合。会议上明确了三网融合的时间表。

资料来源：第一创业研究所

三网融合的重点工作中就包括有线电视网络数字化和双向化的升级改造。从产业链上来看，机顶盒是终端用户数字电视化的必备设备，其市场发展同整个数字电视的发展相关，三网融合新时期给数字电视带来发展新机遇

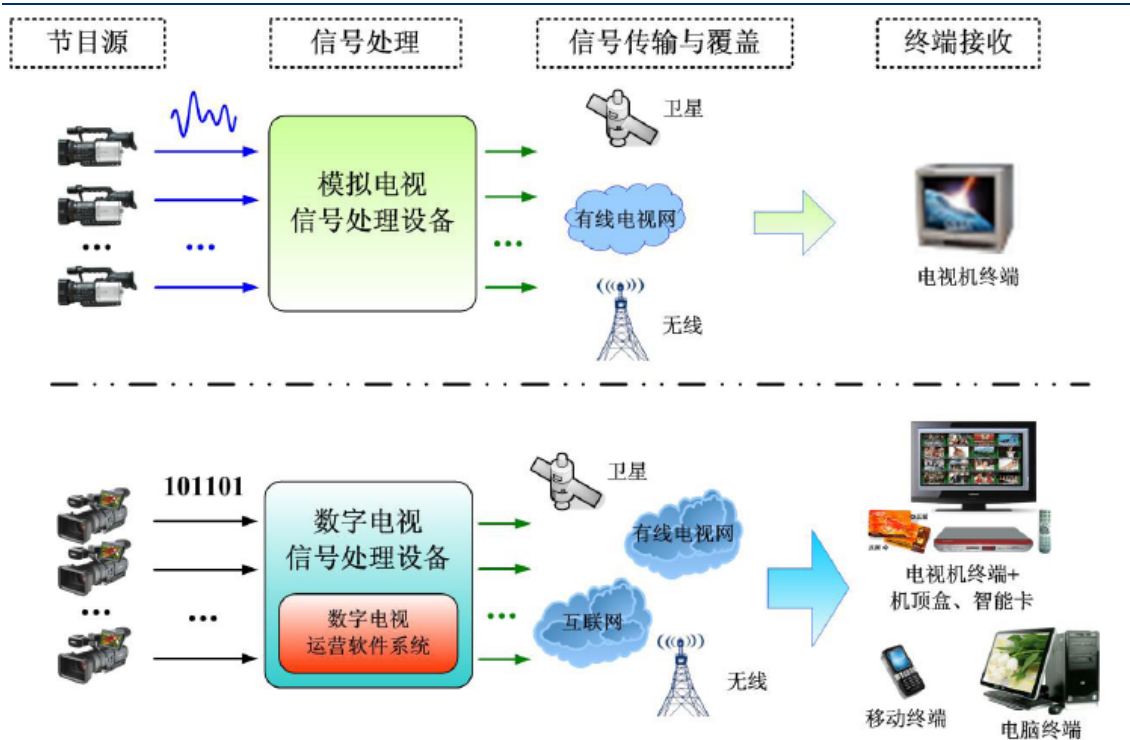
图 6、数字电视产业链



资料来源：第一创业研究所

数字电视是指电视信号的处理、传输、发射和接受过程中使用数字信号的电视系统。它与模拟电视区别在于传输过程中采用的信号不同，模拟电视在电视信号传输过程中采用的是模拟信号即连续波形信号，而数字电视在数据传输过程中则采用经过量化、编码、压缩后以 0 和 1 表示的数字信号。

图 7、数字电视与模拟电视系统示意图



资料来源：数码视讯招股说明书、第一创业研究所

2.2、数字电视未来三年增长率可望维持 20%以上

就技术而言，数字电视不仅仅在声音、图像质量有很大的提高，频道数有很大扩展，在传输方式上从单向传输发展为信息的交互传输，更重要的是它将给生活和电视产业的发展，以及社会信息化进程都带来巨大的影响。

根据接收和传输数字信号的方式不同，数字电视主要有有线数字电视、地面数字电视、卫星数字电视、IPTV。

中国数字电视产业的发展，不仅得到了主管单位国家广电总局的高度重视，也获得了国家信息产业部的重视，两个不同的体系都在摸索发展数字电视的模式。广电总局在推进数字电视方面做了许多工作，制定了一系列政策措施。其主要目的是借助数字电视这一发展机遇，构建一个新的赢利体系。从根本上转变模拟时代的业务经营方式。实现广播电视从大众电视到个性化服务的转变，从内容传输商到内容运营商的转变，从付费频道到内容经营的转变，并持续开发各类数字业务。

数字电视与模拟电视相比，具有诸多优点，数字化发展是必然趋势：



➤ 频谱资源扩展

频谱资源属于一项国家资源。我国的有线电视网络主要为 550MHz 或 750MHz 系统,要确保传输质量,一般只能传输 50 套左右的模拟电视节目。而由于各种原因,目前网上实际传输的普遍只有 40 多套节目,再开发新的应用时,频道资源已十分紧缺。采用 64QAM 技术数字化后,一路模拟电视频道可传送 24 路 MPEG-1 视频节目或 6—8 路 MPEG-2 视频节目,这样便能更有效地利用频谱资源,大大增加电视频道数,同时还能节省发射功率。

➤ 收视质量提高

视频方面,数字电视通过冗余校验、自动纠错技术,能够修复传输过程中的信号损伤,使得用户能够收看更加清晰真实的视频画面,获得更好的视觉效果;音频方面,数字电视可播出杜比数字多声道环绕声,从而能让用户在家里通过家庭影院设备,就可以体验到与电影院中同样的声音效果。

➤ 运营管理便捷

通过条件接收系统(CAS)和订户管理系统(SMS),数字电视运营商可以根据市场需求,灵活制订不同的授权、计费模式,例如按月按频道计费、按次计费、按时间段计费等,堵塞收费漏洞。此外,通过银行联网代缴和机顶盒智能 IC 卡充值,数字电视运营商可以简化收费环节和工作量。

➤ 节目内容丰富

数字电视用户既能够继续收看现有的基本电视节目,同时还能享受数字电视运营商精心准备的更多新的内容服务,用户收视另外付费的专业频道、准视频点播、节目轮播时,将不再受到广告的烦扰。

➤ 用户使用方便

数字电视融娱乐、资讯、电视商务等功能于一体,能够满足用户娱乐、工作、学习、理财、生活等多方面的需求,并且操作简便。特别是其提供的电子节目指南(EPG)服务,除了能分类列出所有在播和将播的节目外,还能直接进入用户选定的频道;提供的视频点播(VOD)服务,能迅速地将用户点播的视频节目下载到机顶盒硬盘,供用户反复观看。

➤ 交互功能支持

数字电视用户可以通过操纵机顶盒遥控器,按目录主动选择浏览前端精心组织的、联接本地交互的类 Internet 网站信息。同时还可借助电话实现回传功能,开辟分类广告、电视商务、市场调查等业务。互动电视也是今后数字电视发展的方向。

表 3、模拟电视与数字电视消费功能的比较

	模拟电视	数字电视
清晰度	一般	高画质、高清晰度
互动性	无	有
节目内容	少	丰富
音质效果	一般	环绕立体声
互联网功能	无	有

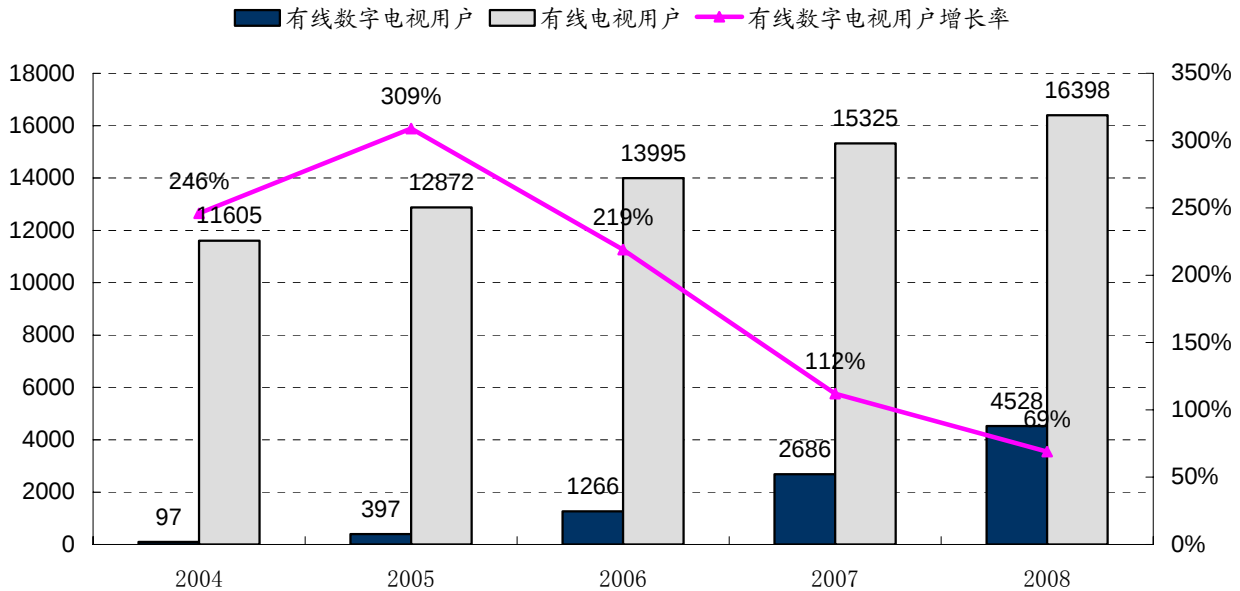
资料来源:第一创业研究所



根据广电总局统计数据，截至 2008 年底，我国有线数字电视用户约 4500 多万户，占全部有线电视用户数 27.6%，我国有线电视数字化率仍然不高。

图 8、有线电视用户数量增长情况

单位：万户

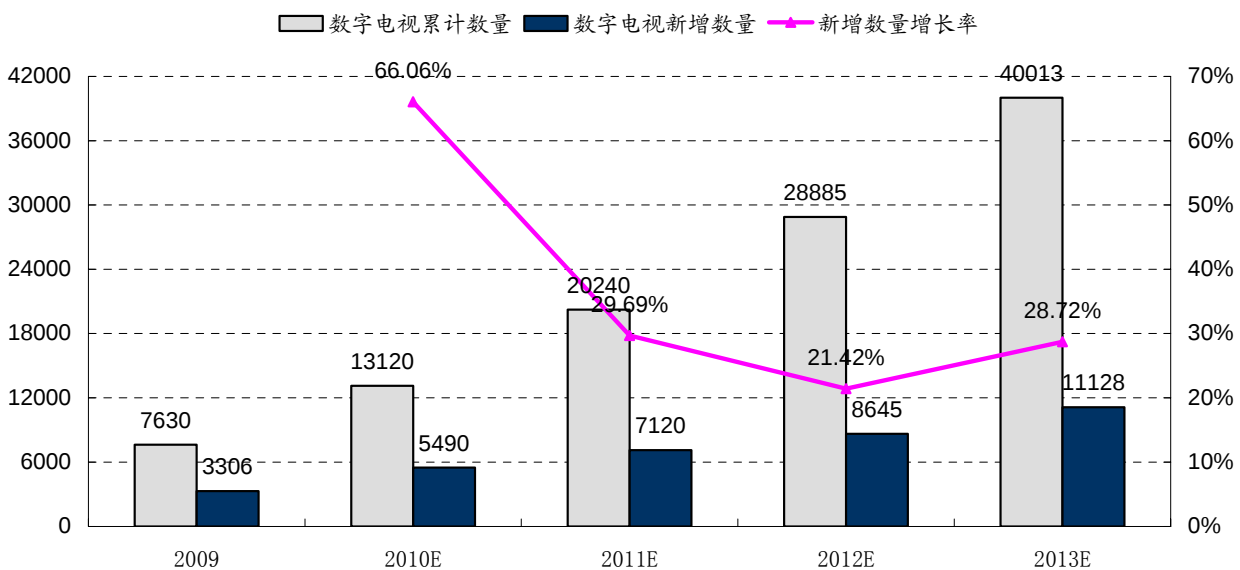


数据来源：数码视讯招股说明书、第一创业研究所

广电总局计划于 2015 年基本关闭模拟信号，而目前有线电视数字化程度不高，预计未来几年有线电视数字化进程将继续较快进行。数字电视全面推进将带动数字电视用户数的快速增加。预计 2013 年将超过 4 亿户，年增长率有望维持在 20% 以上。

图 9、未来 3 年数字电视增长率有望维持在 20% 以上

单位：万户



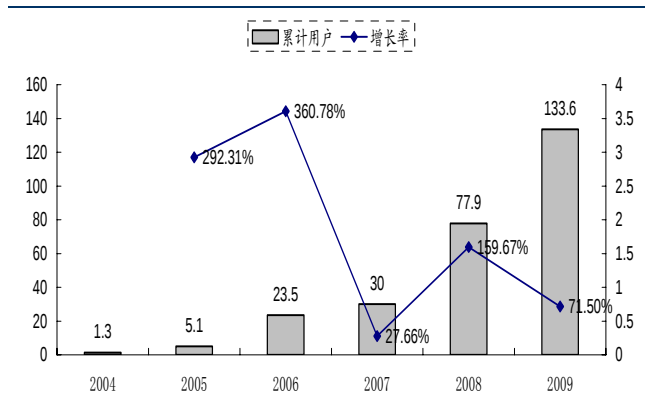
数据来源：数码视讯招股说明书、第一创业研究所



除有线数字电视外，地面数字电视、卫星数字电视、IPTV 等也会推进，数字电视的全面推进将带动数字电视硬件的巨大需求。

图 10、地面数字电视用户及增长

单位：万户



数据来源：第一创业研究所

图 11、卫星数字电视用户及增长

单位：万户

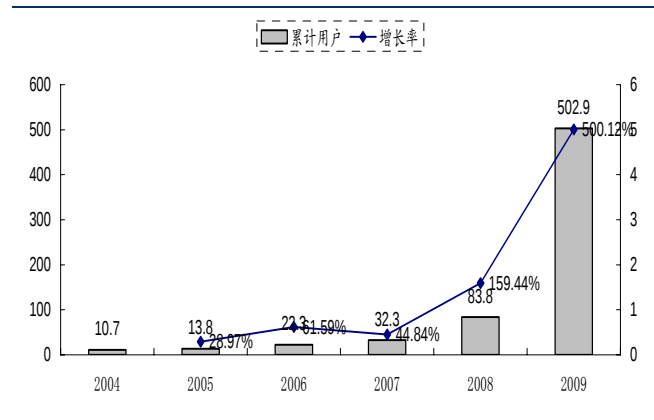
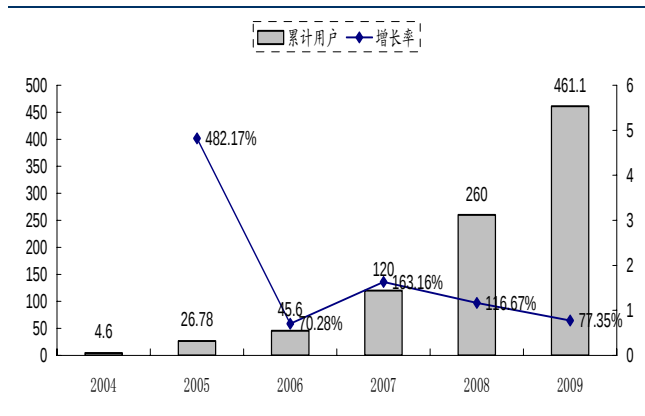


图 12、IPTV 用户及增长

单位：万户



数据来源：第一创业研究所

2.3、整体转换推动机顶盒需求快速增长

整体转换是已经被大多运营商认可和采纳的有效方式。2003 年进行的首批试点城市有线数字电视转换为例，其中青岛按照“免费提供与安装机顶盒、适当增加收视费”的思路，于 2003 年 10 月在全国率先启动了有线电视由模拟向数字的整体转换，2008 年基本完成了全部用户的整体转换任务。青岛完成数字电视的整体转换的核心就是整体转换。制约数字电视发展的两个主要因素在于规模和速度：采用模拟数字并行传送、推进付费电视的方式，难以短期内形成规模，没有规模，就很难实现发展。而整体转换，是青岛解决规模和速度的方法，通过整体转换，有线数字电视得以在短期内迅速形成全网规模，可观的规模将大大降低各类新业务的运营门槛，带动付费电视、信息服务、电视商务等多元赢利模式的良性发展，有线电视行业未来的盈利



空间将快速打开。

之后 2005 年进行数字电视整体转换的城市主要有深圳、杭州、太原、重庆、大连、绵阳等。整体转化方式的采用必然使机顶盒市场需求较快增长，随着越来越多的城市走上整体转换的道路，机顶盒市场总量未来几年将会出现快速发展。

表 4、2005 年主要整体转化城市所采用的机顶盒

深圳	杭州	太原	大连	重庆	绵阳
同洲、九州、创维、TCL、迪维特	金正、数源科技、银河、天柏、西湖电子	九州、佳创、华为、银河、天柏、泰森科技	佳创、九州、天柏、银河、大显	长虹、康佳、海尔、华为	九州

资料来源：第一创业研究所

2.4、资金及技术实力的竞争

数字电视终端设备的驱动因素主要有几个方面：

第一、政策驱动：在机顶盒市场发展的启动初期，政策/法规是最主要的市场驱动力量，目前国内市场正处于政策驱动阶段，在此阶段，大众对数字电视终端设备的需求并不强烈，主要是政府进行整体平移带来的需求上升。

第二、大众需求驱动：大众日益增长的用户需求将成为机顶盒发展的强大拉动力。用户需求是个性化、多样性的，机顶盒也将因之会具有更多的功能和形态，在更大程度上满足用户不同层次的需求。

第三、技术驱动：新技术带来新市场，当基本型数字电视终端设备得以较好的普及后，技术开发人员将改变思维方法，采用更适用、提出更好的解决方案，生产厂商将更加注重开发高附加值的产品。在机顶盒市场发展的第二阶段末及第三阶段，以不拒绝新技术和允许市场竞争为前提的条件下，技术变革对机顶盒市场发展的拉动力和引领作用将凸显，技术驱动将对机顶盒市场细分的层次和速度都起到促进作用。

目前国内市场仍将处于政策驱动阶段，包括 2008 年国务院转发的六部委《关于鼓励数字电视产业发展的若干政策》、以及 2009 年国务院发布的我国《电子信息产业调整和振兴规划》都明确指出要加快模拟电视向数字电视的过渡和转换。

随着越来越多城市整体化转换的推进，大批机顶盒订单也会吸引越来越多的企业参与到市场竞争中来，竞争会更加激烈，而对于运营商来讲，对数字电视终端设备的要求主要体现在：技术基础；对市场快速响应的能力；成本改进降低从而提高性价比；服务能力的全方位覆盖及提高，包括售前、售中和售后服务，这对企业的生产能力和售后服务等要求提高；同时随着整体



转换的快速进行,不少会采用事后付款的方式,这对生产企业的资金也提出了较高的要求,运营商希望设备企业具备充足的资金实力和生产能力,因此,那些资金技术实力较强的企业会在竞争中取得越来越大的市场份额,一些资金少、生产能力低的企业将被淡化淘汰出局。

3、四川九洲：志在打造数字电视设备领先企业

3.1、研发技术实力奠定竞争基础

九洲集团在研发方面投入很大,按销售收入的 6%-8%比例投入科研。把广泛的对外合作作为长期发展战略,在科研项目争取、市场开拓、成果产业化等方面采取有效举措,积极开展对外合作。目前,与九洲开展技术合作的有中科院、中国工程物理研究院、著名高校、中国电信和中电科技集团研究所等科研院所、高校、企业集团及汤姆逊公司、Intel、法国 Iwedia、印度 WIPRO、韩国 K2 等国际知名公司。九洲在研发上的投入使得公司的技术水平居全国同行业前列,

当前在国内机顶盒市场有:传统彩电供应商、有线电视设备供应商、数据网络设备供应商及其他之前未涉足与视频业务有关业务厂商,前三类厂商将分享中国大部分机顶盒市场,其间的竞争将空间激励。这场狼虎角逐最终会形成几大垄断者,许多弱势厂家被遗忘在市场的边缘。在这场激烈市场竞争中争取主动的利器是功能、性能及效能等良好的产品和消费者的信任度。当前中国数字电视产品开发和制造还停留在数字接收功能方面,如何利用自身研发能力开发出更具有九洲特色、差异化、满足不同层次、不同兴趣的消费者需求的机顶盒,应该成为产品战略的重点之一。目前机顶盒行业在中国无居垄断地位品牌,有较强实力的九洲无疑是一个机遇。

3.2、完善的营销网络和售后服务体系

公司进入机顶盒行业较早,在全国各地有 30 多个分公司和办事处,形成了覆盖全国营销网络和售后服务体系,市场基础好。

在国内市场,公司主要采用直销为主,经销为辅的方式进行销售。直销产品一般通过招标和客户建立供货关系,签署供货合同并按约定进行交易,目前公司在国内共设 19 个办事处,负责各自区域内产品销售活动,产品销售对象主要是国内电视台、广电厅(局)、电教部门、运营商等客户,目前不直接面向终端客户。同时,为了降低销售成本,发展完善的销售网络,在各个地区发展了共 50 多个经销商,以严格的标准选择供应商,并同经销商



签订协议建立长期供货关系。

在出口市场上，九洲产品远销美国、英国、丹麦、埃及、南非、中东、俄罗斯、澳大利亚、新加坡、越南、印尼等，形成了以东南亚国家和中东、欧洲、美洲为重点，辐射全球的营销格局。

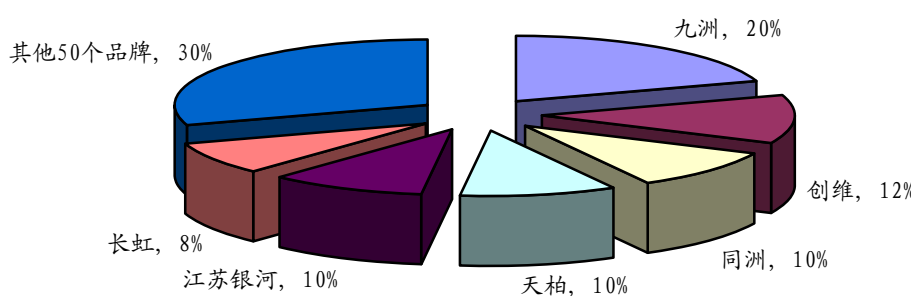
出口产品主要采用 OEM、ODM 的销售方式，同时小范围开展自有品牌的推广，重点专注于零售市场和用户终端市场，如大型超市、消费电子产品卖场等，同时也积极拓展国际运营商市场；重点发展每个销售区域内排名前 5 名的大公司和知名品牌商拥有者，结成战略合作关系，签订排他性合作条款，保证充分的市场占有份额。

在近三年来，负责国际市场的深圳九洲电器不断巩固中东、欧洲等优势区域的产品销售，在美国、东欧、澳洲等地区表现也比较抢眼，深圳九洲电器在全球零售市场的销量保持了每年 40% 左右的增长，在巩固处于中低端的零售市场基础上，深圳九洲电器不断在国际上拓展高端运营商市场，以印度市场作为切入点，逐步向东南亚、南美、东欧进行渗透。

3.3、完整产品线获取更高市场份额

九洲电器致力于数字音频产业的发展，开发生产全系列的 DVB-S、DVB-C、DVB-T 机顶盒产品，在 DVB 相关产品上形成了完整的生产线。根据 2008 年相关统计数据，九洲产品市场份额达到 20%。

图 13、2008 年国内机顶盒市场份额



数据来源：公司网站，第一创业研究所



4、盈利预测与估值

4.1、盈利预测

大股东最低业绩承诺是业绩底线：公司在进行资产重组时，九洲集团对公司2010-2012年盈利补偿做出了保障承诺：假设2009年1月1日已经完成了资产置换和发行股份购买资产，经审计2009年备考合并利润表中归属母公司所有者的净利润3945万元为基准，2010年-2012年实现经审计的归属母公司所有者净利润增速不低于15%，即2010年-2012年归属于母公司所有者净利润不低于4537万元、5217万元、6000万元，低于承诺值以现金补偿差额。**数字电视发展新机遇促业绩增长，**2010年-2012年三网融合阶段性目标是重点开展广电和电信业务双向进入试点，2013-2015年全面实现三网融合发展，普及应用融合业务，三网融合为数字电视发展提供了新的发展机遇，公司数字电视设备业务必然面临较好发展。

表 5、盈利预测假设

收入（万元）	2010年	2011年	2012年
数字电视产品系列	128202.70	166663.51	216662.57
卫星电视产品系列	17303.09	21628.86	27036.07
EMS	113803.38	136564.06	161145.59
其他	36274.20	45342.75	56678.44
收入增长率（%）	2010年	2011年	2012年
数字电视产品系列	32%	30%	30%
卫星电视产品系列	28%	25%	25%
EMS	20%	20%	18%
其他	25%	25%	25%
毛利率（%）	2010年	2011年	2012年
数字电视产品系列	22%	23%	24%
卫星电视产品系列	7%	8%	8%
EMS	5%	6%	6%
其他	16%	17%	17%

数据来源：公司公告，第一创业研究所



表 6、盈利预测简表

会计年度(单位: 百万元)	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	2,955.8	3,702.0	4,615.2
减: 营业成本	2,661.5	3,257.8	4,015.2
营业税金及附加	7.5	9.8	12.6
销售费用	75.4	111.1	161.5
管理费用	140.3	192.5	253.8
财务费用	10.7	14.1	18.9
资产减值损失	6.8	7.2	8.0
加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0
其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0
二、营业利润	53.6	109.6	145.1
加: 营业外收入	8.2	6.2	6.3
减: 营业外支出	6.5	4.9	5.5
三、利润总额	55.3	110.9	145.9
减: 所得税费用	9.3	9.6	15.3
四、净利润	46.0	101.3	130.5
归属母公司净利润	42.0	95.3	122.5
少数股东损益与调整	4.0	6.0	8.0
五、总股本(百万股)	190.0	190.0	190.0
EPS (元)	0.24	0.53	0.69

数据来源: WIND, 第一创业研究所

4.2、估值

公司重组后盈利能力提高明显, 新业务面临较好发展机遇, 收入和盈利能力同时提高将造就公司较大的业绩弹性, 2010 年 12 月 29 日收盘价 16.07 元对应 2010-2012 年每股收益的市盈率分别为 67、29、22 倍, 给予“审慎推荐”投资评级。

4.3、风险提示

数字电视整体平移市场进度低于预期。

由于公司之前的产品主要在广电系统内部进行销售, 在整体平移过程中, 大多是几家机顶盒生产企业共同供货, 与传统家电企业下属的子公司或事业部, 如长虹、创维、海尔等相比, 将考验公司在普通公众中的知名度宣传。另外, 如果需求方选择从运营支撑、业务系统、网络接入一直到机顶盒的全套产品服务, 为广电网络提供数字电视整体解决方案系列产品, 则华为等厂商占据有利地位, 但预计发生这种情况的可能性较低。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120