

2011-5-24

通信设备

奥维通信 002231.SZ

领跑 CMMB，新奥维驶上快车道

◇报告起因：公司动态研究

◆广电、中移动携手共促 CMMB 快速发展

CMMB 在信号覆盖、资费标准等方面均具备明显优势，可与视频点播形成良好互补。广电和中移动在合作推广 CMMB 过程中将形成双赢格局。

广电：突破传统，切入移动视频领域。作为国内传媒内容的监管者和提供者，相比电信运营商，广电体系的市场化程度相对落后，其用户 ARPU 值更是远落后于电信运营商。三网融合的推进虽对广电影响深远，但建设周期较长，而 CMMB 则业务模式简单，易于推广，有望成为其突破传统业务模式，切入移动互联网领域的优选途径。

中移动：优化 TD 终端功能，培养新型增值业务。目前，工信部仅批准 TD 手机加载 CMMB 模块，欲借此强化 TD 终端的多媒体功能，而 TD 用户的稳步增长为 CMMB 的推广奠定了良好基础。考虑到 CMMB 采用分成模式，中移动将其视为新型增值业务，亦有动力参与推广。

◆CMMB 覆盖正全面展开，2011 和 2012 年投资额有望达 12 亿和 25 亿

目前，在广电和中移动的共同推广下，CMMB 用户已超过 1000 万，其中收费用户为 800 万。从 2010 年四季度起全国每天新增 CMMB 用户达 5 万户，2011 年用户总数有望达到 3000 万户。在用户需求的推动下，CMMB 覆盖建设正全面展开，2010 年国内投资额达 7 亿元，2011 年将增加至 12 亿元，2012 年若新增频点则有望达到 25 亿。

◆先发优势明显，奥维借力驶上发展快车道

公司 2009 年开始涉足 CMMB 覆盖领域，并在 2010 年取得 2300 万元的收入。根据我们对移动手机电视行业的了解，奥维通信在广电领域深耕多年，其技术成熟、应用广泛、且覆盖服务的响应能力最强，在广电运营商中的口碑最好，因此综合技术实力在国内上市公司中位居第一，在市场竞争中处于有利的地位。2011 年仍有望取得 50% 以上的市场份额。

◆增发助力公司长期发展，给予“买入”评级

公司今年 4 月份推出了非公开发行草案，计划募集资金约 2.6 亿元，分别投入系统集成、CMMB 发射设备产业化及研发中心扩建三大项目。我们认为，在网优覆盖行业稳步发展的大环境下，以 CMMB 为突破口，进一步切入广电市场，有利于公司做大做强。

经我们预测，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.33 元、0.59 元和 0.78 元，给予“买入”评级，目标价 16.5 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	181	275	511	726	936
营业收入增长率	26.79%	51.93%	85.78%	41.93%	28.97%
净利润（百万元）	24	29	52	94	125
净利润增长率	19.22%	20.92%	80.84%	80.54%	32.46%
EPS（元）	0.15	0.18	0.33	0.59	0.78
P/E	86	71	39	22	16
P/B	5	5	5	4	3

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

上调

买入

当前价格	12.83 元
目标价格	16.5 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦

（执业证书编号：S0930510120024）

021-22169175

zhouliqian@ebcn.com

联系人：

宋嘉吉

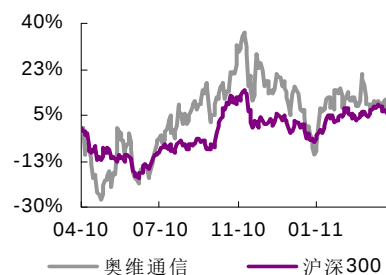
021-22169315

songjiagi@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	161
总市值(百万元)	2,054
流通比例(%)	43.93%
12 个月最高/最低(元)	17.77/9.36
近 3 月日均成交量(百万股)	1.33
主要股东	王崇梅

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.43	1.04	30.23
绝对收益	-3.97	-0.29	42.98

相关报告：

业绩符合预期，CMMB 业务或成未来亮点

..... 2011-03-27

广电、中移动携手共促 CMMB 快速发展

CMMB (China Mobile Multimedia Broadcasting) 即中国移动多媒体广播, 是国内自主研发的第一套面向手机、笔记本电脑等移动终端的移动数字电视标准。CMMB 于 2006 年 10 月 24 日正式被国家广电总局颁布为中国移动多媒体广播(俗称手机电视)行业标准。与通常的移动视频点播不同, CMMB 采用广播方式, 与电信运营商使用不同的频段, 仅借助电信移动网实施信号回传, 因此信号覆盖广、收费低廉, 可与视频点播形成良好互补。

图 1: CMMB——3G 时代新媒体发展的排头兵

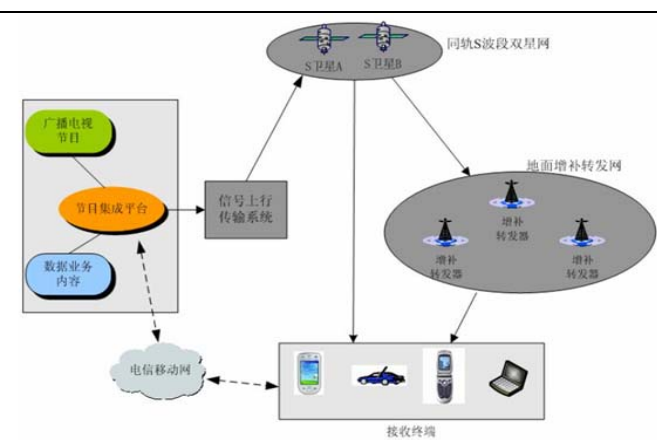
CMMB 应用场景



资料来源: 光大证券研究所整理

图 2: CMMB 借助电信移动网实施回传

CMMB 体系结构框图



资料来源: 光大证券研究所整理

目前, 我国的 CMMB 业务由广电下属的中广传播负责制作、运营, 并借助中国移动的收费渠道进行推广, 在上海、江苏等发达地区已初具规模。我们认为, CMMB 的快速发展对于广电和中国移动而言可谓双赢, 因此在体制上具备推广优势。

广电: 突破传统, 切入移动视频领域

作为国内传媒内容的监管者和提供者, 相比电信运营商, 广电体系的市场化程度相对落后。在移动通信蓬勃发展的今天, 电信运营商的 ARPU 值都能达到几十元, 3G 用户 ARPU 值甚至在 100 元以上, 而有线电视用户的 ARPU 值尚处于 20 元以下。我们认为, 一方面, 依据麦特卡尔夫定律, 移动通信点对点的模式更有利于创造用户价值, 随着市场的发展, 和广电拉开了差距; 另一方面, 拥有优质频段资源的广电并未充分挖掘点对面通信模式的价值, 使得单位频段创造的商业价值过低。

2010 年, 国家大力推进三网融合, 广电在体制上正逐步走向市场化, 考虑到基础设施建设的周期较长, 因此我们认为三网融合真正实现尚需时日。而 CMMB 的投资建设相对简单, 业务模式也易于推广, 成为其突破

原有传统业务，进军移动市场的重要途径。虽然目前收费仅 6 元/月，但作为用户培育阶段，低价策略可大大降低推广难度。我们预计，未来在积累一定到用户后，可通过增加个性化、差异化的节目内容，进一步挖掘商业价值。

据我们前期的调研了解，目前广电已对 CMMB 实施垂直管理，在各地成立的 CMMB 推广企业股权结构中，广电占比 60%。

中移动：优化 TD 终端功能，培养新型增值业务

2009 年，工信部已批准 TD 制式的 CMMB 手机，希望借助 CMMB 快速扩张带动 TD 手机的发展。2010 年，中移动集中采购的 600 多万部 TD 手机均带有 CMMB 功能，预计 2011 年的采购数量将达到 3000 万部。作为多媒体视频的有益补充，CMMB 将优化 TD 终端功能。目前，中移动 TD 用户稳步发展，截止 2011 年 4 月底，已达到 840.3 万，为 CMMB 业务的普及打下了良好的基础。

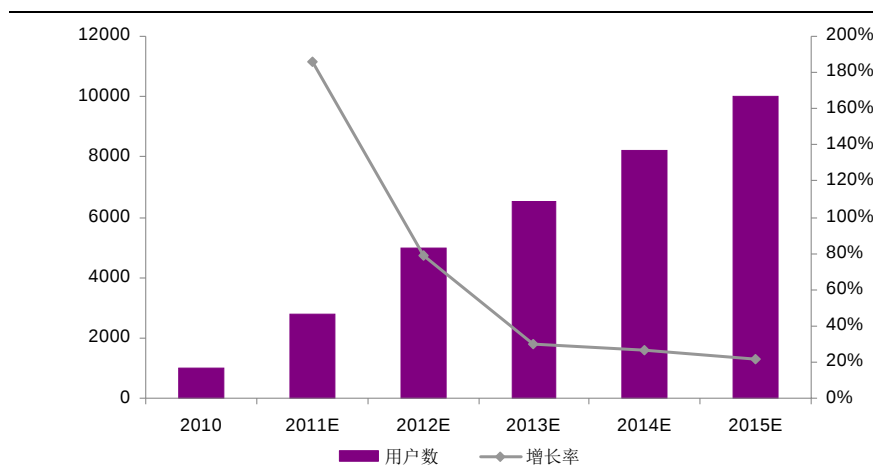
考虑到 CMMB 采用分成模式，中移动亦将其视为新型增值业务。我们认为，未来 CMMB 或将由 6 元/月的固定收费模式转变为按频道收费，免费和收费相结合的模式，盈利空间将更大。

CMMB 覆盖正全面展开，2011 年投资额达 12 亿

目前，在广电和中移动的共同推广下，CMMB 用户已超过 1000 万，其中收费用户为 800 万，从 2010 年四季度起全国每天新增 CMMB 用户达 5 万户，2011 年用户总数有望达到 3000 万户。

图 3：中国 CMMB 用户数持续快速增长

中国 CMMB 用户数及增长率（单位：万户）



资料来源：广电总局、光大证券研究所

和电信网络建设相类似，要满足用户快速增长的需求，必须扩大网络覆盖、优化网络质量，因此 CMMB 网络覆盖建设将优先于内容制作，率先在国

内展开。

根据图 2 中的系统框架，CMMB 覆盖网络指地面增补转发网，主要包括室外覆盖系统和室内覆盖系统。以上海为例，目前覆盖中心城区共用 16 个室外大功率发射机，而要达到郊区地区 95% 的覆盖还需 50 台左右的发射机，按每台 60 万元估算，未来投资达 3000 万元，而室内覆盖的模式和电信网络相似，价格约每平米 5 元。

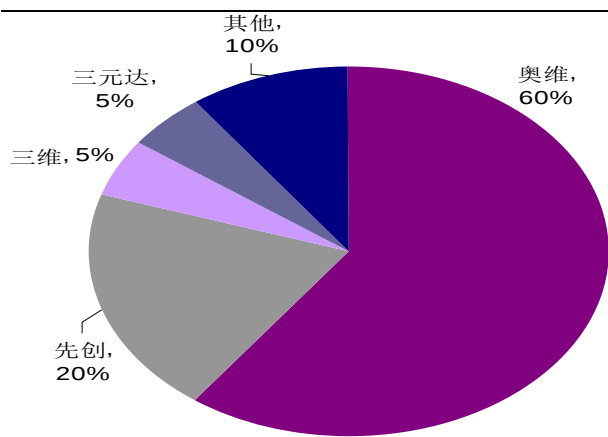
我们推算，2011 年全国 CMMB 投资额共计达 12 亿元，其中室外覆盖和室内覆盖的投资分别为 7 亿元和 5 亿元。若进一步丰富节目内容，增加 CMMB 频道，则需新增频点，因此 2012 年覆盖设备投资额或将继续翻番，达到 25 亿元。

先发优势明显，奥维借力驶上发展快车道

奥维通信一直以来专注于网优覆盖领域，2009 年开始涉足 CMMB 覆盖领域，并在 2010 年取得 2300 万元的收入，其中 CMMB 覆盖设备约 1800 万元，CMMB 技术服务约 500 万元。根据我们对移动手机电视行业的了解，奥维通信在广电领域深耕多年，其技术成熟、应用广泛、且覆盖服务的响应能力最强，在广电运营商中的口碑最好，因此综合技术实力在国内上市公司中位居第一，在市场竞争中处于有利的地位，2011 年仍有望取得 50% 以上的室内覆盖市场份额。

图 4：奥维通信 CMMB 室内覆盖领域市占率位居第一

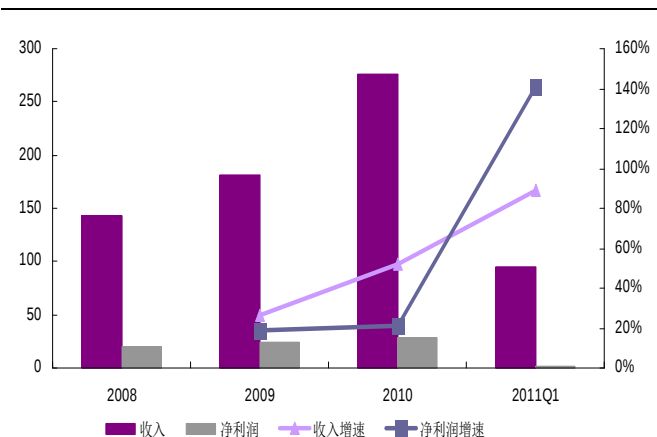
2010 年国内 CMMB 市场格局情况



资料来源：光大证券研究所整理

图 5：公司近年收入和净利润呈加速增长之势

2008 年至今 公司营收情况（单位：百万元）



资料来源：光大证券研究所整理

公司凭借在网优覆盖领域的多年积累，在传统通信网优设备已充分竞争的大环境下，另辟蹊径地开拓了广电市场，差异化竞争的策略已初具成效。目前，公司在上海、深圳等地设立研发中心，以吸引优秀技术人员，其在 ICS（回波抑制）方面已形成专利技术，该技术能克服基站布局过密造成的回波干扰，从而提高信号覆盖效果。

非公开增发有望支撑公司长远发展

公司近年 4 月份推出了非公开发行草案，计划募集资金约 2.6 亿元，分别投入以下三个项目：

表 3：公司非公开增发有望提升其综合竞争力

公司非公开增发资金投向

项目名称	预计投资(万元)	拟于募集资金投入(万元)	建设期(月)
系统集成与技术服务	10865	10865	18
CMMB 直放站发射设备产业化	6038	6038	18
技术研发中心扩建	6725	6725	18
合计	23628	23628	

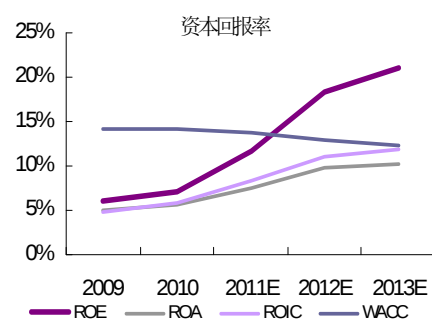
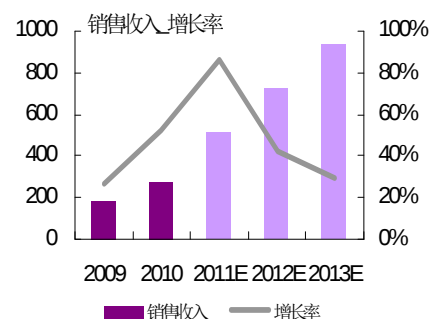
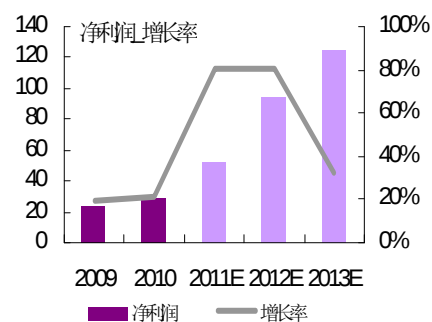
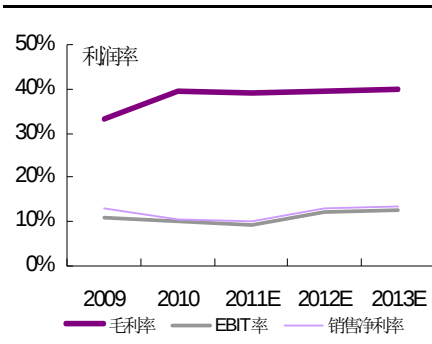
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

我们认为，未来一段时期，国内对网优覆盖的需求仍将保持稳定增长。公司通过增发项目扩大产能，强化技术研发能力有望发力追赶业内领先企业，并以 CMMB 为突破口，进一步切入广电市场，未来在广电增值业务、网络优化及规划领域赢得更大的市场。

盈利预测和评级

综上所述，我们认为大力推进 CMMB 建设符合广电和中移动的共同利益，而用户增长将有效拉动该领域投资额的增长。奥维通信进入广电领域较早，在技术、市场、人员等方面先发优势明显，未来有望保持较快的业绩增速。我们测算公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.33 元、0.59 元和 0.78 元，给予公司 6 个月目标价 16.5 元，“买入”评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	181	275	511	726	936
营业成本	121	166	311	440	563
折旧和摊销	7	10	7	9	11
营业税费	3	5	9	13	17
销售费用	9	15	28	36	47
管理费用	34	62	113	145	187
财务费用	-6	-4	0	-2	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	20	28	48	90	120
利润总额	27	32	58	104	138
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	23.87	28.86	52.19	94.22	124.80

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	477	509	698	972	1,234
流动资产	426	440	607	861	1,109
货币资金	211	154	205	290	374
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	101	129	245	350	451
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	4	9	10	15	19
存货	108	144	140	198	253
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	31	33	58	78	93
无形资产	3	5	5	5	5
总负债	84	97	251	456	640
无息负债	84	97	177	255	325
有息负债	0	0	74	201	315
股东权益	393	411	448	516	593
股本	107	161	161	161	161
公积金	202	151	156	166	178
未分配利润	84	100	131	189	255
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1	-21	20	8	39
净利润	24	29	52	94	125
折旧摊销	7	10	7	9	11
净营运资金增加	49	92	134	179	179
其他	-79	-152	-173	-273	-276
投资活动产生现金流	-26	-29	-30	-28	-25
净资本支出	26	29	30	28	25
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-51	-58	-60	-56	-50
融资活动现金流	-7	-8	61	105	70
股本变化	0	54	0	0	0
债务净变化	0	0	74	127	114
无息负债变化	7	14	79	78	70
净现金流	-31	-58	51	86	84

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.79%	51.93%	85.78%	41.93%	28.97%
净利润增长率	19.22%	20.92%	80.84%	80.54%	32.46%
EBITDA 增长率	29.13%	41.81%	61.28%	76.83%	32.98%
EBIT 增长率	28.04%	41.89%	99.16%	84.82%	34.53%
估值指标					
PE	86	71	39	22	16
PB	5	5	5	4	3
EV/EBITDA	60	59	39	23	18
EV/EBIT	92	84	45	26	20
EV/NOPLAT	102	93	49	28	22
EV/Sales	7	7	4	3	3
EV/IC	5	5	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	33.24%	39.56%	39.09%	39.35%	39.84%
EBITDA 率	14.72%	13.74%	10.75%	13.39%	13.80%
EBIT 率	10.77%	10.06%	9.32%	12.14%	12.66%
税前净利润率	14.67%	11.60%	11.29%	14.37%	14.76%
税后净利润率 (归属母公司)	13.17%	10.48%	10.21%	12.98%	13.33%
ROA	5.00%	5.67%	7.47%	9.69%	10.12%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.07%	7.01%	11.66%	18.27%	21.03%
经营性 ROIC	4.73%	5.88%	8.26%	11.10%	11.78%
偿债能力					
流动比率	5.26	4.52	2.44	1.91	1.75
速动比率	393.25%	303.45%	187.88%	146.84%	134.99%
归属母公司权益/有息债务	-	-	6.04	2.56	1.88
有形资产/有息债务	-	-	9.35	4.80	3.90
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.15	0.18	0.33	0.59	0.78
每股红利	0.10	0.10	0.16	0.29	0.39
每股经营现金流	0.01	-0.13	0.13	0.05	0.24
每股自由现金流(FCFF)	-0.34	-0.54	-0.69	-0.72	-0.52
每股净资产	2.45	2.56	2.79	3.21	3.70
每股销售收入	1.13	1.72	3.19	4.52	5.83

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。2010 年带领团队荣获首届中国证券分析师金牛奖 TMT 第二名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。