

21 July 2011 | 18 pages

银河电子 (002519)

借数字化政策东风 扬快速发展之帆

—— 家电行业中小公司深度研究系列之一

✍ 刘迟到 执业证书编号: S1230511010012
 ☎ 021-64718888-1225
 ✉ liuchidao@stoke.com.cn

本报告导读:

- 机顶盒行业领军企业
- 产品毛利率高 业绩有望超预期

投资要点:

■ 机顶盒领军企业之一

公司是国内数字机顶盒领军企业之一, 2010 年有线数字机顶盒市场占有率 7.97%, 行业排名第六, 近几年来一直位于行业前列。数字机顶盒业务占公司 2010 年营业收入和毛利的 83.03%、78.8%, 信息电子设备结构件占公司收入和毛利的 16%、19.46%。

■ 有线机顶盒: 随数字化平移快速增长

2010 年国内有线机顶盒的总出货量为 3112.8 万台, 和 09 年相比增长 26.44%, 双向机顶盒已成主流产品, 占比超过 60%。

2010 年底, 我国共有 8829.6 万数字电视用户, 若不考虑原有用户从标清向高清双向升级, 在悲观、中性和乐观 (2015 年数字化渗透率分别达到 86%、90%、93.4%) 三种情况下, 未来 4 年我国国内共需有线机顶盒数量分别为 13108 万台、14719 万台、16400 万台, 年均销量增速将分别达到 12.4%、26.2% 和 40.6%。

■ 卫星机顶盒: 农村是主要市场

2010 年第六次人口普查数据显示, 现阶段我国大陆总人口达到 13.39 亿, 其中乡村人口为 6.74 亿, 根据农村家庭户均人数测算, 2010 年底, 我国农村家庭户数约 1.71 亿。如果未来我国农村卫星直播实现全面商用, 扣除村村通工程一、二期招标的机顶盒 1231.1 万套, 从我国农村潜在的市场规模衡量, 约有 1.7 亿户的农村家庭需要卫星机顶盒, 我们认为随着未来直播卫星的放开, 卫星机顶盒市场前景无限广阔, 而拥有规模、技术优势的行业领先企业将从中直接受益。

■ 银河电子: 机顶盒毛利率水平突出

虽然有线机顶盒的价格逐年下滑, 但是 2007 年-2009 年银河电子的综合毛利率分别为 23.54%、25.53% 和 27.35%, 2010 年虽然下滑到 22.36%, 但仍位于行业前列。2009 年公司高清有线机顶盒销量占比达到 12.12%, 同期创维、九洲高清有线机顶盒出货占比仅为 9.14% 和 1.21%, 行业平均水平为 6.9%, 中高端产品占比高是公司产品毛利率长期高出行业平均水平的主要原因。

■ 投资评级: 增持

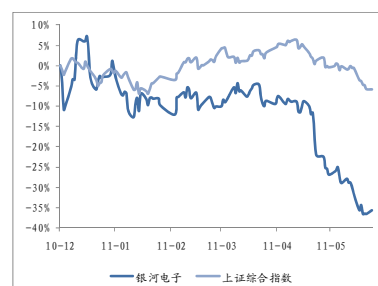
我们预计银河电子 2011 年、2012 年的每股收益分别为 0.70 元、0.94 元, 对应的动态市盈率分别为 32.6 倍、24.3 倍, 从机顶盒行业和公司自身的发展态势来看, 目前的估值水平较为合理, 若有线电视数字化进程加快、卫星电视推广按计划进行公司业绩将有可能超预期, 我们看好其未来的发展前景, 首次给予公司“增持”的投资评级。

风险提示: 卫星电视推广未按计划开展、三网融合步伐进一步减缓

评级: 增持

单季度业绩	元/股
2Q/2010	0.46
3Q/2010	0.30
4Q/2010	0.30
1Q/2011	0.25

最近一年公司股价走势图



公司简介

银河电子是国内领先的机顶盒生产企业之一, 产品市场占有率位于行业前列, 募投项目投产、产能释放后, 公司有望实现快速发展。





正文目录

一、机顶盒领军企业之一	3
二、机顶盒行业前景依然广阔	3
2.1 中国是全球机顶盒主要生产基地	4
2.2 有线机顶盒：随数字化平移快速增长	6
2.2.1 停播模拟电视信号加速数字化进程	6
2.2.2 随数字电视推广 我国有线机顶盒前景广阔	6
2.3 行业集中度下滑趋势有望稳定	9
2.4 有线机顶盒成本长期呈下降趋势	9
2.5 农村是卫星机顶盒的主要市场	11
三、银河电子：产品毛利率水平突出 出口市场空间更大	12
3.1 产品结构相对优良 上下游一体化保持产品盈利能力	12
3.2 出口市场亟待开拓	13
3.3 信息结构件产品是公司业务的有力补充	14
四、投资建议：增持	15

图表目录

图表 1：2010 年公司各类产品收入和毛利占比	3
图表 2：数字机顶盒分类	3
图表 3：机顶盒行业需求广阔	4
图表 4：全球各类机顶盒出货总量及我国制造机顶盒占全球比例	5
图表 5：2006-2009 年中国机顶盒内销量以及 2009 年各类机顶盒销量占比	5
图表 6：各国停止播出模拟电视信号最终时间	6
图表 7：我国有线电视用户数量、数字电视数量及其增长率	7
图表 8：有线数字电视用户敏感性分析	7
图表 9：不同情况下未来我国有线机顶盒年均销量和增速	8
图表 10：2009 年各个省市彩电百户拥有量及全国城镇家庭彩电普及率增长趋势	8
图表 11：2007 年-2010 年各个有线机顶盒品牌企业市场占有率	9
图表 12：银河电子、同洲电子各类零部件成本占比	10
图表 13：华强北电子价格指数	10
图表 14：我国村村通工程实现四个阶段	11
图表 15：农村家庭规模	12
图表 16：银河有线机顶盒单价和 2009 年各品牌高清机顶盒出货占比	13
图表 17：银河、同洲等机顶盒业务毛利率水平	13
图表 18：预计公司募投达产后内外销占比及银河、同洲、九州、兆驰出口收入占比	14
图表 19：2007 年-2010 年公司信息电子结构件业务收入、增速及毛利率	14
图表 20：2007 年-2009 年公司机箱收入及占结构件业务比例	15
图表 21：银河电子、同洲电子和四川九州估值对比分析	16
图表 22：盈利预测三大表	17

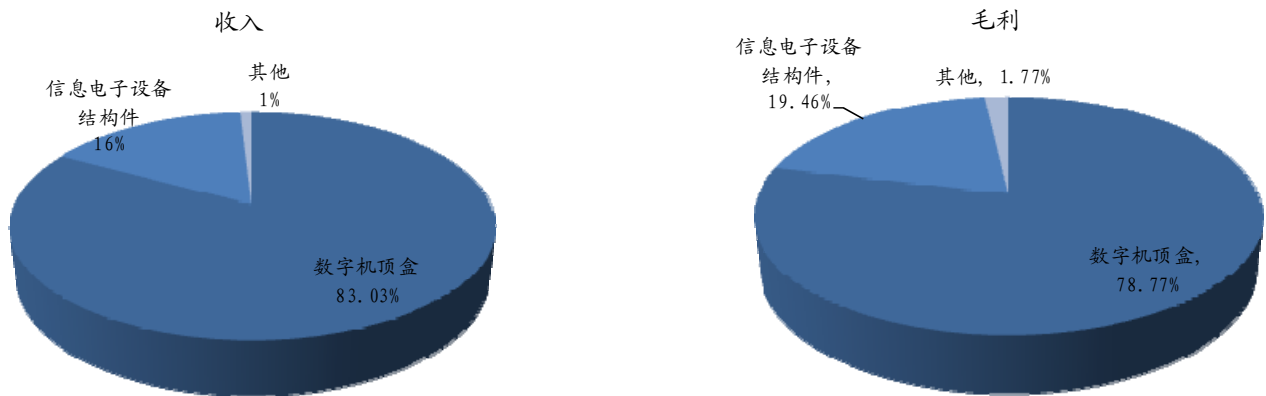




一、机顶盒领军企业之一

公司是国内数字机顶盒领军企业之一，2010 年银河有线数字机顶盒市场占有率 7.97%，行业排名第六，近几年来一直位于行业前列。数字机顶盒业务占公司 2010 年营业收入和毛利的 83.03%、78.8%，信息电子设备结构件占收入和毛利的 16%、19.46%。

图表 1：2010 年公司各类产品收入和毛利占比

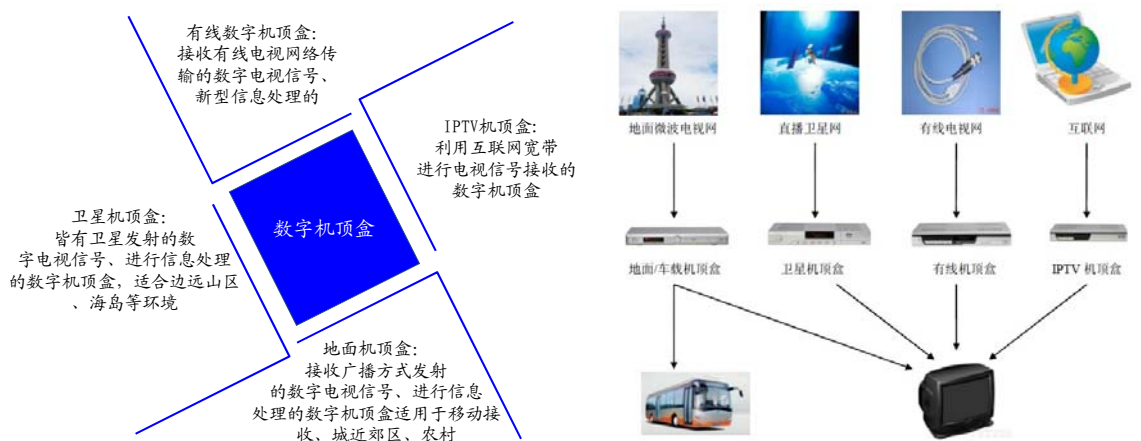


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

二、机顶盒行业前景依然广阔

数字机顶盒是指链接电视机与外部信号源、具有信息处理能力的电子产品，是数字电视接收终端的一种，与电视机共同组成数字电视接收系统，主要分为以下四类：有线数字机顶盒、卫星数字机顶盒、地面机顶盒和 IPTV 机顶盒。

图表 2：数字机顶盒分类



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

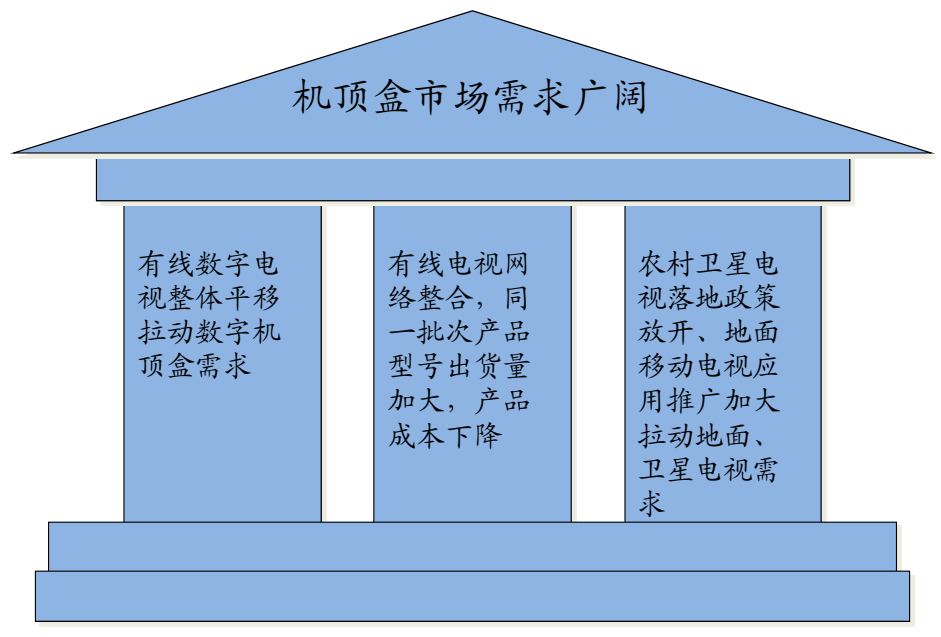
如果按照显示清晰度划分，数字机顶盒可分为标准清晰度（SD）和高清晰度（HD）机顶盒；按照传输模式划分，数字机顶盒可分为交互（双向）机顶盒和单向机顶盒，以上分类按照业务和功能划分为基本型-增强型-高级型-融合型等。





市场普遍认为，公司所处的机顶盒行业产品技术壁垒较低，竞争激烈，下游要面对国内相对割据的有线电视网络公司，长期增长空间有限。

图表 3：机顶盒行业需求广阔



资料来源：浙商证券研究所

我们认为机顶盒行业仍有较大的发展空间，不同点主要体现在以下三个方面：

- 随着我国有线电视网络的整合，省网整合后将提高企业投标资质，中小企业进入门槛提高，另外同一批次产品出货量提高，也有利于企业批量生产降低生产成本；
- 按工信部的计划到 2015 年我国将完成模拟信号向数字信号的整体平移，2010 年，我国共有 1.87 亿有线电视用户（随着城市化进程，每年保持在 7% 左右的增速），而数字电视用户仅 8829.6 万户，近几年来数字电视用户增速保持在 35% 以上，随着我国有线电视数字化过程的加速，未来有线机顶盒行业仍有较大的发展空间；
- 随着国家政策的放宽，卫星机顶盒在农村市场的应用将从灰色地带走出，1.71 亿的农村市场对机顶盒企业来讲将是更大的蛋糕。我国生产的地面机顶盒以出口为主，目前在上海、北京等一线城市应用广泛，二三线城市推广尚需时日。

2.1 中国是全球机顶盒主要生产基地

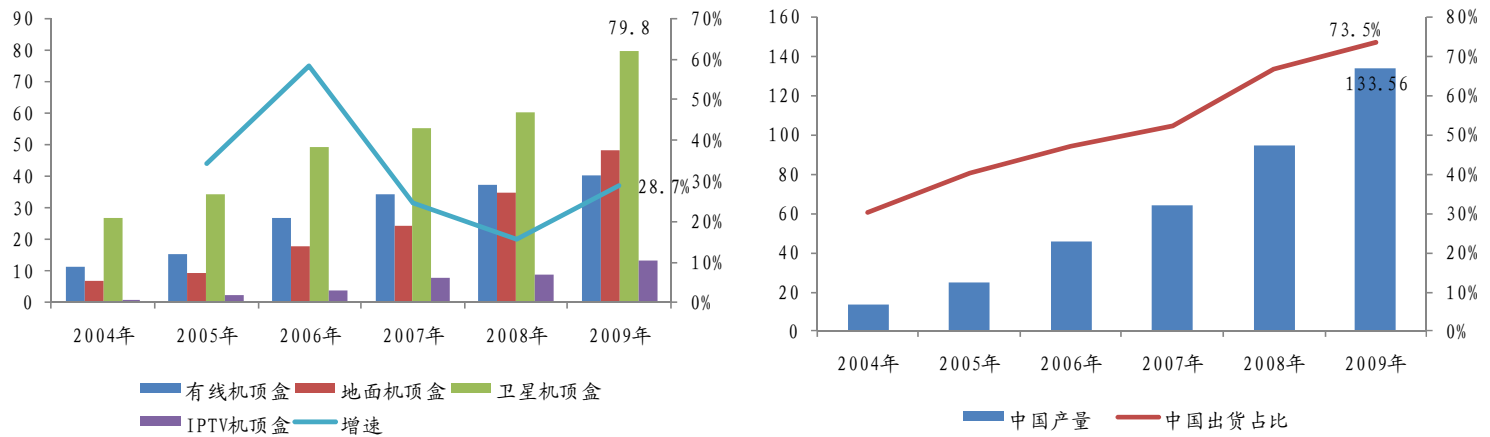
从 20 世纪 90 年代初至今，全球机顶盒行业已经走过接近 20 年的历程，机顶盒在全球数字化过程中扮演着相当重要的角色，2004 年全球机顶盒出货总量 4610 万台，2009 年出货量为 18,170 万台，5 年复合增长率达到 31.6%，2009 年比 2008 年销量同比增长 28.68%。在机顶盒行业中，卫星机顶盒一直是主力军，2009 年，有线、地面、卫星和 IPTV 机顶盒占总出货量的比例分别为 22.2%、26.5%、43.9% 和 7.4%。

随着海外机顶盒产能持续向我国转移，我国已发展成为全球机顶盒产业的制造基地，2009 年我国共销售机顶盒 13,356 万台，同比增长 41.5%，占全球机顶盒的总出货量达到 73.5%，而 2004 年我国所生产的机顶盒占比仅为 30.4%。





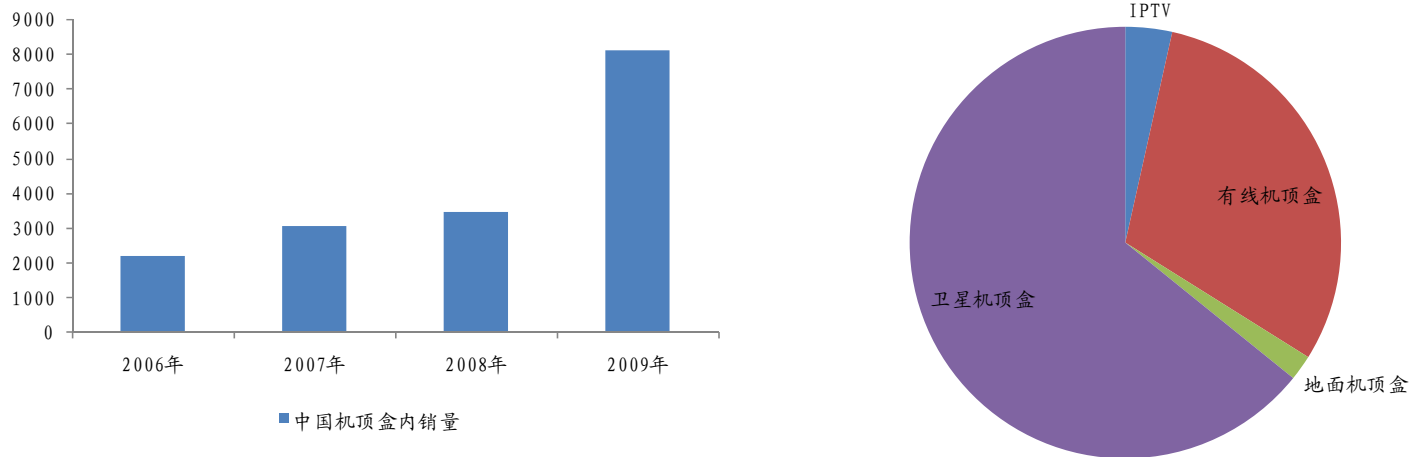
图表 4: 全球各类机顶盒出货总量及我国制造机顶盒占全球比例 (单位: 万台)



资料来源: 公司公告、互联网、浙商证券研究所

2009 年中国机顶盒内销量达到 8098 万台, 和 08 年相比增长 134%, 主要原因是村村通工程进入规模化推广阶段, 带动机顶盒行业发展, 09 年卫星机顶盒销量同比增长 281.9%, 达到 5198.9 万台, IPTV, 有线和地面机顶盒销量同比分别增长 134.4%, 33.4%和 17.2%。

图表 5: 2006-2009 年中国机顶盒内销量以及 2009 年各类机顶盒销量占比 (单位: 万台)



资料来源: 招股说明书、浙商证券研究所

2010 年我国有线机顶盒的总出货量为 3112.8 万台, 和 09 年相比增长 26.44%, 双向机顶盒已成主流产品, 占比超过 60%。2011 年 2 月, 创维宣布 2010 年销售机顶盒 1000 万台, 数字机顶盒销量占国内约 25%的市场份额, 按此推算, 2010 年国内机顶盒 (有线、卫星、地面和 IPTV) 销量应该在 4000 万台左右, 经过村村通工程一期、二期的推广后, 有线机顶盒依然占据国内市场的主流。





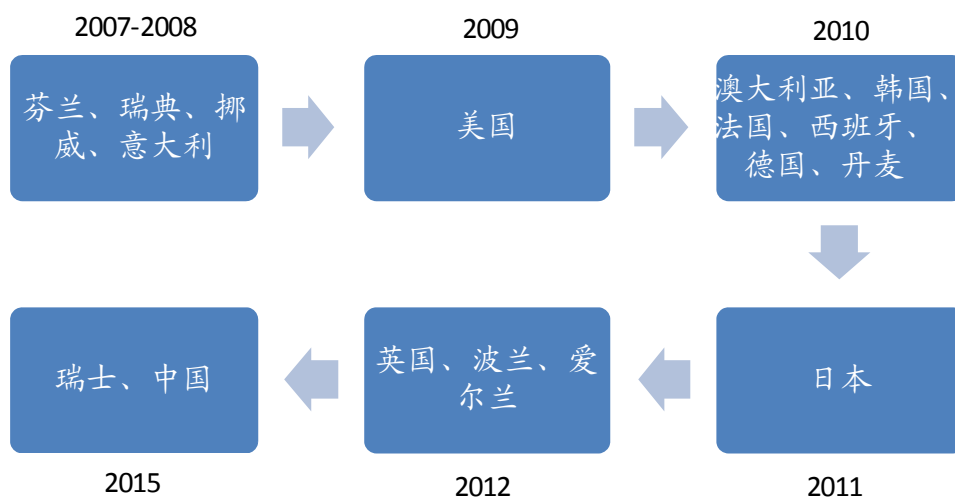
2.2 有线机顶盒：随数字化平移快速增长

2.2.1 停播模拟电视信号加速数字化进程

根据国家广电总局 2003 年发布的《我国有线电视向数字化过渡时间表》，2015 年，在我国西部地区县级城市基本完成向数字化过渡后，将停止播放模拟信号，完成广播电视数字化的改造。数字化已成为全球广播电视业的共同趋势，欧洲、北美及亚洲主要国家均制定了由模拟向数字转换的计划，并出台了最终停播模拟电视信号时间表。目前全球仅有美国和瑞典、芬兰等少数几个国家关闭了模拟电视信号，其他各个国家制定模拟信号关闭时间表不一，墨西哥启动时间为 2004 年，和中国接近，但是计划关闭时间为 2022 年，各国从启动数字电视到关闭模拟电视时间跨度大部分在 10 年左右，美国、法国模数完全转化推迟显示虽然全球广播电视数字化大势所趋，但是这一过程仍将十分漫长。

全球数字化的过程，必然伴随着有线机顶盒的需求的增长，而全球机顶盒产能向我国的转移将给机顶盒制造企业带来不断的订单需求，推动我国机顶盒出口需求的增长。

图表 6：各国停止播出模拟电视信号最终时间



资料来源：浙商证券研究所

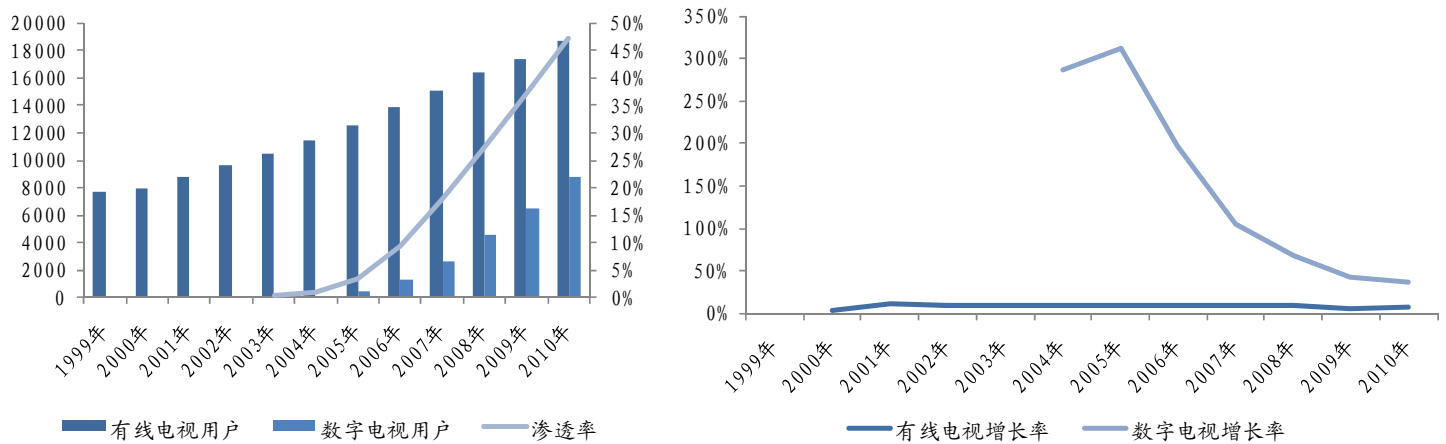
2.2.2 随数字电视推广 我国有线机顶盒前景广阔

截至 2010 年，我国共有有线电视用户 1.87 亿户，2000 年至今，我国有线电视用户年均增长率为 8.4%，2010 年数字电视用户为 8829.6 万户，同比增长 35.9%，有线电视数字化率为 47.14%。





图表 7: 我国有线电视用户数量、数字电视数量及其增长率 (单位: 万户)



资料来源: 国家广电总局、浙商证券研究所

在以下假设前提下对未来 4 年我国有线数字电视用户的数量进行测算:

一、2010 年我国的城镇化率达到 49.7%(按照国统计局计算), 和 09 年相比提高 3.1 个百分点, 我国的城镇化扩张支撑有线电视用户数量稳定增长, 我国有线电视用户能保持过去 10 年的平均增速水平 8.4%, 09 年、10 年增速有所下滑, 假设中性的情形下, 按 7% 的增速计算。

二、06 年至今有线电视数字化渗透率每年提升 10 个百分点左右, 2010 年 4 月, 全国有线数字化程度为 50.81%, 假设中性情形下, 未来 4 年我国有线数字电视渗透率年均增速 10 个百分点, 2015 年渗透率接近 97%, 但从国外经验来看都要延迟一至两年, 因此, 我们在年均增速 8.5 个百分点以下进行分析。

在以上两个假设前提下, 对我国 2015 年有线电视数字用户进行敏感性分析: 未来 4 年我国有线电视用户增速 7%、有线数字电视渗透率年提升 8.5 个百分点的中性条件下, 2015 年我国有线数字电视用户存量约 23,459 万户; 在有线电视用户增速 6.4%, 有线数字电视渗透率年提升 7.75 个百分点的情况下, 2015 年我国有线数字电视存量约 21,938 万户; 最乐观情形是有线电视用户增速 7.6%, 数字电视渗透率年提升 9.25 个百分点, 2015 年数字电视用户存量为 25229 万户。

图表 8: 有线数字电视用户敏感性分析

		有线电视用户增速						
渗透率 年均增 加百分 点		6.40%	6.60%	6.80%	7.00%	7.20%	7.40%	7.60%
	7.75%	21938	22145	22353	22564	22775	22988	23203
	8.00%	22257	22467	22679	22892	23107	23323	23541
	8.25%	22576	22789	23004	23220	23438	23658	23879
	8.50%	22896	23112	23329	23549	23770	23992	24216
	8.75%	23215	23434	23655	23877	24101	24327	24554
	9.00%	23534	23756	23980	24205	24432	24661	24892
	9.25%	23854	24079	24305	24534	24764	24996	25229

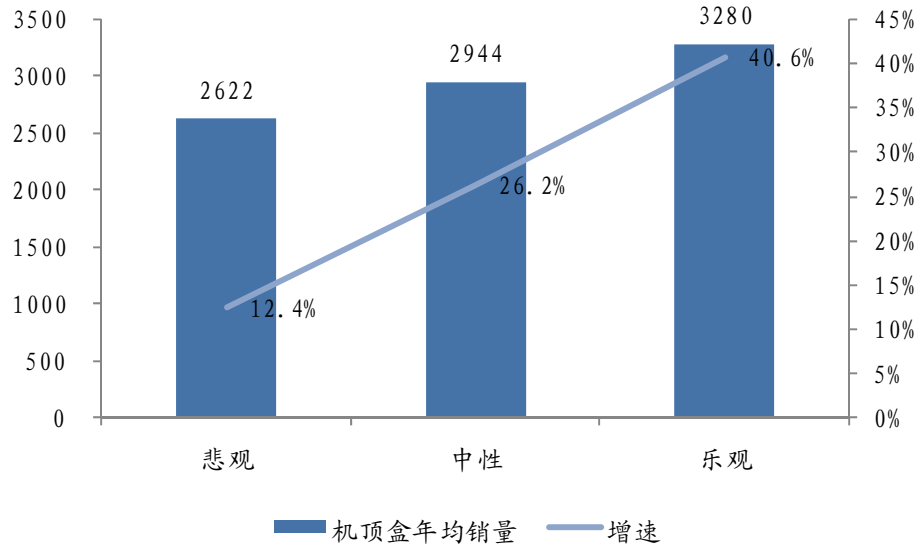
资料来源: 浙商证券研究所





2010 年底，我国共有 8829.6 万数字电视用户，若不考虑原有用户从标清向高清双向升级，在悲观、中性和乐观（2015 年渗透率分别达到 86%、90%、93.4%）三种情况下，未来 4 年我国国内共需有线机顶盒数量分别为 13108 万台、14719 万台、16400 万台，年均销量增速将分别达到 12.4%、26.2%和 40.6%。

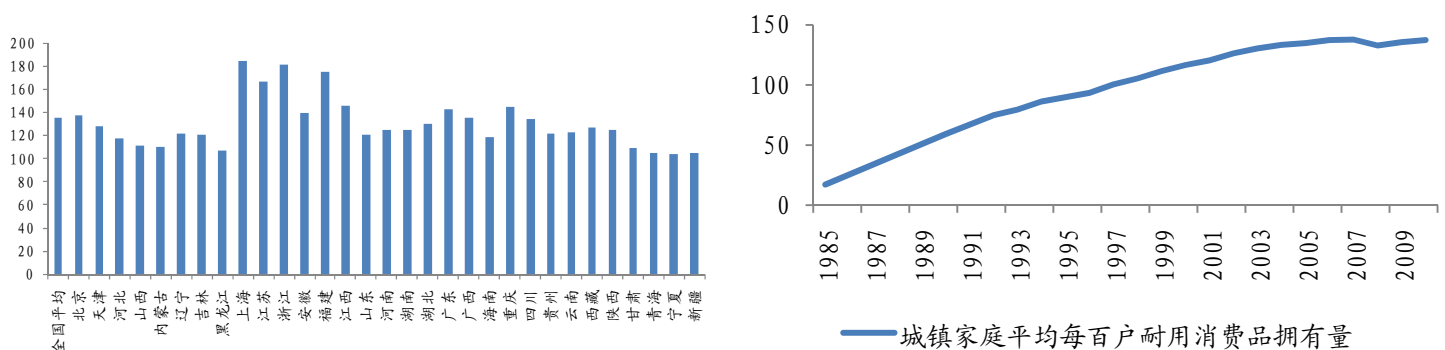
图表 9: 不同情况下未来我国有线机顶盒年均销量和增速



资料来源：浙商证券研究所

通过以上测算，我们尚未包括原有标清向高清以及双向转化过程中所新产生的机顶盒需求，但是这受到三网融合进度变化的影响，需求数量难以确定，另外随着发达地区每户家庭两台及两台以上彩电的拥有量越来越多（2010 年我国城镇家庭彩电百户拥有量为 137.43 台/百户，上海、江苏、浙江等地已经接近 200 台），未来其他城市彩电每户第二台彩电的普及率将进一步加快，从而带动城镇家庭第二端机顶盒的需求将提高。

图表 10: 2009 年各个省市彩电百户拥有量及全国城镇家庭彩电普及率增长趋势（单位：台/百户）



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

综上所述，由于国内数字化平移、三网融合带动的更新换代以及彩电普及率的增长等三大因素的拉动，我们估计未来 5 年我国有线机顶盒年均需求增速应该保持在 25%-30%左右的水平，数字化实现完全平移后，我国有线机顶盒内需的动力将主要来自更新换代和彩电普及率提升。

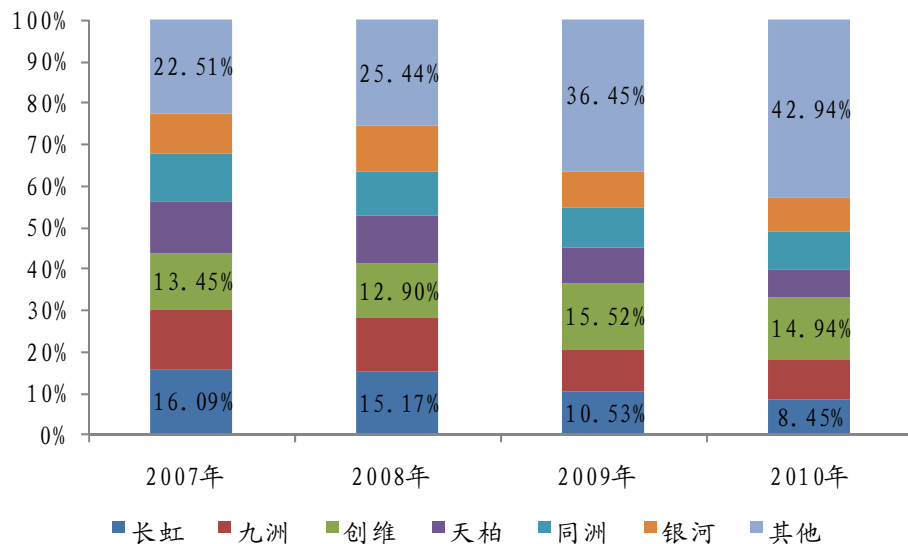




2.3 行业集中度下滑趋势有望稳定

创维、长虹、九洲、同洲、天柏以及银河等国内一线有线机顶盒企业产品市场占有率除创维一枝独秀外，其他品牌市场份额近几年均出现不同程度的下滑，CR6 从 2007 年的 77.49% 下降到 57.06%，其中以长虹更为明显，市场占有率分别从 16.09% 下降到 8.45%，其他品牌九洲和天柏下滑幅度也较为明显。

图表 11: 2007 年-2010 年各个有线机顶盒品牌企业市场占有率



资料来源：招股说明书、格兰研究、浙商证券研究所

我们认为机顶盒行业品牌集中度逐步下滑的主要原因是：

- 随着国内数字电视平移由发达地区向欠发达地区的推进，初次安装主要以标清基本型为主，产品门槛相对较低，企业压低竞标价格，中小企业市场份额扩大；
- 在地方招标过程中，存在地方保护主义，其他品牌难以进入当地，一部分银河、同洲等企业变相通过当地企业投标进入有线电视市场，因此，占有率下降和统计数据相对不完善有关。

另一方面我们也可以看到，领军企业在高清机顶盒方面的优势明显，如 2010 年 6 月 8 日，同洲电子公布重大合同公告，公司和歌华有线签订数字电视高清交互机顶盒采购项目，合同金额达到 3.72 亿元，占同洲电子 2010 年营业收入的 16.2%。随着三网融合的推进，龙头企业的竞争优势将会显现，我国机顶盒行业集中度经过 4 年的下滑后，未来几年集中度下滑步伐有望放缓。

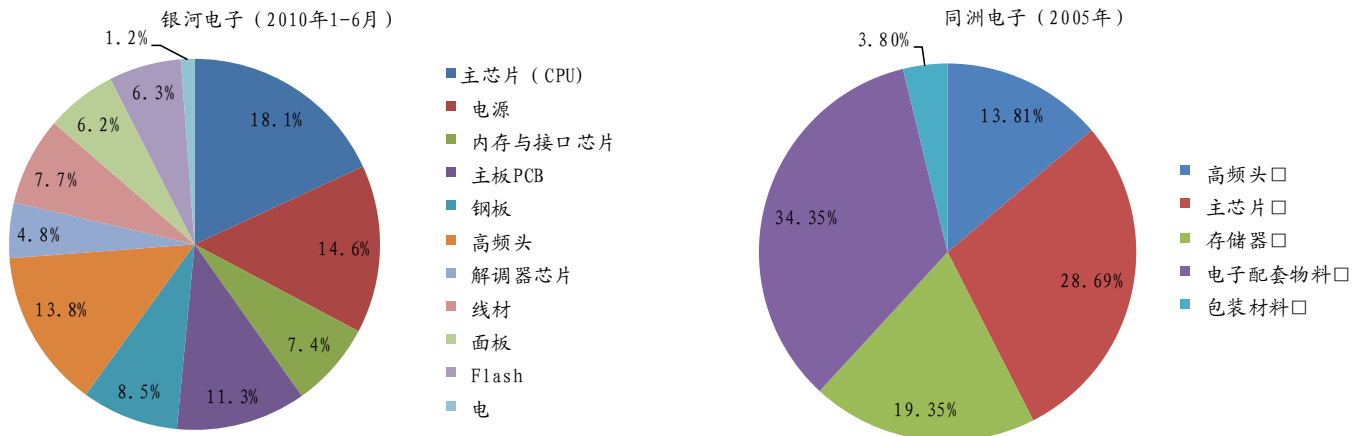
2.4 有线机顶盒成本长期呈下降趋势

机顶盒上游零配件相对较为分散，主要零部件包括主芯片、内存、高频头等，根据银河电子披露的招股说明书，主芯片、高频头、内存与接口芯片以及主板 PCB 四类产品分别占公司 2010 年 1-6 月有线机顶盒生产成本的 18.1%、13.8%、7.4% 和 11.3%，高频头、主芯片和存储器分别占同洲电子 2005 年有线机顶盒成本的 13.81%、28.69%、19.35%（电子配套材料包含电源、线材、面板等）。





图表 12: 银河电子、同洲电子各类零部件成本占比

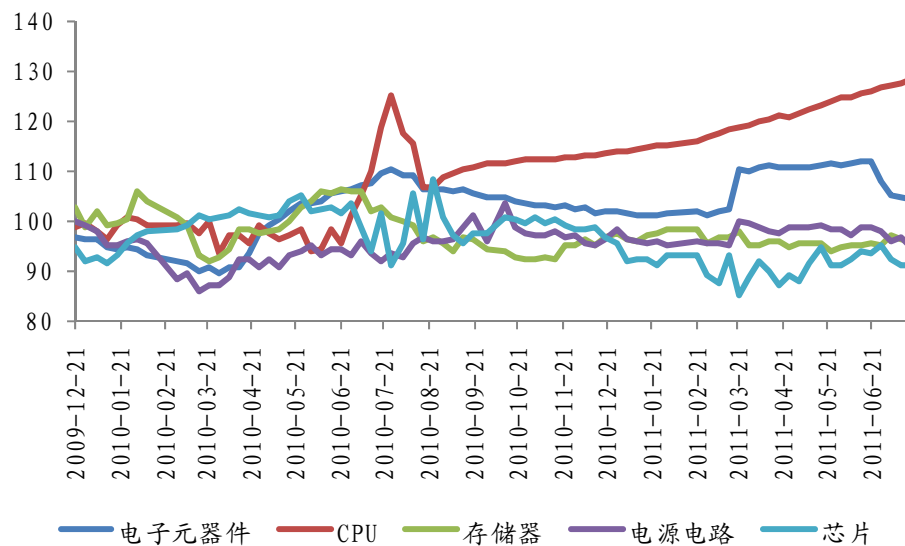


资料来源: 招股说明书、浙商证券研究所

根据华强北电子价格指数, 2011年7月18日电子元器件指数达到104.59(去年同期=100), 电子元器件价格和去年同期相比上涨4.59%, 分类指数中CPU价格同比上涨28.18%, 存储器、电源电路和芯片价格同比分别下降3.98%、5.09%、8.64%。

华强北价格指数统计的CPU价格为电脑用CPU, 和机顶盒使用的CPU(SOC型)差别较大, 根据我们了解的情况, 上半年机顶盒用的CPU价格小幅下滑。从长期的角度看, 信息技术的进步以及产品规模化的应用, 电子产品价格不断下降, 虽然华强北电子价格指数近一年多来不断上涨, 但是存储器、电源电路以及芯片价格在持续下降过程中, 随着电子新技术的开发应用、集成度的不断提高, 机顶盒零部件成本长期应呈现下降的趋势。

图表 13: 华强北电子价格指数 (上年同期=100)



资料来源: wind、浙商证券研究所

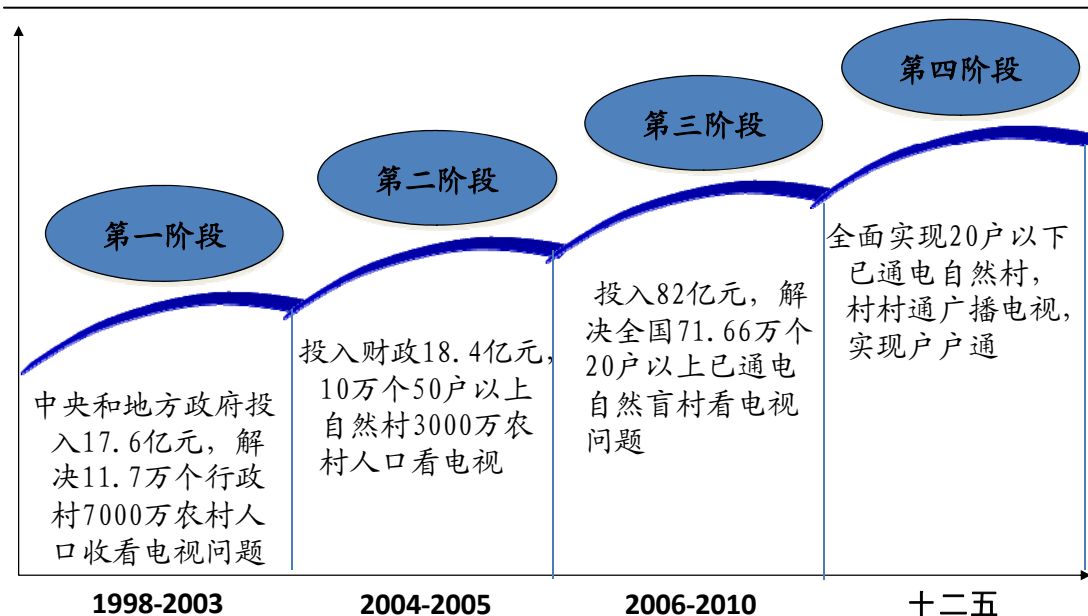




2.5 农村是卫星机顶盒的主要市场

1998 年国务院决定启动广播电视村村通工程，我国卫星机顶盒市场是伴随着村村通工程的不断推进而发展起来的，主要分为四个阶段：第一阶段，1998 年-2003 年，中央和地方政府投入 17.6 亿元，解决 7000 万农村人口看电视问题；第二阶段，2004 年-2005 年投入 18.4 亿元，解决 3000 万农村人口看电视问题；第三阶段，2006 年-2010 年解决全国 71.66 万个 20 户以下已通电自然盲村看电视问题，第四阶段，十二五期间全面实现 20 户以下已通电自然村村户户实现通广播电视。

图表 14：我国村村通工程实现四个阶段



资料来源：浙商证券研究所

2008 年 6 月 9 日，“中星 9 号”广播电视直播卫星升空，替代“鑫诺 2 号”卫星，解决中国广播电视的覆盖问题，“中星九号”的发射标志着我国 20 户以上已通电自然村广播电视村村通工程进入实质性阶段，同年，国家发改委和广电总局发布了《关于扎实做好“十一五”广播电视村村通工程建设有关工作的通知》对直播卫星村村通工作进行规划。

2008 年，国内卫星机顶盒的销量仅为 1361.4 万台，2009 年达到 5198.9 万台，同比增长 281.9%。卫星机顶盒阳光市场，村村通卫星机顶盒实行专营销售、专控生产，国家广电总局进行统一招标，2008 年 12 月一期招标仅 366 万套，2009 年 10 月二期招标也仅为 865.1 万套，09 年卫星机顶盒市场之所以大规模爆发，主要与地下市场山寨机的泛滥有关，由于一期招标实施过程，中星 9 号接收机解码大量外流，山寨机形成从生产、批发、零售一条链，据估计达到 4000 万台左右，2009 年底，国家广电总局颁布《关于对第一批直播卫星村村通机顶盒进行软件升级工作的通知》，2010 年初，对中星 9 号进行升级后，有力打击山寨机的厂商。

除已经实现村村通的农村家庭，目前能够收看到的电视节目以微波传输为主，节目仅有中央一套、地方电视台和本省卫视，节目源贫乏。由于卫星广播低成本、覆盖范围广，电视是丰富农村居民文化生活的有效手段，2010 年以来，直播卫星商业化运营已被提上日程，未来直播卫星惠及所有农村用户是大势所趋。

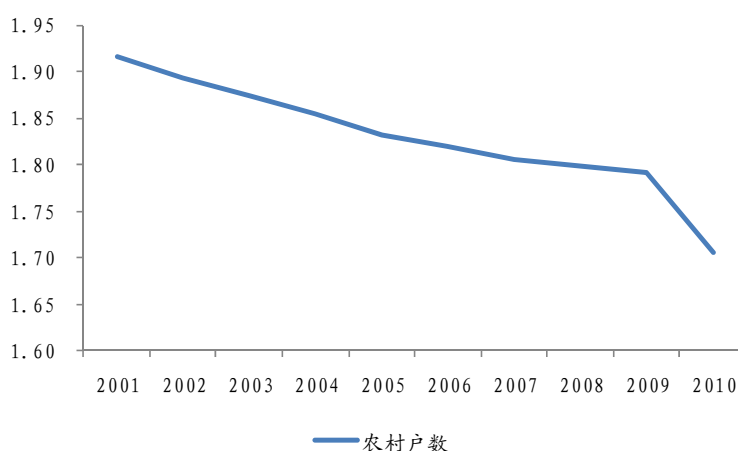




今年4月，中星9号确定公共服务体系，广电总局6月22日决定7月20日在宁夏3个县试运行中星9号卫星电视节目，投入1万套设备，按照计划，10月1日起开始发售中星9号接收机，计划年底销售1000万台，2012年计划销售5000万台，将解决中西部2亿人的收看电视难的问题，因此，2011年、2012年将是我国卫星机顶盒行业进一步爆发的时期。

2010年第六次人口普查数据显示，现阶段我国大陆总人口达到13.39亿，其中乡村人口为6.74亿，根据每户农村家庭户均人数测算，2010年底，我国农村家庭户数约1.71亿户。如果未来我国农村卫星直播实现全面商用，排除村村通工程一、二期招标的机顶盒1231.1万套（二期招标中银河占比3.87%），从我国农村潜在的市场规模衡量，我国约有1.7亿户的农村家庭需要卫星机顶盒，我们认为随着未来直播卫星的放开，卫星机顶盒市场前景无限广阔，而拥有规模、技术优势的行业领先企业将从中直接受益。

图表 15：农村家庭规模（单位：亿户）



资料来源：国家统计局、CEIC、浙商证券研究所

2009年我国制造的地面机顶盒总出货量达到3650万台，出口机顶盒销量约占总出货量的95.75%，相对有线机顶盒，地面机顶盒国内出货很小。在我国地面机顶盒应用最多的是移动运营，但是目前我国除北京、上海等少数大城市以及长途大巴对地面机顶盒存在少数需求外，移动电视在二三线城市的推广尚不顺畅，预计短期内地面机顶盒在国内出货量难有较大幅度的提高。

三、银河电子：产品毛利率水平突出 出口市场空间更大

3.1 产品结构相对优良 上下游一体化保持产品盈利能力

一方面由于规模化生产，成本不断下降，另一方面市场竞争激烈，机顶盒产品单价也在不断下滑：2007年、2008年、2009年和2010年上半年银河有线机顶盒的单价分别为292.21元、267.01元、245元和225.89元，呈现出逐年下滑的局面。

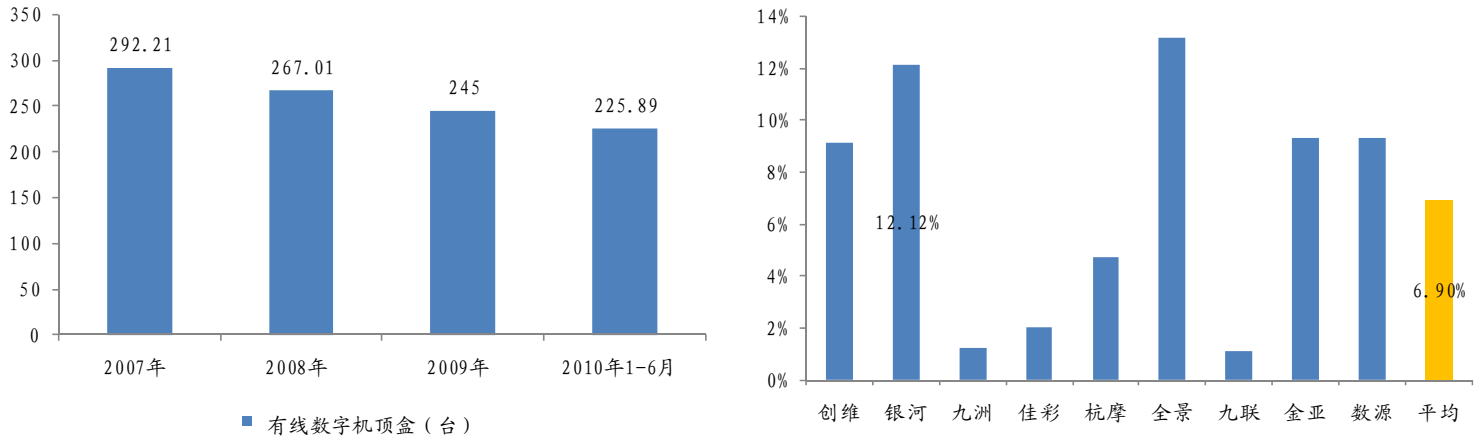
虽然有线机顶盒的价格持续下滑，但是2007年-2009年银河电子的综合毛利率分别为23.54%、25.53%和27.35%，通过产品技术升级和成本控制，公司产品毛利率稳步上升。2009年公司高清有线机顶盒销量占总销量比例达到12.12%，同期创维、九洲高清有线机顶盒出货占比仅为9.14%和1.21%，行





业平均水平为 6.9%，中高端产品占比较高，是公司产品毛利长期高出行业平均水平的主要原因。另一方面，机顶盒外壳由公司自主生产，同时还具备数字调谐器的设计和批量生产能力，相对较为完整的产业链为降低生产成本，保持较高的盈利能力提供了基础。

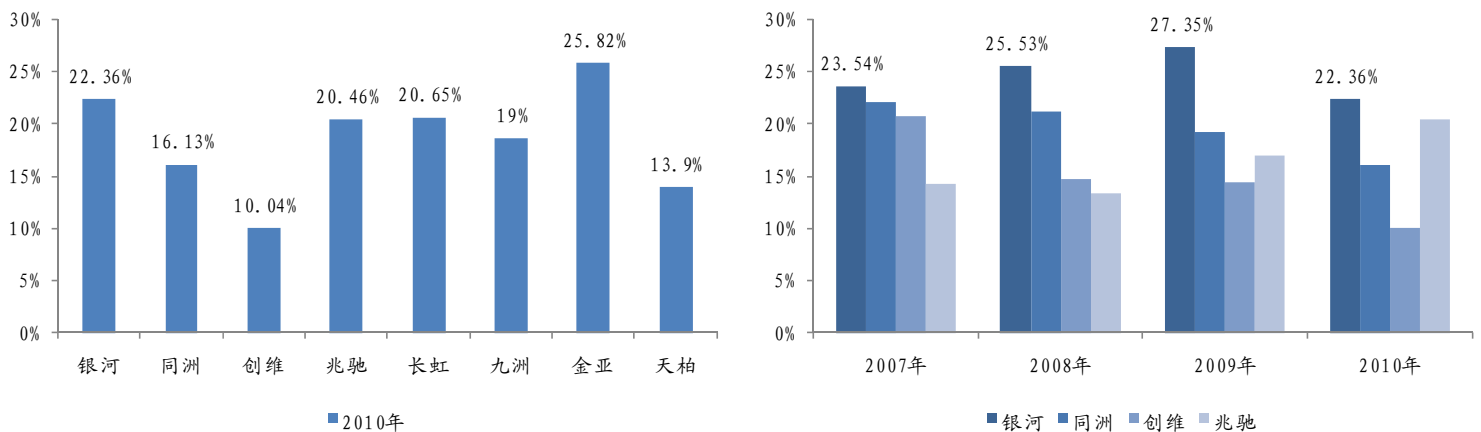
图表 16：银河有线机顶盒单价和 2009 年各品牌高清机顶盒出货占比（元/台）



资料来源：招股说明书、浙商证券研究所

从 2010 年的情况来看，在创维、同洲、长虹、九洲和银河等我国 8 家机顶盒龙头企业中（A 股或者香港 H 股市场上市），由于长虹、创维等机顶盒业务占总收入比例较少，因此，只能以数字机顶盒的毛利率来衡量其盈利能力，2010 年，银河机顶盒的毛利率水平为 22.36%，在 8 家公司中仅次于金亚，仍保持相对较高的盈利能力。

图表 17：银河、同洲等机顶盒业务毛利率水平



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.2 出口市场亟待开拓

我国一直是全球机顶盒制造基地之一，从 04 年以来，我国制造的机顶盒占全球出货量比例不断提升，04 年该比例为 30.4%，09 年已经达到创纪录的 73.5%。我国海外销售机顶盒以卫星机顶盒和地面机顶盒为主，08 年、09 年我国机顶盒出口占比为 63.4%、39.4%，卫星机顶盒主要销往美国、印度、德国等，而地面机顶盒主要出口到欧洲、南美洲和中东地区。

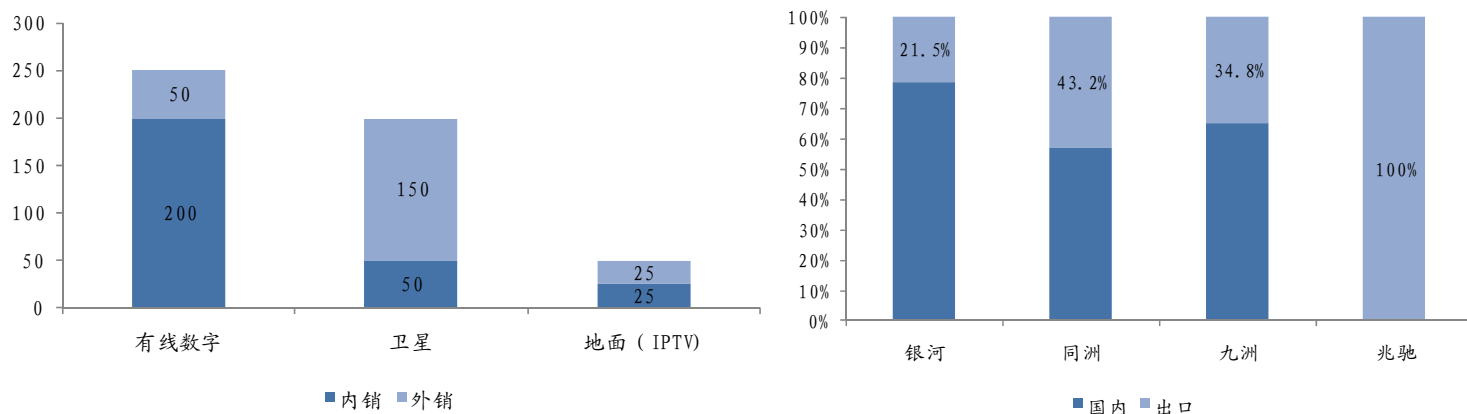




2010 年银河电子、同洲电子和四川九洲的出口收入占比分别为 21.5%、43.2%、34.8%，而兆驰股份机顶盒基本全部用于出口，不管从收入还是销量来看，银河机顶盒的出口占比和行业相比处于低位。同洲电子出口业务的毛利率为 18.92%，兆驰机顶盒业务的毛利率为 20.46%，虽然相对于内销来讲，机顶盒外销毛利率稍低，但是相应的销售费用率也偏低，因此，机顶盒出口业务的净利润水平和内销应该基本相当。

09 年、10 年公司的产能逐渐紧张，10 年上半年公司的产能利用率达到 114%，而公司的募投项目达产后，11 年和 12 年数字机顶盒的产能将达到 400 万套和 500 万套，完全达产后，新增的 250 万套机顶盒中，卫星机顶盒、有线数字机顶盒和地面数字机顶盒将分别有 150 套、50 万套和 25 万套用于出口。目前公司募投项目在有条不紊地开展，预计将顺利达产，产能释放后，将加大除澳大利亚以外的海外市场开拓，尤其将重点开拓印度、中东等地经销商，海外市场将是公司未来重要的盈利增长点之一。

图表 18：预计公司募投达产后内外销占比及银河、同洲、九洲、兆驰出口收入占比

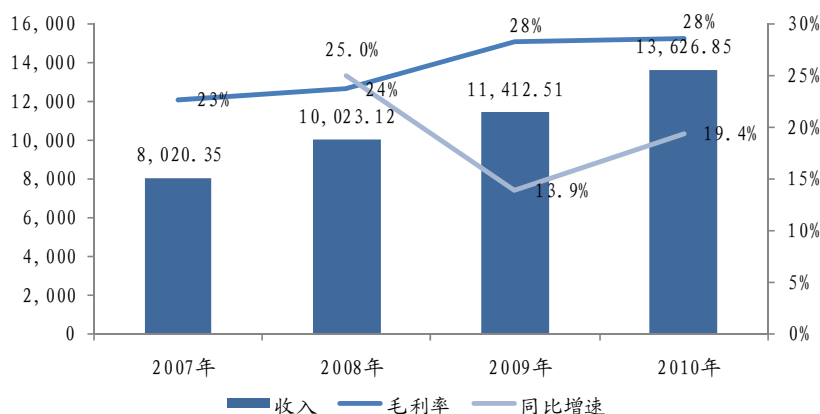


资料来源：公司公告、浙商证券研究所

3.3 信息结构件产品是公司业务的有力补充

2010 年，公司信息电子结构件业务收入 1.36 亿，占总收入的 15.9%，近三年的复合增长率达到 19.33%，结构件毛利率达到 28.49%的历史最高水平。

图表 19：2007 年-2010 年公司信息电子结构件业务收入、增速及毛利率（单位：万元）



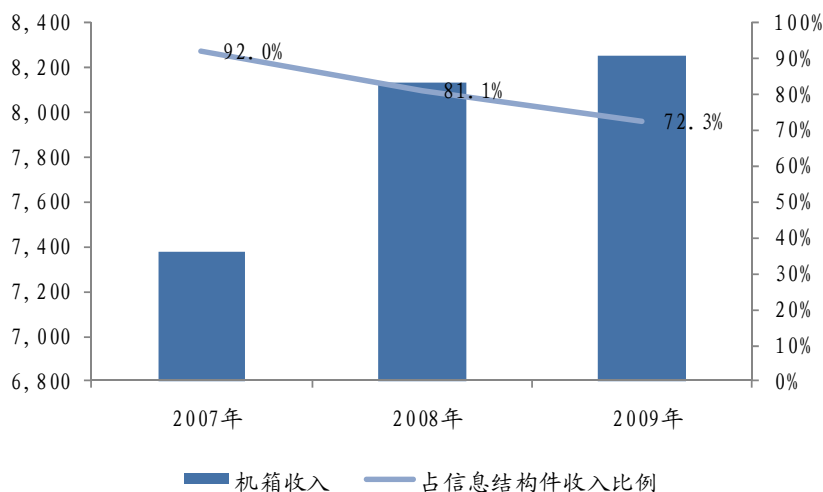
资料来源：公司公告、浙商证券研究所





信息电子设备结构件业务以台式电脑机箱、监控设备结构件和数字机顶盒外壳为主，机顶盒外壳全部为机顶盒产品配套，电脑机箱、监控设备机箱对外销售，其中电脑机箱是公司该项业务的主要收入来源之一，但由于公司加大对其他结构件产品如 ATM 机外壳等的生产和销售，机箱占公司 2007 年-2009 年信息结构件业务收入的比例分别为 92%、81%、72%，结构件业务对电脑机箱单一产品的依赖程度逐年下降。

图表 20: 2007 年-2009 年公司机箱收入及占结构件业务比例（单位：万元）



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

信息结构件产品广泛应用于机箱、通信设备及各种自助终端，2009 年我国信息电子设备结构件市场容量 150 亿元，募投项目达产后，预计公司信息电子设备结构件产能将达到 175 万套/年的产能，和 10 年相比提高 65 万套，产能大幅提高后，借助于常年积累的品牌和规模优势，结构件业务将进一步快速发展，成为机顶盒业务的有力补充。

四、投资建议：增持

作为国内领先的机顶盒生产企业之一，我们主要从以下三点看好公司未来的发展：

- 伴随着我国有线电视数字化的发展以及农村卫星电视管制的逐渐放松，我们看好公司作为机顶盒行业龙头之一，产能大幅扩张后，将借助上市的东风，快速开拓市场，公司未来发展速度有望将超越行业平均水平；
- 作为专业化的机顶盒企业，在和有线网络公司的合作过程中，公司积累了较为明显技术、规模优势，尤其是在有线电视数字化合作过程中赢得了良好的口碑，为公司进入其他地区开拓业务提供了基础；
- 公司不但重视规模的扩张，更加重视产品结构的改善，高清、双向机顶盒出货占比相对其他企业更高，同时机顶盒外壳等零部件由自身提供，提高成本控制能力，从而使公司产品能保持较高的毛利率水平。





目前 A 股中和银河电子业务基本相同的仅有同洲电子，另外兆驰股份、四川九洲、香港上市天地数码（机顶盒业务收入仅占总收入的 20% 并已售）和公司业务也存在一定的类似性，由于创维、长虹机顶盒业务收入占其相应总收入比例较小，因此，仅以同洲电子、四川九洲和公司进行动态估值对比。我们预计银河电子 2011 年、2012 年的每股收益分别为 0.70 元、0.94 元，对应的动态市盈率分别为 32.6 倍、24.3 倍，近期公司股价有所反弹，动态市盈率上升到相对合理的位置，由于市场上同类公司较少，且出现过年度亏损和微利，因此，用历史市盈率平均水平来衡量公司目前的估值较为不合理，但是从机顶盒行业和公司自身的发展态势来看，目前的估值水平较为合理，若有线电视数字化进程加快、卫星电视推广按计划进行公司业绩更有可能超预期，我们看好其未来的发展前景，首次给予公司“增持”的投资评级。

风险提示：卫星电视推广未按计划开展、三网融合步伐进一步减缓

图表 21：银河电子、同洲电子和四川九洲估值对比分析

代码	公司简称	总股本	当前	总市值	市净率	EPS			市盈率		
		(亿股)	股价	(亿元)		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
002519	银河电子	1.41	20.7	29.15	1.44	0.5200	0.7	0.94	43.96	32.66	24.32
002052	同洲电子	3.41	10.34	35.31	3.20	-0.3470	0.36	0.4827	-	28.72	21.42
000801	四川九洲	3.80	12.2	46.36	3.10	0.2478	0.265	0.345	49.23	46.04	35.36
平均					2.58				46.60	35.81	27.03

资料来源：公司公告、wind、浙商证券研究所

附注：股价按 7 月 20 日收盘价计算





图表 22: 盈利预测三大表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1144.83	1139.32	1400.50	1761.32	营业收入	856.95	1090.90	1491.27	1938.65
现金	641.91	460.35	513.93	630.36	营业成本	653.66	823.30	1120.18	1448.24
应收账款	305.32	465.17	557.99	757.00	营业税金及附加	2.16	5.23	6.26	7.44
其它应收款	6.54	10.90	13.72	17.00	营业费用	64.36	77.19	112.01	142.80
预付账款	8.03	12.03	17.14	19.96	管理费用	48.14	67.64	82.02	104.69
存货	146.55	182.23	241.07	307.75	财务费用	4.63	5.01	14.50	30.41
其他	36.48	8.65	56.65	29.26	资产减值损失	3.77	1.67	6.84	6.80
非流动资产	205.66	201.33	266.97	334.28	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	167.79	153.92	201.20	249.54	营业利润	80.23	110.87	149.46	198.27
无形资产	31.84	42.09	58.92	76.22	营业外收入	6.16	5.75	6.09	6.00
其他	6.03	5.32	6.85	8.52	营业外支出	1.06	0.64	0.68	0.80
资产总计	1350.49	1340.66	1667.47	2095.60	利润总额	85.33	115.98	154.87	203.48
流动负债	352.32	315.22	545.02	859.45	所得税	11.50	17.55	22.77	29.38
短期借款	60.00	44.00	43.00	373.54	净利润	73.82	98.42	132.10	174.10
应付账款	186.09	224.55	297.36	388.25	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	106.23	46.67	204.66	97.66	归属母公司净利润	73.82	98.42	132.10	174.10
非流动负债	4.22	3.47	3.59	3.76	EBITDA	68.25	116.76	163.36	226.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.52	0.70	0.94	1.24
其他	4.22	3.47	3.59	3.76					
负债合计	356.54	318.69	548.61	863.21	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
归属母公司股东权益	993.95	1021.97	1118.86	1232.39	成长能力				
负债和股东权益	1350.49	1340.66	1667.47	2095.60	营业收入增长率	43.21%	27.30%	36.70%	30.00%
					营业利润增长率	11.73%	38.20%	34.81%	32.66%
					归属于母公司净利润增长率	12.26%	33.32%	34.22%	31.79%
现金流量表					获利能力				
					毛利率	23.72%	24.53%	24.88%	25.30%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	净利率	8.61%	9.02%	8.86%	8.98%
经营活动现金流	21.78	-77.63	191.17	-27.72	ROE	7.43%	9.63%	11.81%	14.13%
净利润	73.82	98.42	132.10	174.10	ROIC	5.60%	8.07%	10.41%	10.55%
折旧摊销	0.00	15.41	21.57	28.37	偿债能力				
财务费用	4.63	5.01	14.50	30.41	资产负债率	26.40%	23.77%	32.90%	41.19%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	6.04%	4.31%	3.84%	30.31%
营运资金变动	-55.90	-197.15	23.20	-260.50	流动比率	3.25	3.61	2.57	2.05
其它	-0.77	0.68	-0.20	-0.10	速动比率	2.83	3.04	2.13	1.69
投资活动现金流	-26.08	-11.77	-87.01	-95.58	营运能力				
资本支出	24.94	-2.89	65.32	67.04	总资产周转率	0.88	0.81	0.99	1.03
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	3.10	2.83	2.92	2.95
其他	-1.14	-14.66	-21.69	-28.54	应付账款周转率	4.37	4.01	4.29	4.22
筹资活动现金流	591.39	-92.16	-50.59	-84.81	每股指标 (元)				
短期借款	35.00	-16.00	-1.00	6.00	每股收益 (最新摊薄)	0.52	0.70	0.94	1.24
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产 (最新摊薄)	7.06	7.26	7.95	8.75
其他	556.39	-76.16	-49.59	-90.81					
现金净增加额	587.08	-181.56	53.58	-208.11					

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621) 64718888

传真：(8621) 64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

