

方正证券研究所证券研究报告

高级研究员：盛劲松

SAC 执业证书编号：S1220511010001

联系人：徐力

TEL: 010-68584874

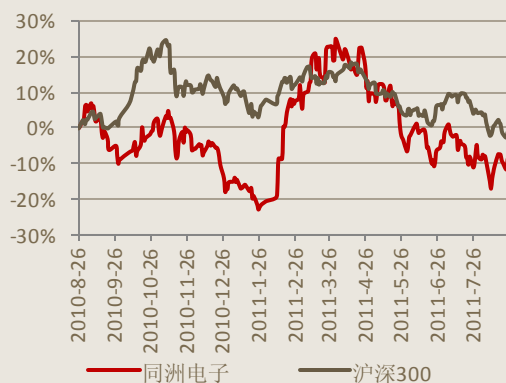
E-mail: xuli@foundersec.com

联系人：王聪

TEL: 010-68584869

E-mail: wangcong@foundersec.com

公司相对沪深 300 指数表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	2300.95	2565.09	4413.18	5602.31
(+/-)	15.64%	11.48%	72.05%	26.95%
净利润	-118.39	122.52	290.66	419.95
(+/-)	-346.63%	-203.50%	137.23%	44.48%
EPS (元)	-0.35	0.36	0.85	1.23
P/E	-30.37	29.35	12.37	8.56

相关研究

关于公司的平台战略以及商业模式，敬请关注我们的后续报告

请务必阅读最后特别声明与免责条款

厚积薄发，拐点初现，一体机助力公司高速发展

同洲电子（002052）

公司深度报告

2011.08.26 买入

通信行业

※本报告有别于市场的观点

高安全边际。公司高清机顶盒市场份额超 20%，高毛利率确保盈利能力提升；中间件平台已形成 3 种盈利模式，2011 年开始贡献收益。公司 2011 年业绩将步入反转阶段。**一体机成功是大概率事件。**在电视机向智能化升级阶段，公司作为新进入者采取风险可控、资源共享、合作共赢的方式，成功是大概率事件；1% 的市场份额即可使公司倍增成长。

※广电行业快速发展，公司全程全面受益

截至 2011 年 3 月底，我国有线电视数字化率和双向网络覆盖率、渗透率分别达 49.99%、28.30% 和 5.87%，数字化和双向化为广电行业发展提供了物理基础；省网整合、广电改制解除了广电发展的约束因素，广电行业将迎来用户规模和 ARPU 值双双提升的成长阶段。公司产品按成熟、增长、种子产业梯度布局，全程全面受益于广电行业的快速发展。

※管理层战略眼光长远，握有平台优势占据行业制高点

公司管理层年富力强，分别为战略管理、市场推广、技术研发等方面专家，互补、前瞻和高效的管理团队是公司快速发展的保障。公司数字电视整体解决方案被近 20 个省市公司采用，覆盖用户达 6000 万，绝对领先的平台占有率使公司占据了广电视讯行业发展的制高点。

※短期：高端产品收入提升，锁定投资安全边际

公司产品结构持续优化：高清机顶盒市场份额超过 20%，位居行业第二，2011 年全年销量有望达到 160 万台；高份额、高毛利率将使其成为公司近期业绩反转的主要推动因素之一。此外，公司平台系统已形成系统销售、软件授权和合作分成等 3 种盈利模式，从 2011 年起已开始形成规模收入。此两块业务使公司业绩拐点初现，锁定投资安全边际。

※中期：一体机落实公司战略，打开倍增式成长空间

据赛迪顾问预测，智能电视从 2011 年开始进入高速成长期，未来 3 年将保持 95.5% 的复合增速。电视机处于向智能电视升级阶段有利于市场新入者；且公司一体机采取代工模式风险可控，在渠道、内容和服务方面采取资源共享、合作共赢的模式，2012 年实现 1% 的市场份额是大概率事件。一体机有望开启公司倍增式成长序幕。

※长期：增值业务运营合作，未来价值不可限量

随着有线电视网络双向化逐步推广，有线电视增值业务将进入加速增长阶段。公司已和多个有线电视运营商签订了增值业务合作协议，主要采取公司免费提供并承建数字电视解决方案，增值业务运营商和公司分成的模式。公司的增值业务运营分成具有合作省市多、期限长、分成比例高的特点，随着增值业务的发展，未来价值不可限量。

※给予公司“买入”评级，目标价 17.0-21.3 元。采取谨慎的估值原则，预计 2011-2013 年归属母公司的净利润分别为 1.23、2.91 和 4.20 亿元，EPS 分别为 0.36、0.85 和 1.23 元，对应 PE 为 29.4、12.4 和 8.6。以 2012 年 20-25 倍 PE 计算，目标价 17.0-21.3 元；首次给予公司“买入”的投资评级。

※风险提示。一体机推广不顺风险；广电行业整合、转型缓慢风险。

正文目录

1. 广电行业快速发展，公司全程全面受益.....	4
1.1 樊篱已解，广电进入发展快车道.....	4
1.2 渠道垄断优势+互联网基础模式：有线电视价值凸显.....	5
1.3 全程全面，公司尽享行业高景气.....	5
2. 管理层战略眼光长远，握有平台优势占据行业制高点.....	6
2.1 年富力强，管理层均为方面专家.....	6
2.2 战略前瞻，先行一步引领行业发展.....	7
2.3 巨额投入，科研实力业内鹤立鸡群.....	7
2.4 平台优势，占据行业发展的制高点.....	8
2.4.1 有线数字电视中间件——有线电视业务的操作系统.....	8
2.4.2 公司在中间件领域具备绝对领先优势.....	9
2.4.3 平台优势使公司抢占行业发展制高点.....	9
3. 高端产品收入提升，锁定投资安全边际.....	10
3.1 需求启动+省网整合+竞争实力，高清机顶盒提升盈利.....	10
3.2 平台开始实现收入，更大价值更在后头.....	11
3.3 2011 年将成为公司业绩转折点.....	11
4. 一体机落实公司战略，打开倍增成长空间.....	12
4.1 智能电视是大势所趋，进入加速成长阶段.....	12
4.1.1 一体机优势及模式简介.....	12
4.1.2 智能电视进入快速成长阶段.....	13
4.2 一体机是公司向有屏战略、B2B+B2C 转型的落地产品.....	13
4.3 同洲一体机商业模式，倍增式成长不是梦.....	14
4.3.1 电视机高端产品市场品牌相对均衡，有利新入者.....	14
4.3.2 风险可控、资源共享、合作共赢的同洲模式.....	15
4.3.3 同洲的 4P 营销模式：风险可控、资源共享、合作共赢.....	15
4.3.4 一体机业绩敏感性分析：倍增式增长不是梦！.....	16
5. 盈利预测与估值.....	16
5.1 基于谨慎原则的盈利预测与估值.....	16
5.2 谨慎、中性、乐观以及不包含一体机业务的盈利预测一览.....	17

图表目录

图表 1 制约有线数字电视增值业务发展的因素	4
图表 2 广电总局对于有线数字网络的发展规划	4
图表 3 有线数字电视发展增值业务的优点	5
图表 4 有线电视行业价值凸现	5
图表 5 公司短中长期的产品/业务布局	6
图表 6 公司产品/业务布局全程全面受益于行业高景气发展	6
图表 7 管理层年富力强，均为方面专家	6
图表 8 公司战略布局抢前半步，引领行业发展	7
图表 9 科研上的大力投入为公司持续、创新发展提供了有力支撑	8
图表 10 中间件是有线电视业务的操作系统	8
图表 11 平台优势使公司占据行业发展制高点	9
图表 12 驱动行业及公司高清机顶盒快速发展的因素	10
图表 13 公司在高清机顶盒领域优势更为凸显	10
图表 14 平台系统已经形成清晰的盈利模式	11
图表 15 已运营的典型数字电视增值业务	11
图表 16 公司主营毛利率呈反转上升趋势	12
图表 17 数字电视一体机模式及特点	12
图表 18 智能电视步入加速成长阶段	13
图表 19 一体机是公司战略的落地产品	14
图表 20 我国电视机高端产品市场品牌影响力相对均衡	14
图表 21 风险可控、资源共享、合作共赢的同洲一体机商业模式	15
图表 22 同洲电子一体机的 4P 营销模式	15
图表 23 一体机业绩敏感性分析	16
图表 24 公司产品销售收入预测	16
图表 25 谨慎、中性、乐观以及不包含一体机业务的盈利预测	17
附表：财务报表预测及估值（单位：百万元；模型更新时间：2011-08-26）	18

1. 广电行业快速发展，公司全程全面受益

1.1 樊篱已解，广电进入发展快车道

自 1996 年我国正式开展有线电视网络以来，由于管理体制、软硬件基础设施落后及产业链发展单薄等因素的限制，导致 10 多年来我国有线电视业务除在用户规模上保持增长外，在业务领域几乎没有任何升级换代和拓展。

图表 1 制约有线数字电视增值业务发展的因素

制约因素	具体原因	改进情况
管理体制因素	政企不分：各地广电局集有线电视业务管理和运营于一体，政企不分带来经营效率和效益的低下	通过省网整合来改进
	地域分割：中央、省、地、县四级办台四级建网导致我国有线电视呈现地域分割的现状	通过省网整合来改进
	内容分割：传播内容主要限于音视频内容	通过业务融合来改进
软硬件基础因素	硬件网络不具备：有线电视网络并非双向网络；并且地域分割导致难以开展全国范围内的增值服务	通过数字化、双向化改造来改进
	软件平台不具备：BOSS 系统、业务运营平台建设不完善	随着各省有线数字电视推进已逐步改进
产业链单薄	广电有线电视网络升级换代缓慢，数字化、双向化未进行，导致设备商、CP/SP 等产业链相关环节实力单薄	数字化、双向化的改造

资料来源：方正证券研究所

2009 年 8 月，广电总局发布了《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》（以下简称《意见》），《意见》从有线网络整合、运营单位转企改制、数字化整体转换和网络双向化改造等方面给出了指导意见、推进措施及目标。

图表 2 广电总局对于有线数字网络的发展规划

领域	措施/目标
网络整合	坚持行政推动、市场运作、存量保值、增量分成，加快有线网络整合步伐；确保 2010 年底前各省基本完成整合；鼓励和支持有实力的省级有线网络公司跨省联合重组。
转企改制	按照中央关于深化文化体制改革的精神，推动有线网络从事业体制转制为企业；培育实力雄厚、影响力大、核心竞争力强的大型有线网络运营企业。
数字化、双向化	到 2015 年，所有县级以上城市要基本完成有线电视数字化；2011 年底，大中城市城区平均双向用户覆盖率要达到 95%以上，其它城市平均双向用户覆盖率达到 50%以上；2012 年底，全国城市有线网络平均双向用户覆盖率要力争达到 80%以上。

资料来源：广电总局 方正证券研究所

因此，在束缚有线电视网络发展的约束条件逐步解除后，我国有线电视用户规模增长和用户 ARPU 值提升将双轮驱动行业快速发展。据格兰研究的数据统计，截至 2011 年 3 月底，我国有线电视用户为 18730 万户，其中数字电视用户和高清数字电视用户分别为 9363.5 万户、392.9 万户，数字化率和高清化率分别达到 49.99%、2.10%；同期，我国有线双向网络覆盖用户超过 5300 万户，渗透用户超过 1100

万户，覆盖率和渗透率分别达到 28.30% 和 5.87%。

随着数字化和双向化的推进，用户 ARPU 值的提升主要是通过增值业务的发展来实现。有线电视网络作为掌控 TV 屏的主导力量，在开展基于 TV 屏的增值业务时，具备渠道、用户、屏幕和内容等四方面优势。将注定有线数字电视增值业务有着光明前景。

图表 3 有线数字电视发展增值业务的优点

优势	原因
渠道优势	有线数字网络对于 TV 屏具有绝对领先的渠道优势：截至 2010 年底，我国有线数字电视用户 8800 万户，而 IPTV 用户仅为 800 万户，不及有线数字电视用户规模的 10%
用户优势	用户规模庞大：截至 2011 年 4 月份，我国有线数字电视用户达到 9516.8 万户，覆盖用户达到 2.95 亿人；且受众中女性居多，具备强大的消费支配能力
屏幕优势	TV 屏具备面积大、内容高清的特点，是家庭休闲娱乐的最主要方式。在高清视频点播、休闲体感游戏等增值业务，TV 屏具备 PC 和手机所没有的优势
内容优势	有线电视运营商和广电有着天然的血缘关系，在内容获取/合作上有先天优势

资料来源：格兰研究 方正证券研究所

1.2 渠道垄断优势+互联网基础模式：有线电视价值凸显

在三网融合之下，通信网、互联网和广电网在网络基础、产品业务和商业模式上均将趋同融合。有线电视网络由于具备政策保护以及高占有率的覆盖，在针对电视屏的内容传输分发上具备垄断优势；同时，双向化网改之后 IP 化的网络基础又为其开展互联网的应用奠定了基础。因此，**渠道垄断优势+互联网商业模式将使有线电视网络价值凸显。**

图表 4 有线电视行业价值凸现

制约因素	具体原因	改进情况
渠道垄断优势	政策保护	互联网领域视频：禁止互联网站视频向电视屏传播； 通信网领域视频：IPTV 的内容播控权由广电主导。
	高覆盖率	截至 2010 年底，有线电视用户达 1.87 亿户，全国整体覆盖率达到 46.83%；而同期 IPTV 用户才 800 万户，仅为有线用户的 4.27%。
互联网商业模式	网络基础	数字化、双向化改造之后，广电的网络 IP 化已具备开展。
	产品/业务	以视讯业务为主；和家庭相关的娱乐、生活、金融等。
	产业链	广电系统设备商、运营商、服务提供商的产业生态已经成型，具备行业大发展的要素。

资料来源：方正证券研究所

1.3 全程全面，公司尽享行业高景气

广电有线网络的投资建设及业务发展的顺序将分为“数字化——双向化——宽带化”3 个阶段，而公司的产品按成熟产业（以机顶盒为代表）、增长产业（以数字电视一体机为代表）、种子产业（增值业务及相关配件）梯度布局，全程受益于广电行业的成长周期，并且在每个周期，都是最主要的收益主体之一。

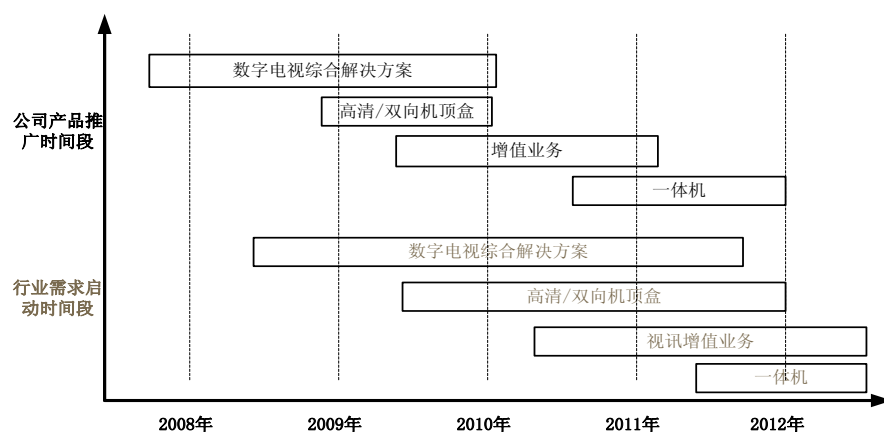
孙莉莉	副总经理 董事 会秘书	2006/8/12	1963 年生，中国籍，硕士。1989 年至 1994 年任最高人民法院法官；1994 年至 2006 年任深圳市地方税务局公务员；2006 年 8 月至今任深圳市同洲电子股份有限公司副总经理；2006 年 9 月至今任深圳市同洲电子股份有限公司董事。
马昕	副总经理	2010/7/29	1972 年生，中国籍，硕士，工程师、中级经济师。1997 年到 2005 年历任天威视讯股份有限公司系统工程师，任茁壮网络股份有限公司副总经理，深圳思创科技发展有限公司总经理；2006 年到 2010 年任同洲视讯传媒有限公司总经理。
廖洪涛	副总经理	2007/1/5	1963 年生，法国籍，博士。1995 年至 2006 年历任法国 CANAL+ 数字电视软件研发工作工程师，北京中视联联合软件有限公司执行总裁，上海高清数字技术创新中心首席软件科学家，上海高清蓝信软件技术有限公司总经理、技术总监，上海蓝信软件技术有限公司技术总监；2001 年至今任国家信息产业部数字电视中间件标准组组长；2007 年 1 月至今任同洲电子股份有限公司副总经理。
孙功宪	副总经理	2011/4/27	1973 年生，中国籍，硕士，工程师。历任深圳市泰科通信设备工程公司工程师，中兴通讯股份有限公司主管，深圳市迪科信息技术有限责任公司经理，现任深圳市同洲电子股份有限公司总裁助理，东莞市泰斗微电子科技有限公司副总经理。
赵泽民	财务总监	2010/3/12	1977 年生，中国籍，本科，中国注册会计师。2002 年至 2006 年历任中国华录集团会计，深圳三星科健移动通信技术有限公司税务主任；2006 年 11 月至今历任深圳市同洲电子股份有限公司财务部总账会计、财务部副总经理。

资料来源：公司公告 方正证券研究所

2.2 战略前瞻，先行一步引领行业发展

管理层对于广电行业的发展有着准确的预判，对于公司的战略有着清晰的定位，主要产品/业务均是提前半步布局，引领行业发展。

图表 8 公司战略布局抢先半步，引领行业发展

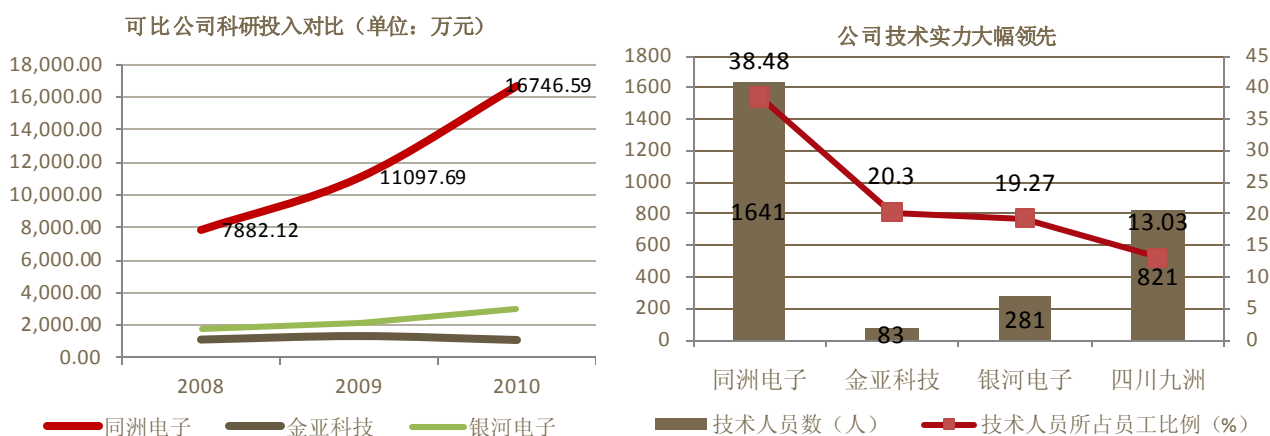


资料来源：方正证券研究所

2.3 巨额投入，科研实力业内鹤立鸡群

近年来，公司坚定贯彻和落实转型措施，在研发上持续高投入，2010 年公司研发投入达到 1.67 亿元，占销售收入的比重达到 7.28%；同时，公司技术人员达到 1641 人，占员工比重达到 38.48%，远远超出同业对于技术研发的投入。

图表 9 科研上的大力投入为公司持续、创新发展提供了有力支撑



资料来源：上市公司年报 方正证券研究所

从 2009 年开始有线电视运营商进入了数字化、双向化的启动，公司抓住历史机遇期，在研发上的持续大力投入，目前公司拥有专利 298 项，其中发明专利 174 项，公司占有数字电视中间件 80% 左右的核心专利。虽然研发投入短期内造成费用的上升，造成了公司 2010 年的亏损；但也因此奠定公司产品/服务的技术优势和先发优势的基础，为公司的战略转型以及下一阶段的发展奠定了基础。

2.4 平台优势，占据行业发展的制高点

2.4.1 有线数字电视中间件——有线电视业务的操作系统

图表 10 中间件是有线电视业务的操作系统



资料来源：《NGB 中间件需求白皮书》方正证券研究所

中间件：有线电视系统中处于底层硬件平台和上层各种应用之间的操作系统，向上为各种应用提供统一的接口，向下屏蔽软硬件平台的差异，使得业务的运行和展现不受限于软硬件平台，为业务的横向融合、全向融合提供技术支撑，并可实现广电业务的跨屏迁移、三屏合一。

2.4.2 公司在中间件领域具备绝对领先优势

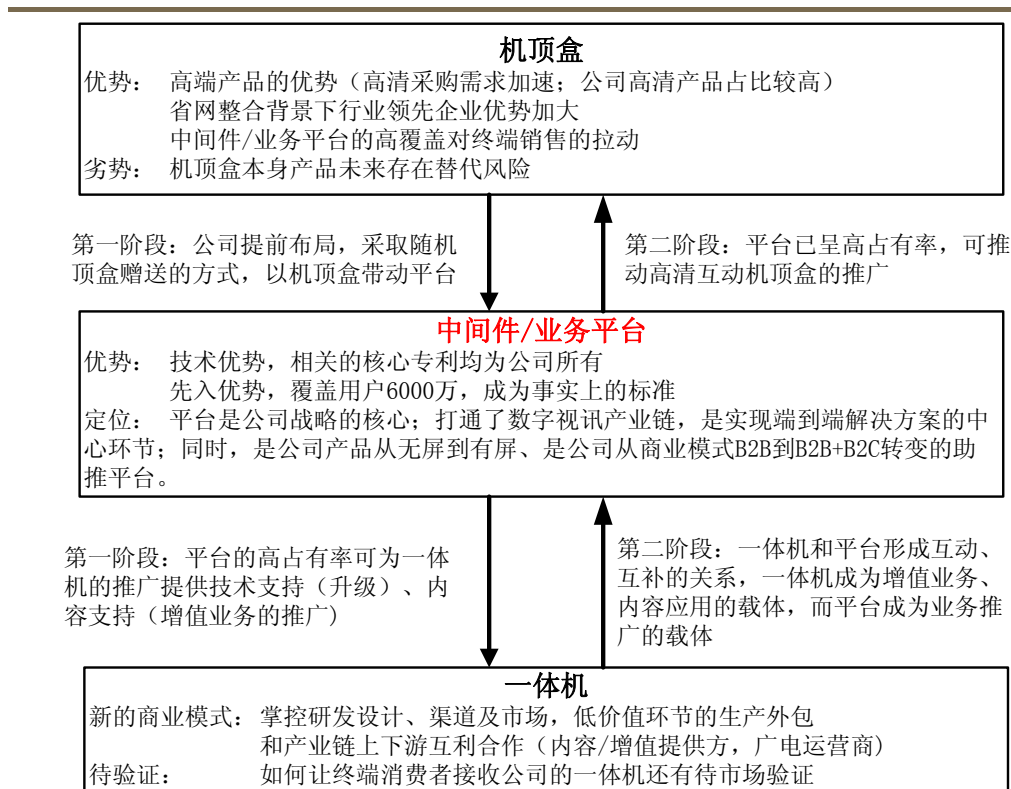
自 2009 年开始，公司中间件凭借技术优势以及积极的市场推广模式，在全国省市有线电视运营商中得到快速推广。据统计，截至 2011 年 6 月底，公司中间件系统已被近 20 家省市有线电视运营商（包括江苏、吉林、广西、天津和深圳等省市）采用，覆盖终端用户达 6000 万，取得了绝对领先的市场优势。据统计，截至 2010 年底，新增终端中间件市场前五强依次为：同洲、茁壮、佳创、3H 和全景。

2.4.3 平台优势使公司抢占行业发展制高点

在有线电视业务上占据的平台优势，打通了公司视讯产业端到端产业布局，并具备了向内容、增值业务拓展的基础，使公司占据了行业发展的制高点。

就现阶段而言，公司平台可发挥“一推一拉”的效果：“拉”是指可以拉动机顶盒终端在平台所覆盖区域的销售；“推”是指通过内容/特色增值服务推动新产品（一体机/增值业务）的推广。

图表 11 平台优势使公司占据行业发展制高点



资料来源：方正证券研究所

3. 高端产品收入提升，锁定投资安全边际

3.1 需求启动+省网整合+竞争实力，高清机顶盒提升盈利

目前，普通机顶盒由于行业竞争加剧因而产品毛利率一直处于下降趋势。但在高清机顶盒领域，公司受行业需求启动、省网整合和竞争实力强等因素影响，公司优势较普通机顶盒更为明显。

图表 12 驱动行业及公司高清机顶盒快速发展的因素

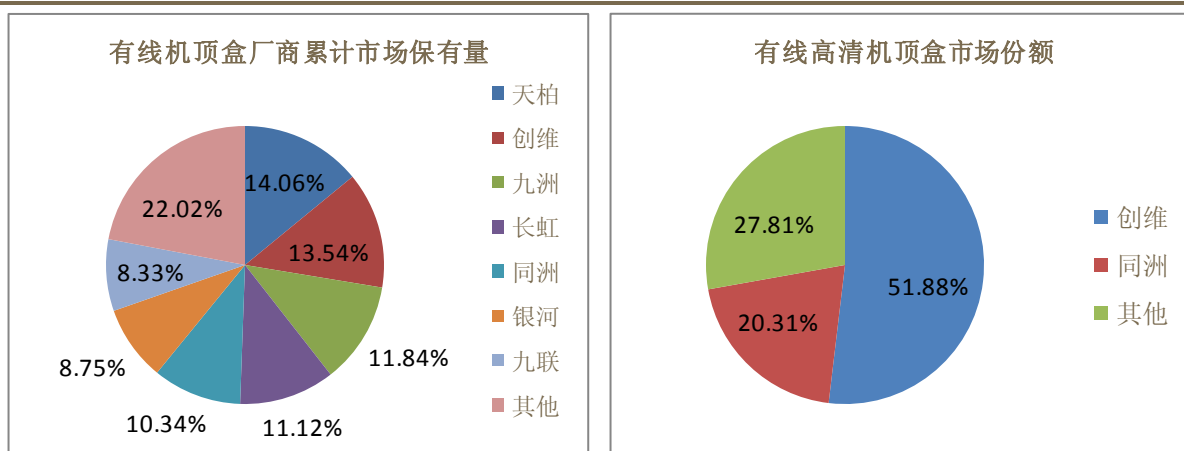
驱动因素	驱动原因	相关数据
需求启动	各地数字化改造增量部分倾向于采用高清机顶盒；高清数字机顶盒渗透率仅 2.10%	截至 2011 年 4 月底，我国有线电视用户、数字电视用户和高清数字电视用户数分别为 18730、9516.8 和 392.9 万户，高清渗透率尚不到 2.10%。据格兰研究预测，2011 年我国有线高清机顶盒出货量将有望达到 690 万台。
省网整合	省网整合之后，机顶盒采购主体资本实力增强；且数字化、双向化之后，高清机顶盒有利于增值业务推广	截至 2011 年 6 月底，至少已有 19 个省市完成省网整合。 省网整合完成之后，省网公司成为机顶盒采购主体，更有利于行业领先企业份额的提升。
竞争实力	技术优势；客户资源优势；平台优势	公司前期在研发上的巨额投入，确保了公司高清机顶盒的技术、性能优势； 公司中间件平台覆盖 20 个省市广电运营商（其中 14 个为省市公司），省网公司成为采购主体，更有利于公司客户资源优势、平台优势的发挥。

资料来源：格兰研究 方正证券研究所

据格兰研究的数据统计，截至 2010 年 3 季度，公司有线机顶盒高清机顶盒市场保有量份额为 10.34%，位居行业第五。但公司 2010 年高清机顶盒的市场份额为 20.31%，位居行业第二。

预计公司 2011 年高清机顶盒出货量增速可望超过行业增速，市场份额有望进一步提升，全年出货量可望达到 160 万台。

图表 13 公司在高清机顶盒领域优势更为凸显



资料来源：格兰研究 方正证券研究所 统计截止时间为 2010.9.31

3.2 平台开始实现收入，更大价值更在后头

2008-2010 年间，公司为推进战略转型，对于数字电视平台系统采取了积极的市场推广策略：通过机顶盒捆绑免费销售，以跑马圈地抢占地盘。目前，公司的中间件已被 20 个省市广电运营商（其中 14 个为省市公司）采用，覆盖用户达到 6000 万，平台优势尽显。

目前，公司的平台系统开始进入了回报阶段，已经初步形成如下 3 种收入模式。

图表 14 平台系统已经形成清晰的盈利模式

收入模式	具体方式	条件/驱动
软件销售	销售/承建数字电视整体解决方案，广电运营商一次性付费	1、省网整合后，广电运营商实力增强；数字化、双向化之后，增值业务的发展需要迫切，两方面的因素增加了运营商资本开支增加的能力和意愿； 2、公司产品的高占有率，平台系统性能稳定、技术领先，公司可以采用收费的销售策略。
授权收入	第三方终端厂商，产品进入公司平台所覆盖省市的授权费用	1、公司平台系统覆盖范围广； 2、议价能力的增强。
合作分成	免费为运营商承建平台系统或者运营业务，增值业务收入分成	1、运营商采用合作方式可解决资金紧张问题； 2、多方参与有利于产业发展。

资料来源：方正证券研究所

由于前期研发投入已经完成，因此公司在平台系统上的收入将直接提升公司业绩。此外，除直接形成收入，公司平台系统更大的价值在于对产品向有屏转型、商业模式向 B2B+B2C 过渡的推动作用，以及转型成功之后平台效应的发挥。

图表 15 已运营的典型数字电视增值业务

产品	功能说明
VOD 点播	点播内容丰富，更新及时
时移回看	7*24 小时电视回看
甩信	与移动，广电进行的多屏互动业务
TV 互联网	内容丰富、时效新鲜的视频门户
体感游戏	家庭游戏中心
电视社区	电视节目为话题的社区论坛
互动投票	横跨三网四屏的实时互动投票中心
电视搜索	电视上的搜索引擎
电视购物	与电视、电影内容紧密关联的购物平台

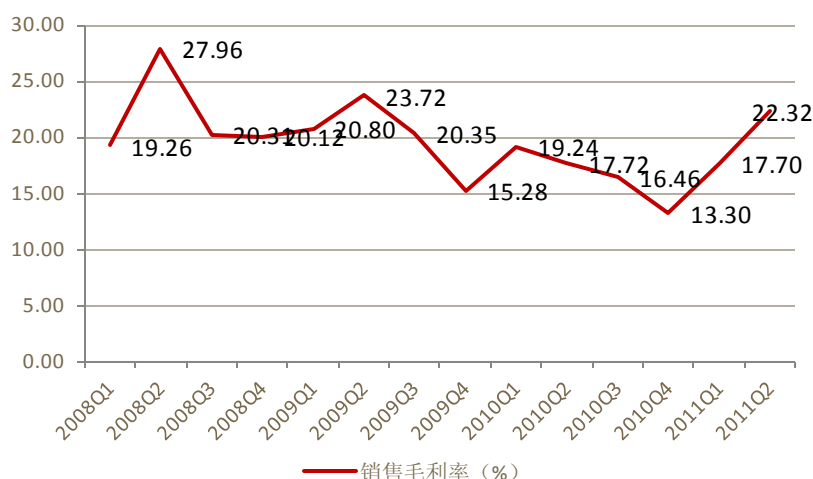
资料来源：公开资料 方正证券研究所

3.3 2011 年将成为公司业绩转折点

公司 2010 年亏损主要是因为战略转型需要，大力投入研发储备新产品，并实施中间件等免费占领市场的策略。而进入 2011 年之后，

随着公司在高清机顶盒领域产品份额的提升，以及前端系统和中间件收费策略的实施，公司业绩拐点向上趋势明显。图表 16 所示，公司 2010Q4、2011Q1 和 2011Q2 的销售毛利率分别为 13.30%、17.70%和 22.32%，主营业务盈利情况反转上升趋势确定，公司 2011 全年业绩有望超预期。

图表 16 公司主营毛利率呈反转上升趋势



资料来源：公司财报 方正证券研究所

4. 一体机落实公司战略，打开倍增成长空间

4.1 智能电视是大势所趋，进入加速成长阶段

4.1.1 一体机优势及模式简介

数字电视一体机：将数字电视信号的接收、解码与显示融为一体，直接接收和解码数字电视节目源，而不再需要机顶盒的电视机。与“机顶盒+电视机”的模式相比，一体机集成度高、接线方便和用户体验好等优点。

目前数字电视主要有如下几种模式：

图表 17 数字电视一体机模式及特点

模式	特点	厂家	样式
机顶盒 内置	可以根据各地广电需求，实现软件区域定制和软件升级； 实现的功能和电视机+高清机顶盒完全相同；	创维 长虹 海尔	
大卡方案	电视机有一个卡槽，插上能够解密数字电视信号的大卡，以及用户身份认证的 CA 卡，就可以收看数字电视节目，在国内有线网络分割的情况下，具备很好的跨区域推广能力。	TCL	

实现的功能和电视机+高清机顶盒完全相同；
单芯片 具备点播、邮件管理、节目编辑等丰富的扩展
方案 功能。 创维

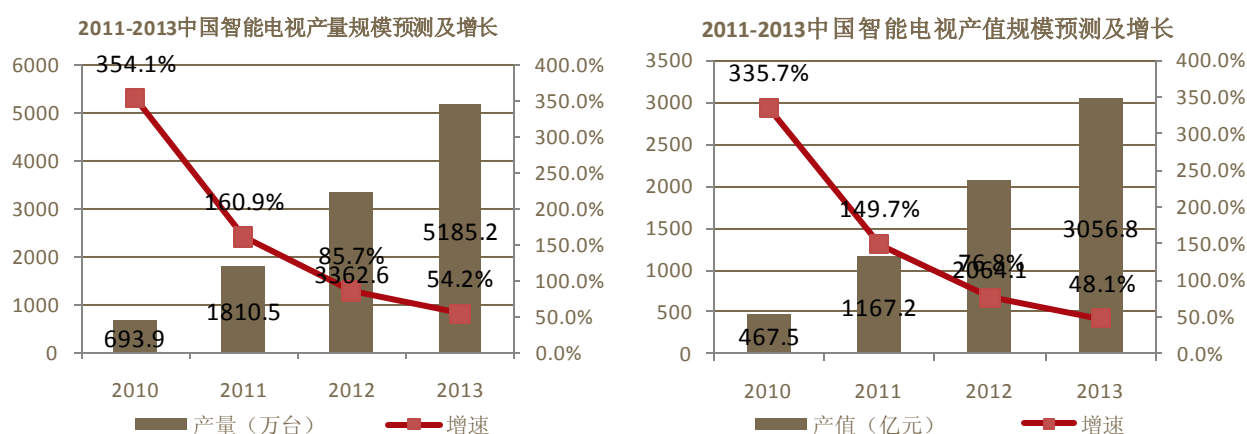


资料来源：公开资料 方正证券研究所

4.1.2 智能电视进入快速成长阶段

在智能手机逐渐普及、消费类电子 Pad 化的带动下，电视机在经历高清化和网络化之后，也即将进入智能化时代。据 IDG 的数据统计，2011 年至 2015 年，中国智能电视市场年复合增长率将达 60% 以上。到 2015 年，90% 左右的电视都将成为智能电视，市场容量将达 7600 万台。而根据赛迪顾问的预测，未来 3 年中国智能电视产量规模年均复合增长率将达到 95.5%。

图表 18 智能电视步入加速成长阶段



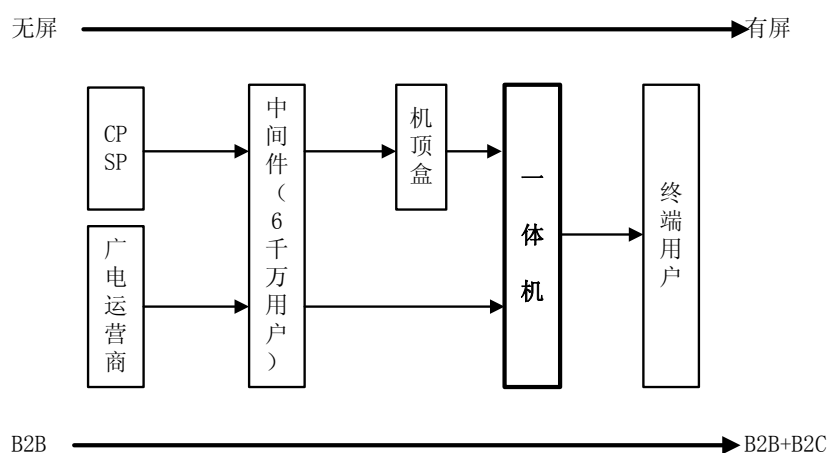
资料来源：赛迪顾问 方正证券研究所

4.2 一体机是公司向有屏战略、B2B+B2C 转型的落地产品

在网络双向化、终端智能化之后，有线电视业务也将进入增值业务快速发展阶段。对于增值业务来说，终端是业务载体，是掌控海量用户的入口，其在产业链中的重要性已日益凸显。

在公司的产品战略规划中，一体机是实现产品从无屏到有屏、商业模式从 B2B 到 B2B+B2C 转型的落地产品，是充分发掘公司中间件平台所覆盖 6000 数字电视用户价值、承载内容/服务到达终端用户的载体。

图表 19 一体机是公司战略的落地产品



资料来源：方正证券研究所

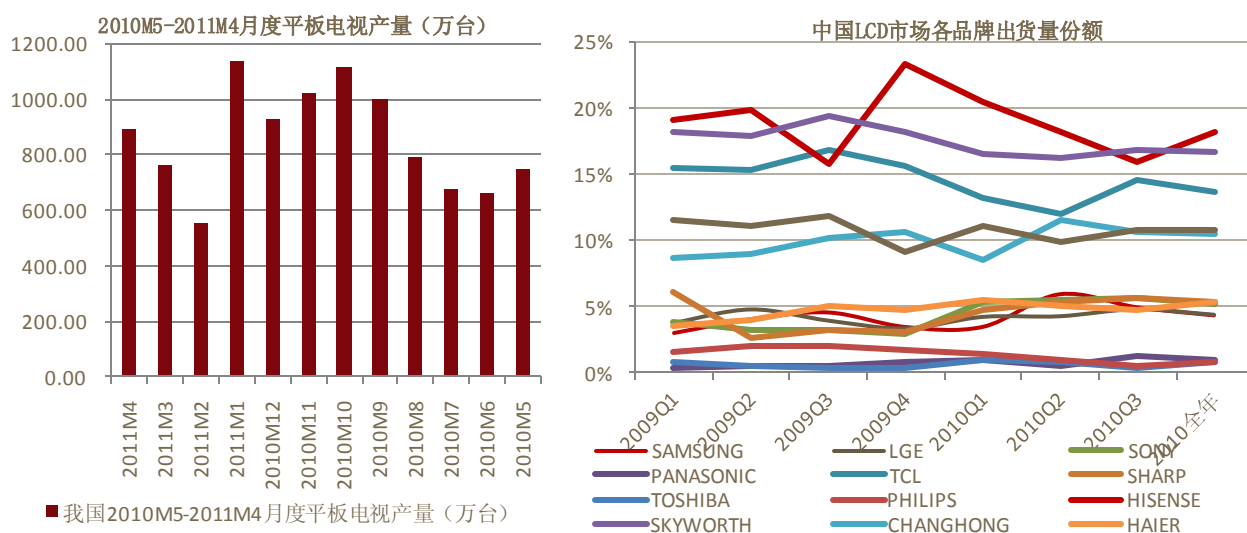
4.3 同洲一体机商业模式，倍增式成长不是梦

4.3.1 电视机高端产品市场品牌相对均衡，有利新入者

据产业在线的数据统计，2010 年我国电视机产量为 10644.20 万台，其中非 CRT 电视（LCD/PDP）份额为 82.55%，占据绝对主导地位。

据 Display Search 的统计数据，我国 LCD 电视市场个品牌所占份额处于相对均衡状态。份额超过 10% 的 5 家厂商均为国内品牌：海信（18.10%）、创维（16.60%）、TCL（13.60%）、康佳（10.80%）和长虹（10.50%）；此外 8 家品牌的市场份额均未超过 6%。电视机高端产品市场品牌影响力相对均衡，有利于新进入者进入。

图表 20 我国电视机高端产品市场品牌影响力相对均衡

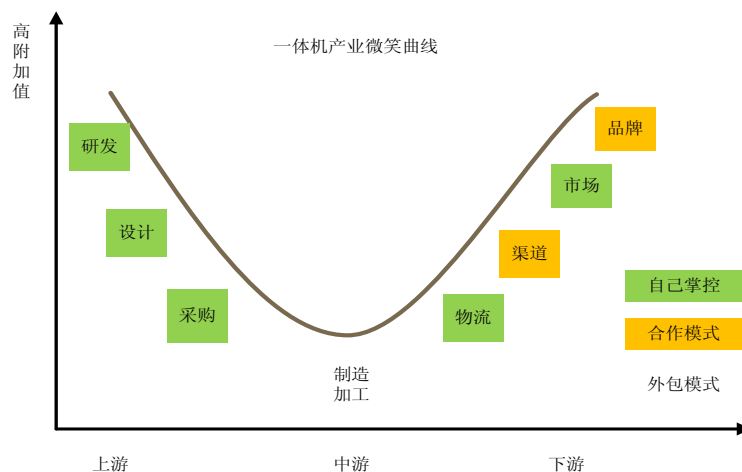


资料来源：产业在线 Display search 方正证券研究所

4.3.2 风险可控、资源共享、合作共赢的同洲模式

作为智能电视市场的新进入者，公司的一体机业务采取了风险可控、资源共享、合作共赢的模式。

图表 21 风险可控、资源共享、合作共赢的同洲一体机商业模式



资料来源：方正证券研究所

4.3.3 同洲的 4P 营销模式：风险可控、资源共享、合作共赢

麦卡锡提出的 4P（产品 product，价格 price，渠道 place，促销 promotion）营销策略是产品营销成功的 4 大要素，对于公司的一体机而言，公司在 4 大要素上采取了风险可控、资源共享、合作共赢的方式，对于行业的新入者而言，获得初步的快速成长是大概率事件。

图表 22 同洲电子一体机的 4P 营销模式

4P	定位	说明
Product	数字电视一体机	推出原因：落实公司向有屏产品、B2B+B2C 模式的战略转型；发挥公司中间件平台优势，贯通数字视讯产业链； 推动因素：电视机升级换代，智能电视进入快速普及阶段；广电运营商对一体机态度的转换； 特点/优势：采取代工模式，以销定产可控制风险；自有/第三方特色增值业务的内容优势。
Price	中档	品牌：获得韩国现代的品牌授权； 定位：同比韩系的 LG、三星； 定价原则：紧跟 LG、三星的产品定价。
Place	线上+线下；自建+合作	线上+线下：线上线下结合，线下为主； 自建+合作：自建体验店，主要起产品宣传、客户体验之用；合作渠道包括广电营业厅、第三方手机销售渠道；前期暂不和苏宁、国美合作； 物流配送：公司自主建设管理。
Promotion	分地域突破；市场人员高	地域：以公司中间件覆盖的省市作为重点推广区域，由点及面； 广告：电视、互联网、渠道等广告营销渠道；

激励

激励：对市场人员采取高弹性、高激励的薪酬体制。

资料来源：方正证券研究所

4.3.4 一体机业绩敏感性分析：倍增式增长不是梦！

根据赛迪顾问的预测，我国 2011-2013 年智能电视的销量分别为 1810.5 万台、3362.6 万台和 5185.2 万台。假设 2012 年公司一体机销量占整个智能电视市场份额的 1%，则即可增厚公司 EPS 0.36 元。

对于公司的一体机业务来说，具备天时（行业需求启动）地利（和有线电视运营商的良好合作关系）人和（和产业链相关方的合作共赢）的优势，公司倍增式增长不是梦！

图表 23 一体机业绩敏感性分析

	2011			2012			2013		
	销量(万)	营收(亿)	利 润 (万)/EPS	销量(万)	营收(亿)	利 润 (万)/EPS	销量(万)	营收(亿)	利 润 (万)/EPS
谨慎	30000	19341	967/ 0.03	336260	206410	12385/ 0.36	518200	305479	18329/ 0.54
中性	50000	30692	1535/ 0.04	504390	309615	21673/ 0.63	777300	458218	27493/ 0.81
乐观	70000	41267	2063/ 0.06	672520	412820	28897/ 0.85	1036400	610958	36657/ 1.07

资料来源：方正证券研究所

注：图表 23 为一体机对公司业绩的敏感性测算，其中 2012、2013 年谨慎、中性和乐观的一体机销量分别对应 1.0%、1.5%和 2.0%的市场份额；2011、2012 和 2013 年的净利率以 5%、6%和 6%计算。

5. 盈利预测与估值

5.1 基于谨慎原则的盈利预测与估值

公司盈利预测基于如下假设条件：

假设 1：高清机顶盒维持领先份额；

假设 2：平台系统收费模式推进顺利；

假设 3：一体机业务开展顺利；在估值中采用谨慎原则。

图表 24 公司产品销售收入预测

项目（万）	2010A	2011E	2012E	2013E
有线机顶盒(万元)	104,985.63	115484.19	127032.61	139735.87
卫星接收机(万元)	103,808.70	88237.40	75001.79	63751.52
其他(万元)	8,568.63	17137.26	27419.62	41129.42
地面机顶盒(万元)	4,507.05	4957.76	5453.53	5998.88
一体机(万元)	0.00	30692.02	206410.00	309615.00
主营业务收入	221,870.01	256,508.62	441,317.54	560,230.70

资料来源：公司公告 方正证券研究所 注：一体机的营收采取谨慎的估值原则

综上分析，采取谨慎的估值原则，预计 2011-2013 年归属母公司的净利润分别为 1.23、2.91 和 4.20 亿元，EPS 分别为 0.36、0.85 和 1.23 元，对应 PE 为 29.4、12.4 和 8.6。以 2012 年 20-25 倍 PE 计算，目标价 17.0-21.3 元；首次给予公司“买入”的投资评级。

5.2 谨慎、中性、乐观以及不包含一体机业务的盈利预测一览

公司今后 3 年的业绩弹性主要在于一体机业务，因此，我们对于公司业绩的估值分别采取谨慎、中性、乐观（分别对应）和不包含一体机等 4 种估值方法。即使不考虑一体机业务，公司 2011-2013 年的年均复合增长率亦有望达到 44.60%。

图表 25 谨慎、中性、乐观以及不包含一体机业务的盈利预测

估值方法	2011E		2012E		2013E	
	EPS	同比增速	EPS	同比增速	EPS	同比增速
谨慎	0.36	202.86%	0.85	136.11%	1.23	44.71%
中性	0.37	205.71%	1.12	202.70%	1.50	33.93%
乐观	0.39	211.43%	1.34	243.59%	1.76	31.34%
不包含一体机	0.33	194.29%	0.49	48.48%	0.69	40.82%

资料来源：方正证券研究所

具体的财务预测报表及估值（采用谨慎的估值原则）请参见下页“附表：财务报表预测及估值”。

附表：财务报表预测及估值（单位：百万元；模型更新时间：2011-08-26）

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2300.95	2565.09	4413.18	5602.31	税后经营利润	(122.18)	91.83	261.96	392.78
减：营业成本	1922.58	2015.06	3486.22	4390.60	折旧与摊销	63.36	76.78	76.78	66.17
营业税金及附加	3.44	3.83	6.59	8.37	资产减值损失	49.86	44.14	44.14	44.14
营业费用	138.28	154.15	265.22	336.68	利息费用	50.05	27.45	42.40	42.42
管理费用	280.18	240.00	288.00	345.60	存货的减少	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	19.28	-0.14	14.81	14.83	经营性应收项目	(145.82)	109.55	(597.89)	297.69
资产减值损失	49.86	44.14	44.14	44.14	经营性应付项目	28.37	(184.75)	(1737.57)	502.34
加：投资收益	3.14	0.00	0.00	0.00	其他经营活动相关	94.55	(223.13)	1016.63	(414.75)
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	经营性现金净流量	7.75	(61.73)	(893.56)	930.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	(157.52)	32.14	32.14	32.14
营业利润	-109.52	108.04	308.19	462.09	筹资性现金净流量	223.94	(645.52)	879.89	(951.03)
加：其他非经营损益	33.03	37.82	37.82	37.82	现金流量净额	72.29	(675.11)	18.48	11.89
利润总额	-76.49	145.85	346.01	499.91	财务分析和估值指标汇总				
减：所得税	43.30	21.88	51.90	74.99		2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	-119.79	123.98	294.11	424.92	盈利能力				
减：少数股东损益	-1.40	1.45	3.44	4.97	毛利率	16.44%	21.44%	21.00%	21.63%
归母公司净利润	-118.39	122.52	290.66	419.95	三费/销售收入	19.02%	15.36%	12.87%	12.44%
资产负债表					EBIT/销售收入	-1.29%	6.76%	8.80%	9.68%
货币资金	700.76	25.65	44.13	56.02	EBITDA/销售收入	1.47%	9.75%	10.54%	10.86%
应收和预付款项	1241.16	1425.91	3163.48	2661.14	销售净利率	-5.21%	4.83%	6.66%	7.58%
存货	389.21	279.67	877.55	579.87	ROE	-10.48%	9.79%	18.84%	21.40%
其他流动资产	0.15	0.15	0.15	0.15	ROIC	-6.90%	8.04%	18.67%	15.25%
长期股权投资	25.02	25.02	25.02	25.02	成长能力				
投资性房地产	3.10	2.63	2.16	1.70	销售收入增长率	15.64%	11.48%	72.05%	26.95%
固定资产和在建工程	384.82	287.37	189.91	92.46	EBIT 增长率	-150.78%	685.02%	124.12%	39.63%
无形资产和开发支出	91.00	78.61	66.23	53.84	EBITDA 增长率	-71.20%	641.33%	86.01%	30.81%
其他非流动资产	179.02	168.41	157.80	157.80	净利润增长率	-349.84%	203.50%	137.23%	44.48%
资产总计	3014.24	2293.42	4526.44	3628.00	总资产增长率	9.21%	-23.91%	97.37%	-19.85%
短期借款	848.51	211.03	1133.32	224.71	股东权益增长率	-9.65%	10.85%	23.22%	27.22%
应付和预收款项	700.92	657.80	1674.42	1259.67	偿债能力				
长期借款	130.00	130.00	130.00	130.00	资产负债率	62.48%	45.28%	65.78%	45.59%
其他负债	203.81	39.61	39.61	39.61	流动比率	93.00	93.00	93.00	93.00
负债合计	1883.24	1038.44	2977.35	1653.99	速动比率	93.00	93.00	93.00	93.00
股本	341.48	341.48	341.48	341.48	估值指标				
资本公积	499.30	499.30	499.30	499.30	EPS	(0.35)	0.36	0.85	1.23
留存收益	288.63	411.16	701.82	1121.77	PE	(30.37)	29.35	12.37	8.56
归属母公司股东权益	1129.41	1251.94	1542.60	1962.55	PEG	0.12	N/A	N/A	N/A
少数股东权益	1.59	3.04	6.49	11.46	PB	3.18	2.87	2.33	1.83
股东权益合计	1131.00	1254.98	1549.09	1974.01	PS	1.56	1.40	0.81	0.64
负债和股东权益合计	3014.24	2293.42	4526.44	3628.00	EV/EBITDA	115.55	15.75	10.46	6.51

资料来源：WIND 资讯 方正证券研究所

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