

佳创视讯：专业的数字电视系统解决方案提供商
佳创视讯新股分析报告
报告关键点：

- 三网融合迫使广电加快数字化、光纤化、双向化建设，数字电视解决方案未来将迎来稳步增长
- 公司是数字电视系统解决方案龙头之一，过去三年净利润复合增速35.17%；
- 未来三年净利润复合增长率35%，建议询价区间13.3-15.3元，对应2011年PE为26-30倍。

报告摘要：

- 三网融合背景下有线电视网络传输设备市场规模有望显著扩容，2010年整体市场规模约为30亿，增速开始出现提升的趋势，**预计未来三年行业增速有望超过30%**。
- 公司是专业的数字电视系统解决方案提供商。公司产品覆盖数字电视软硬件产品的研发、生产、销售和系统集成。**公司软件系统产品在国内数字电视行业中排名第一。公司在数字电视系统集成领域的市占率为15.1%，位居市场第三。**
- 公司核心竞争力：研发实力雄厚+产品线齐全。一方面公司研发实力突出，依托先进的软件系统产品技术，带动了终端软件的技术输出，创造了持续性的技术许可收入；另一方面，公司产品线齐全，具备持续研发创新能力并保持对客户紧密跟踪服务，具有突出的数字电视整体解决方案实施能力。
- **未来盈利增长点：光设备、EBC、视频监控三大看点**
- 预计未来三年公司收入增长率分别为36.12%、33.22%和38.25%，净利润分别增长40%、26%和38%，EPS分别为0.51、0.64和0.89，未来三年净利润复合增长率34.7%。鉴于公司目前所处有线网硬件领域格局和技术方向仍未明朗，公司规模较小，行业风险仍较高，我们按数码视讯、通信设备商的折价估值，2011年目标PE区间为26-30倍，对应询价区间为13.3-15.3元。近期创业板估值整体下挫，公司所在领域壁垒不高，预计上市首日波动区间在10%-20%之间。对应定价区间为14.6-16.8元。
- 风险提示：客户集中度高、技术升级替代、公司收入与盈利的季节性、电信运营商进入使行业竞争加剧

建议询价区间：

13.30 - 15.30 元

上市首日定价区间：

14.60 - 16.80 元

报告日期： 2011-08-31
发行数据

总股本(万股)	7,600
发行数量(万股)	2,600
网下发行(万股)	500
网上发行(万股)	2,100
保荐机构	招商证券股份有限公司
发行日期	2011-09-06
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

陈坤江	49.57%
李绪华	17.82%
深圳市华澳创业投资企业(有限合伙)	7.89%
深圳市兆轩置业有限公司	6.72%
拜丽德集团有限公司	4.14%
李汉杰	2.63%
彭忠福	2.58%
张海川	1.47%
周耿豪	.79%

王禹媚
 010-66581635
 执业证书编号

行业分析师
 wangym@essence.com.cn
 S1450511080004

财务和估值数据摘要

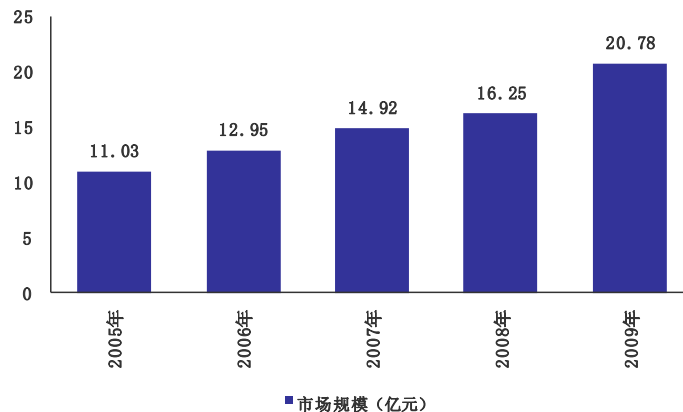
(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	122.2	174.8	237.9	316.9	438.2
Growth(%)	15.1%	43.0%	36.1%	33.2%	38.2%
净利润	23.4	37.2	51.8	64.8	90.9
Growth(%)	14.9%	59.1%	39.2%	25.2%	40.2%
毛利率(%)	46.7%	44.2%	46.0%	44.5%	43.9%
净利润率(%)	19.1%	21.3%	21.8%	20.5%	20.8%
每股收益(元)	0.23	0.36	0.51	0.64	0.89
每股净资产(元)	1.13	1.72	14.92	15.48	16.22
净资产收益率(%)	20.2%	21.2%	3.4%	4.1%	5.5%
ROIC(%)	35.2%	43.1%	39.0%	35.0%	37.1%

1. 行业发展前景

1.1. 三网融合背景下，行业规模有望显著扩容

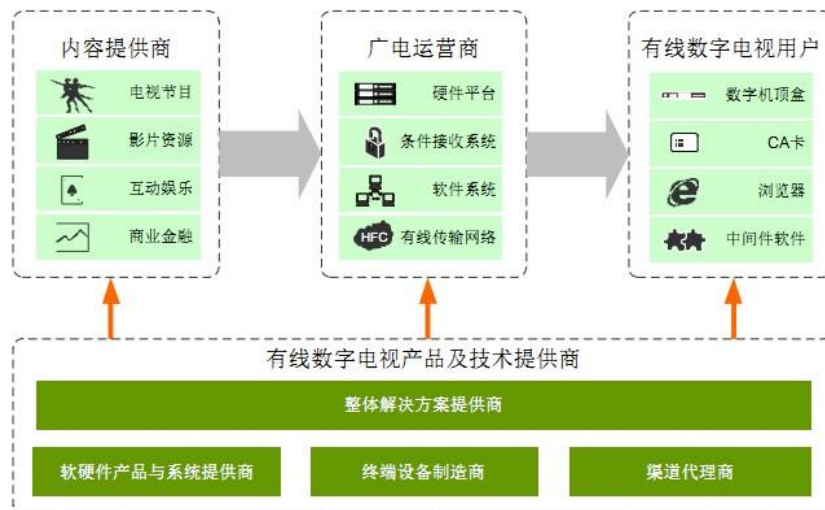
根据广电协会市场部发表的《有线电视网络传输设备行业市场前景分析》，2007-2009 年中国有线电视网络传输设备的市场规模分别为 14.92 亿、16.25 亿和 20.78 亿，符合增速为 14%。随着三网融合的推进，广电网络改造的需求增速提升，2010 年整体市场规模约为 30 亿，增速开始出现提升的趋势，预计未来三年行业增速有望超过 30%。

图 1 2005-2009 年中国有线电视传输设备市场规模及增长



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

图 2 我国有线数字电视产业链构成



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

1.2. 行业竞争格局：标准化程度弱，集中度低

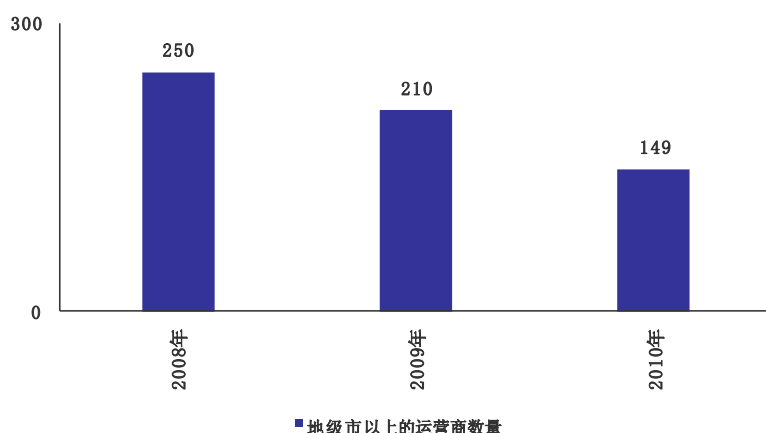
1.2.1. 广电区域分割，集中度较低，有集中化趋势

我国广电网络由于历史原因，一直处于条块分割的状态，我国共有 31 个省级网络公司、321 个地市级网络公司、1000 多个县级有线电视网、2000 多个专用电视网，各地区网络结构和标准均不相同，导致广电网络的供应商分散，很难像标准统一的电信行业，产生规模较大的公司，行业的整体集中度较低，营销的区域性比较显著，**公司虽然在细分行业排名第一，但市场占有率也仅有 5.43%。**

广电总局在发布的《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》，要求各省级网络公司加快网络整合过程，争取在 2010 年底前各省基本完成整合。目前全国有 15 个省份或直辖市启动或者相当程度上完成了网络整合，形成多个省级网络运营商。由

于有线网络整合的原因，2008 至 2010 年，我国地级市及以上城市的有线运营商数量在逐年递减，有线运营商网络集中度在增加。

图 3 有线电视运营商有集中化趋势



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

1.2.2. 中高端市场参与者十分有限，行业整体毛利高于电信设备商

由于县市级有线电视台和经济不发达地区、用户量较少地区的有线电视网络改造需要供应商长期垫资，供应商的资金压力必然转嫁到产品质量上，因此市场难免存在大量中低端网络设备供应商。然而，省级有线电视台、中心城市有线电视台有较好的支付能力，对产品品质、企业实力、服务质量等要求较高，因此在中高端产品市场竞争参与者十分有限。目前行业整体的盈利水平高于电信的设备商，2006-2008 年，有线电视光缆及电缆分配传输设备行业的平均毛利润率分别为 25.82%、25.23%和 24.25%，呈现出微幅下降的趋势。

1.2.3. 整体解决方案供应商存在差异化竞争

目前国内对其中单一产品的供应商家数较多，整体解决方案供应商较少。各供应商之间的竞争主要体现为差异化特征，这个特征具体表现为：（1）各供应商之间在部分产品或产品线上存在竞争；（2）由于技术路线或标准的差异，在相同的产品或产品线上的竞争也存在技术参数或其他方面的差异化，并各有优劣势；（3）尚不存在在所有产品或产品线完全相同或相似的同质化竞争；（4）各供应商之间即存在竞争也存在协作的关系。

1.2.4. 行业内厂商面临电信设备企业的竞争

近几年广电网络设备市场前景出现改善，而电信设备市场经过多年的激烈市场竞争，已经形成了垄断竞争的市场竞争态势，各制造商的毛利率处于较低水平，急需拓展业务领域，提高业务的毛利率水平，与此同时广电网络设备行业由于缺乏有效竞争，产品的毛利率保持较高水平。因此，电信设备制造商纷纷将目光投向此市场，希望借助自身的技术、资金实力打入广电市场，期待在这个新兴市场中分一杯羹。目前在省网改造的过程中，华为已经开始参与骨干网的建设。

1.3. 行业发展趋势

1.3.1. 有线电视行业面临数字化、光纤化和双向化整改机遇

1.3.1.1. 数字转换速度加快

根据三网融合的政策，国家在 2010-2012 年将完成双向化改造，实现广电网络“一省一网”，这将带来广电设备的集中消费。根据三网融合的时间表，2008 年基本完成省、市城市有线电视整体转换，2010 年基本完成县级城市有线电视整体转换，2015 年完成全国有线电视整体转换，关闭模拟电视信号。2010 年-2012 年将在试点区域确定下一代广播电视网 NGB 的战略路线和运营商；2013-2015 年在全国建设规模化地 NGB

网络，在功能和性能上达到可以与电信平等竞争的水平。

1.3.1.2. 有线电视光纤化、双向化改造步伐加快，软件产品和系统集成业务需求增长

加快有线电视光纤化、双向化改造步伐，加大新业务新服务的开发力度，逐步实现双向、交互、多功能、多业务，全面提升有线电视网络技术水平和业务承载能力。2010 年底，全国大中城市城区有线网络的平均双向用户覆盖率要达到 60%以上；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。

我国数字电视产业的纵深化发展，将带动增值业务系统运营平台建设和三网融合的 IP 化网络设备系统集成业务发展，还将带来大量的双向高清机顶盒产品的市场需求；而作为数字电视系统的运营核心，软件系统产品的市场需求步入加速成长期。根据格兰研究的预测，数字电视产业的软件产品与系统集成业务的市场需求将在未来 3 年保持 30%左右的增长。

1.3.2. 有线网络设备市场化程度逐步提高

由于广播电视设备行业体制的历史原因，以往广播电视设备的采购并非采取市场化的方式。以前部分地方电视台和地方有线电视网络运营商并未按照国家广电总局要求的“台网分离”市场化运作，多数有线电视网络运营商仍然在人事、财政、组织等方面隶属于地方广电集团，其设备采购也并未完全实现市场化，采购产品的质量和价格并非最优选择，有线电视设备市场的市场化水平有待提高。目前，随着国家加快推进有线电视数字化改造速度和网络服务升级，各地方有线网络运营商承受了较大压力，以往的“非市场化”行为难以适应上级指令和市场要求，因此，市场化程度逐步提高。另外，根据国家广电总局《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》，2010 年底前将完成省内有线网络整合，基本实现一省一网，促进了有线电视网络运营商按照现代产权制度、现代企业制度的基本要求和市场化的基本原则形成规范有效的有线网络运营管理体制，这极大地提高了有线电视设备市场的市场化水平，对以市场化经营为导向的设备制造商意味着更多的商机。

2. 公司背景及主营产品介绍

2.1. 公司背景：有线宽带网络设备的领跑者

公司是专业的数字电视系统解决方案提供商，主要从事数字电视软硬件产品的研发、生产、销售和系统集成，能够满足广电运营商对基础数模转换业务、增值业务及“三网融合”业务等整体解决方案的需求。

图 4 本次发行前公司的股权结构



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

图 5 本次发行前公司的股权结构

股份类别	发行前		发行后	
	持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
一、有限售条件的股份	7,600.00	100.00	7,600.00	74.51%
一般法人股	826.00	10.87%	826.00	8.10%
自然人持股	6,174.00	81.24%	6,174.00	60.53%
有限合伙企业持股	600.00	7.89%	600.00	5.88%
二、无限售条件的股份	0.00	0.00%	2,600.00	25.49%
社会公众股份	0.00	0.00%	2,600.00	25.49%
合 计	7,600.00	100.00%	10,200.00	100.00%

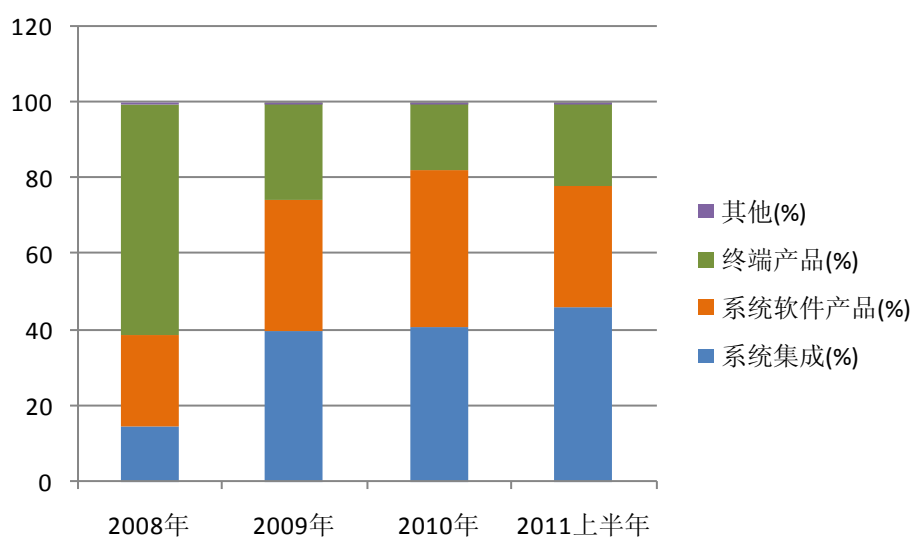
数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

2.2. 主营介绍：有线电视网络传输为主，视频监控为新增点

2.2.1. 发行人的主营业务介绍

公司是专业的数字电视系统解决方案提供商，主要从事数字电视软硬件产品的研发、生产、销售和系统集成，能够满足广电运营商对基础数模转换业务、增值业务及“三网融合”业务等整体解决方案的需求。

图 6 公司业务构成变化情况



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

2.2.2. 发行人的主要产品

2.2.2.1. 软件系统产品：双向改造拉动需求加速成长

目前，大中型城市基本数字化平移完毕，广电运营商逐渐进入增值业务的建设高峰期；此外，我国政府积极推进的三网融合，促进广电运营商向全业务运营发展，将扩大增值业务系统软件的需求。2011 年开始，广电运营商将加大增值业务发展力度，促使数字电视软件市场进入快速发展期，数字电视软件市场规模将不断扩大，根据格兰研究的预计，2013 年数字电视软件市场规模将超过 13 亿元。

表 1 广电运营商的软件系统产品需求情况

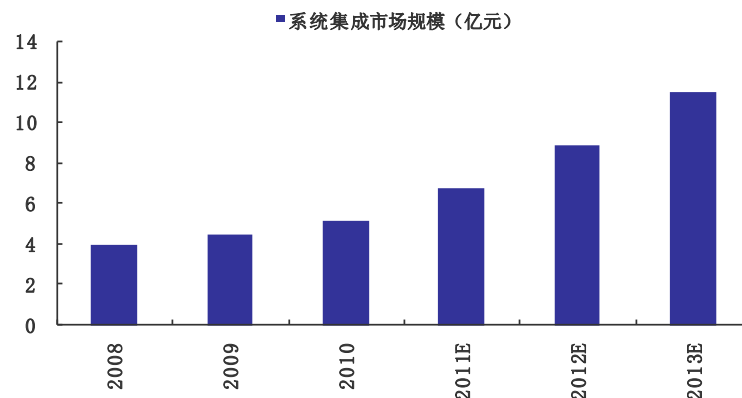
需求	应用概述
系统基本管理	通过电子节目指南（EPG）系统、用户管理系统（SMS）等软件实现数字电视系统的计费收费和电视频道的规划和控制等管理功能
增值业务运营	广电运营商开展增值业务，需要广播式点播系统、数据广播平台、股票信息服务、中间件系统、交互式点播系统等等。增值业务是有线数字电视未来发展的重要内容和广电运营商主要利润来源，其软件类型和内容将得到快速发展和大量丰富。
升级扩容备份	用户数量增长带来的运营能力和系统安全的升级扩容需要；三网融合背景，还需要增加建设广电数据中心，用户行为分析系统、整合数字化综合播出业务平台等，以及相应的备份系统

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

2.2.2.2. 系统集成：市场需求加速，总规模 10 亿元左右

数字电视系统集成业务主要针对数字电视前端播出系统配置的硬件设备的系统集成。数字电视前端硬件主要包括卫星接收机、编码器、复用器、加扰器、QAM 调制器、IPQAM 等。硬件设备的技术标准相对成熟，一般都采用国际通行标准，市场需求主要是数字化、IP 化前端播出系统建设、扩容、备份等方面的需求。广电运营商在招标选型时，主要考察系统集成商的企业资质、技术水平、集成经验等方面的综合实力，以及硬件产品的品牌、配置、价格等因素。随着省网整合和三网融合的推进，广电运营商加大双向网络改造力度，积极推广增值业务，我国数字电视前端硬件设备市场规模逐年扩大，根据格兰研究分析，预计 2013 年数字电视前端硬件设备市场规模将超过 11 亿元。

图 7 数字电视系统集成市场规模



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

2.2.2.3. 终端产品：双向高清机顶盒出货加速

我国有线数字电视终端产品主要包括基本型、基本交互型、高清交互型等类型的电视机顶盒。数字电视机顶盒不仅能收看数字电视节目，还会根据广电运营商的业务功能要求植入终端软件，如嵌入式浏览器、中间件等，以实现多种业务功能。我国数字电视产业的纵深化发展将带来大量的双向高清机顶盒产品的市场需求。根据格兰研究的统计预测，未来 3 年国内机顶盒的出货量将达到 8000 万台左右。

3. 公司竞争力分析

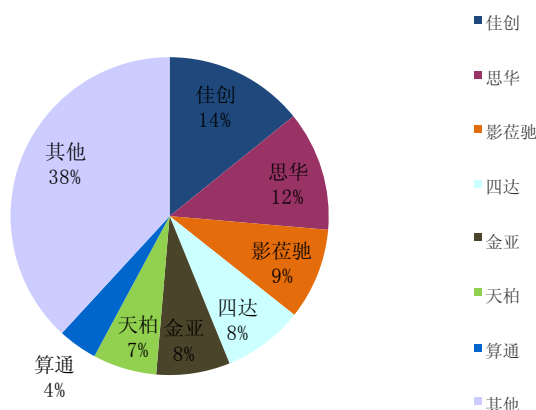
3.1. 研发能力突出，软件产品市场份额第一

公司研发实力突出，掌握多项数字电视专利技术，拥有丰富的软件产品线。2010

年，公司软件系统产品在国内数字电视行业中排名第一。公司在数字电视系统集成领域的市占率为 15.1%，位居市场第三。

公司依托先进的软件系统产品技术，带动了终端软件的技术输出，创造了持续性的技术许可收入。由于数字电视前端与终端存在技术匹配的要求，如果公司已向广电运营商提供前端解决方案及相关软件系统产品，则该广电运营商运营网络内用户的机顶盒均需移植公司配套的终端软件。因此，向该广电运营商提供机顶盒的厂商需要取得公司的技术许可服务，根据该广电运营商的技术需求，对机顶盒嵌入式浏览器软件等终端软件进行功能定制。完成定制工作后，公司向相关机顶盒厂商发放相应版本的软件技术文件，并为机顶盒厂商进行各芯片平台数字机顶盒的软件集成测试和认证，以确保集成了佳创终端应用程序的数字机顶盒能够在相应数字电视网络中正常使用。

图 8 软件系统产品市场份额居行业第一



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

表 2 对数字前端的方案实施有助于公司获取终端软件的技术输出费用

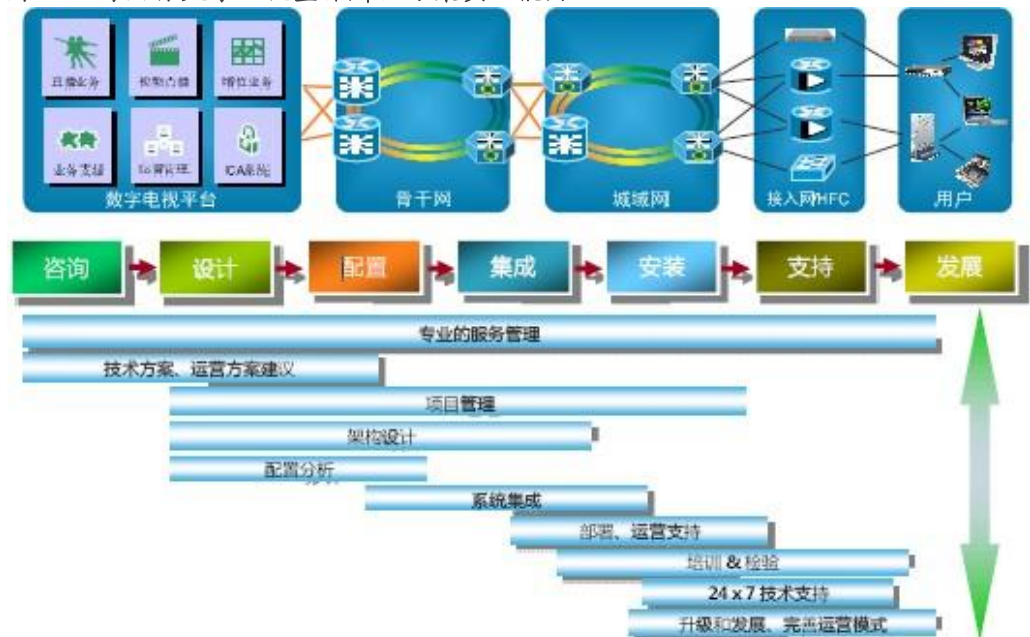
万元	2010	2009	2008	说明
入门许可费	150	110	210	向机顶盒厂商收取，与机顶盒数量无关
测试认证费	48	67	90	向机顶盒厂商收取，用于软件集成测试
版费	606	594	643	向广电运营商收取，与机顶盒数量相关，与部分运营商的合同存在版权费金额上限

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

3.2. 产品线齐全，整体解决方案能力突出

公司产品线齐全，具备持续研发创新能力并保持对客户的紧密跟踪服务，具有突出的数字电视整体解决方案实施能力。与单纯的产品提供商相比较，整体解决方案提供商的优势明显。有线数字电视行业技术门槛较高，涉及产品繁多，产品功能的技术实现路径多样化，不同产品间的技术匹配性要求较高，因此，具备整体解决方案提供能力的企业更适应上述行业特点。

图 9 公司具备数字电视整体解决方案实施能力



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

图 10 公司有能力承担多项国家与市场研发项目



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

3.3. 聚焦多数省级以上高端客户，客户资源优势突出

截至到 2010 年底，公司的国内广电客户包括 9 个省网运营商以及数十个地市运营商，产品和技术覆盖的用户数量超过 5000 万。2010 年，公司国内销售额的 96% 来源于大型广电运营商。大型广电运营商一般会有持续的功能升级、系统扩容、安全备份等方面的需求。公司产品线齐全，具备持续研发创新能力并保持对客户紧密跟踪服务，同时由于数字电视软件系统产品具有较强的技术相关性，公司主要客户群在持续运营中，一般持续向公司采购多项产品，提高公司经营业绩。

从政策导向、行业发展的角度来看，数字电视行业发展必然使得广电运营商呈现集中化、规模化、复杂化的趋势。在各省级行政区域完成省网整合前，公司已积极与多个省会城市或主要地级市的广电运营商建立产品合作关系，加强技术交流和服务，维持双方良好的合作关系，增强客户对公司技术的依赖程度，这有利于省网整合完成后，公司顺利取得省网广电运营商的采购订单。截止 2010 年底公司已发展 64 个广电运营商客户，这些客户分布在全国二十多个省区。通过持续的服务和销售，将有助于公司进一步获得该广电运营商所在省份未来的增值业务及三网融合运营平台建设的业务机会。如吉林省网、河南省网、宁夏省网、贵州省网均在省网整合完成后成为公

司主要客户，向公司采购数额较大的产品。

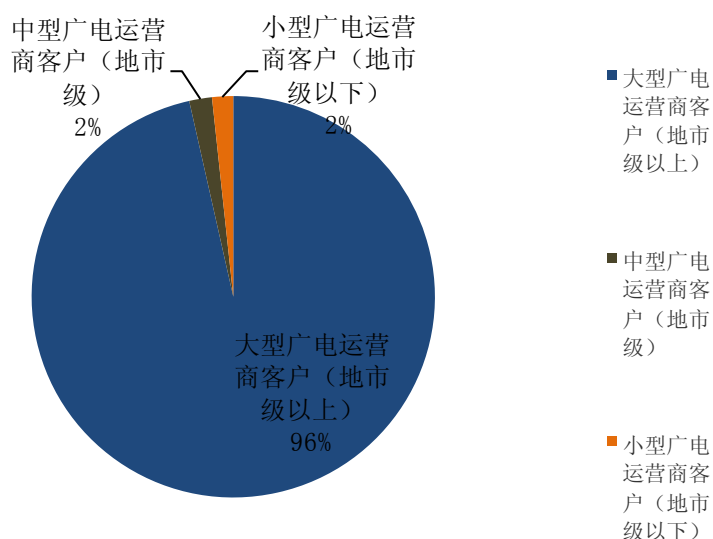
图 11 以湖南省为例：目前公司业务覆盖情况



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

优质的客户资源为公司在未来的竞争中打下了坚实的客户基础，并且这些省会中心城市的辐射作用和口碑效应在逐渐整合的网络中具有举足轻重的作用。

图 12 大客户为公司主要客户



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

图 13 海外业务贡献 19%营业收入（2010）成本优势助力公司开拓海外市场

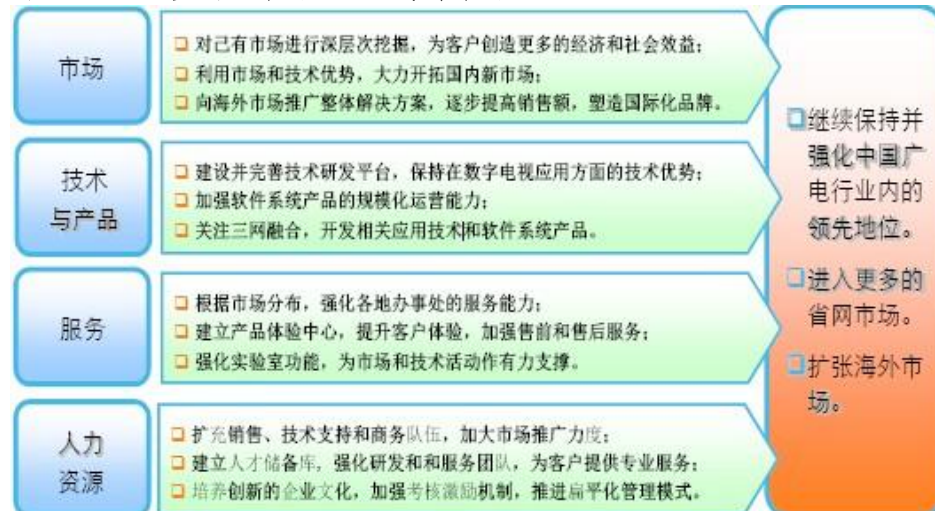


数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

4. 未来盈利增长点：光设备、EOC、视频监控三大看点

4.1. 进入更多省网市场、扩张海外市场

图 14 进入更多省网市场，扩张海外市场



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

4.2. 募投项目的顺利实施

表 3 公司募投项目

募投项目	募投资金（万元）	项目说明
内容策划与图书发行项目	7,604.24	着重于基础性与前瞻性关键技术研究（数据互联框架方案、三屏合一技术研究、基于NGB及P2P的视频内容分发技术），为公司未来各产品的研发提供核心的基础库及预研成果库
营销网络建设项目	3,320.40	通过本项目实施，项目总体技术将达到国内同期产品的先进水平，并在3-4个创新技术方面达到国内同期技术的领先水平，在1-2个行业专项技术获得国家发明专利。预计在项目经营期内，在20个广电运营商，完成24套的系统销售和建设，实现销售收入39511.78万元。
管理信息和出版创意平台建设项目	3,200.58	项目将以IP直播业务、终端综合业务软件平台以及VOIP业务为中心进行设计与开发，以满足广电行业对于三网融合业务开展的需要项目实施后，公司软件系统业务将从目前的广电数字电视拓展到电信、互联网等增值业务，公司基于IP的双向互动业务规模将可迅速扩大，预计项目期内销售收入合计将可达到约43558万元
其他与主营业务相关的营运资金	—	
总计	14,125.22	

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

5. 主要风险点

5.1. 客户集中度高

2011年1-6月公司向前五大客户销售收入占比为58.93%，其中向第一大客户销售收入占比为27.91%。客户集中度较高将会对公司经营业绩成长带来一定的不确定性。未来如果公司未能成功持续开拓新老客户的市场需求，将对公司的持续盈利能力产生不利影响。

5.2. 技术升级替代

公司虽然目前技术较为先进、市场认可度较高，但毕竟规模较小，如果未来不能获得有力的资金支持以推动公司发展，不能通过技术提升以应对新型网络要求，不能通过有效的销售手段以进一步开拓市场，可能在未来竞争中失去优势地位，面临行业整合风险。

5.3. 行业技术快速更新的风险

目前我国广电网络处于“双向改造”、广电内部网络整合和“三网融合”的阶段，有线电视网络传输设备更新换代速度较快，公司必须把握市场和客户需求，及时调整新技术和新产品的开发方向，开发出更适应市场需求的新技术、新产品。

5.4. 公司收入与盈利的季节性波动风险

受广电行业安全播出要求和广电运营商年度内投资计划等行业因素的影响，公司同一年度内经营业绩在时间分布上具有不均衡性的特点。主要体现在同一年度的不同季度营业收入和净利润有一定的差距，通常情况下第一季度的营业收入和净利润明显低于其他三个季度，上半年的营业收入和净利润低于下半年。

6. 盈利预测及询价建议

预计未来三年公司收入增长率分别为 36.12%、33.22%和 38.25%，净利润分别增长 40%、26%和 38%，EPS 分别为 0.51、0.64 和 0.89，未来三年净利润复合增长率 34.7%。可比公司我们选择了三种：1、以数字电视终端产品为主的同洲电子和银河电子；2、专注于中小广电运营商的金亚科技；3、主打 CA 产品的数码视讯。

目前有线运营商的 2011 年平均 PE 为 35 倍，包含了有线网络区域整合的预期；通信设备商的平均 PE 为 29 倍，而同样为有线运营商的上游企业数码视讯 2011 年 PE 为 32 倍。

鉴于公司目前所处有线网硬件领域格局和技术方向仍未明朗，公司规模较小，行业风险仍较高，我们按数码视讯、通信设备商的折价估值，2011 年目标 PE 区间为 26-30 倍，对应询价区间为 13.3-15.3 元。

近期创业板估值整体下挫，公司所在领域壁垒不高，预计上市首日波动区间在 10%-20%之间。对应定价区间为 14.6-16.8 元。

表 4: 公司主营业务发展情况预测

百万元			2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
系统软件产品	销售收入		25.82	42.04	72.44	94.17	127.13	184.34
	增长率			62.8%	72.3%	30%	35%	45%
	成本		3.95	9.33	20.21	21	31	46
	毛利率		84.70%	77.81%	72.10%	78.0%	76.0%	75.0%
系统集成	占比		24.3%	34.4%	41.4%	39.6%	40.1%	42.1%
	销售收入		15.4	48.74	71.18	96.09	130.69	180.35
	增长率			216.5%	46.0%	35%	36%	38%
	成本		10.25	30.18	51.13	73	101	141
终端产品	毛利率		33.44%	38.08%	28.17%	24.00%	23.00%	22.00%
	占比		14.5%	39.9%	40.7%	40.4%	41.2%	41.2%
	销售收入		64.6	31.37	31.04	45.94	57.42	71.78
	增长率			-51.4%	-1.1%	48%	25%	25%
其他收入	成本		47.03	25.6	26	33	43	57
	毛利率		27.20%	18.39%	16.24%	28.00%	25.00%	20.00%
	占比		60.9%	25.7%	17.8%	19.3%	18.1%	16.4%
	销售收入		0.32	0.05	0.11	1.7	1.7	1.70
总计	增长率			-84%	120%	0%	0%	0%
	成本		0.27	0.04	0.11	1.7	1.7	1.7
	毛利率		15.63%	20.00%	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%
	占比		0.3%	0.0%	0.1%	0.7%	0.5%	0.4%
总计	销售收入		106	122	175	238	317	438
	增长率			15.13%	43.02%	36.12%	33.22%	38.25%
	成本		62	65	97	129	176	246
	毛利率		42.06%	46.69%	44.24%	45.98%	44.50%	43.88%

数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

表 5: 估值表: 建议询价区间 13.3-15.3

项目	以2011年基准
主营业务EPS	0.51
有线运营商平均PE	35倍
数码视讯PE	28倍
通信设备平均PE	25倍
公司目标PE区间	26-30倍
估值区间	0.51*26=13.33, 0.51*30=15.3

数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2011-7-18		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	122.2	174.8	237.9	316.9	438.2	成长性					
减: 营业成本	65.1	97.5	128.5	175.9	245.9	营业收入增长率	15.1%	43.0%	36.1%	33.2%	38.2%
营业税费	1.1	1.5	2.0	2.9	3.8	营业利润增长率	40.7%	81.7%			
销售费用	10.9	13.4	19.0	30.1	35.1	净利润增长率	14.9%	59.1%			
管理费用	21.1	21.2	32.1	46.3	59.2	EBITDA 增长率	30.1%	72.9%			
财务费用	0.8	0.9	-10.7	-21.0	-21.0	EBIT 增长率	33.3%	78.8%			
资产减值损失	0.8	1.9				NOPLAT 增长率	12.0%	57.3%			
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.3%	25.2%			
投资和汇兑收益	-0.9	0.6	-	-	-	净资产增长率	4.0%	51.8%		3.7%	4.8%
营业利润	21.5	39.0	63.1	79.1	109.6	利润率					
加: 营业外净收支	5.3	4.1	-	-	-	毛利率	46.7%	44.2%	46.0%	44.5%	43.9%
利润总额	26.7	43.2	63.1	79.1	109.6	营业利润率	17.6%	22.3%	26.5%	25.0%	25.0%
减: 所得税	3.4	6.0	11.4	14.2	18.6	净利润率	19.1%	21.3%	21.8%	20.5%	20.8%
净利润	23.4	37.2	51.8	64.8	90.9	EBITDA/营业收入	20.3%	24.5%	22.3%	18.6%	20.4%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	18.2%	22.8%	22.0%	18.3%	20.2%
货币资金	37.5	63.8	1,435.3	1,436.4	1,433.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	24	23	16	10	8
应收账款	66.7	82.0	129.1	164.5	223.5	流动营业资本周转天数	174	166	145	147	167
应收票据	0.9	3.0	2.4	3.7	5.7	流动资产周转天数	418	343	1,391	1,895	1,443
预付账款	7.1	19.3	27.2	42.7	65.3	应收账款周转天数	205	161	168	176	168
存货	17.4	35.5	40.4	55.4	81.4	存货周转天数	54	54	57	54	56
其他流动资产	0.0	-	-0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	477	383	1,434	1,939	1,475
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	230	204	186	190	199
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	8.6	2.0	20.0	20.0	20.0	ROE	20.2%	21.2%	3.4%	4.1%	5.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	15.6%	16.7%	3.1%	3.7%	4.9%
固定资产	8.6	13.3	8.4	8.9	9.6	ROIC	35.2%	43.1%	39.0%	35.0%	37.1%
在建工程	-	-	0.6	1.0	1.2	费用率					
无形资产	1.5	1.0	1.1	1.1	1.1	销售费用率	8.9%	7.7%	8.0%	9.5%	8.0%
其他非流动资产	1.3	2.8	7.6	8.0	8.2	管理费用率	17.2%	12.2%	13.5%	14.6%	13.5%
资产总额	149.6	222.7	1,672.1	1,741.7	1,849.7	财务费用率	0.7%	0.5%	-4.5%	-6.6%	-4.8%
短期债务	10.0	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	26.8%	20.3%	17.0%	17.5%	16.7%
应付账款	10.5	17.1	27.3	32.3	46.8	偿债能力					
应付票据	5.1	17.9	18.4	23.7	37.8	资产负债率	22.7%	21.2%	9.0%	9.3%	10.5%
其他流动负债	6.9	12.0	71.7	75.8	79.7	负债权益比	29.4%	26.9%	9.8%	10.3%	11.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.84	4.32	10.96	10.49	9.30
其他非流动负债	0.2	0.2	0.6	0.3	0.4	速动比率	3.32	3.57	10.68	10.15	8.88
负债总额	34.0	47.3	149.8	162.7	195.0	利息保障倍数	27.31	46.77	-4.88	-2.76	-4.21
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	70.0	76.0	102.0	102.0	102.0	DPS(元)	-	0.10	0.05	0.08	0.15
留存收益	45.5	99.4	1,420.3	1,477.0	1,552.7	分红比率	0.0%	28.2%	9.4%	12.5%	16.7%
股东权益	115.5	175.4	1,522.3	1,579.0	1,654.7	股息收益率					
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	23.4	37.2	51.8	64.8	90.9	EPS(元)	0.23	0.36	0.51	0.64	0.89
加: 折旧和摊销	5.5	3.2	0.8	0.8	0.9	BVPS(元)	1.13	1.72	14.92	15.48	16.22
资产减值准备	0.8	1.9	3.8	3.8	5.7	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	0.9	0.6	-10.7	-21.0	-21.0	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	0.9	-0.6	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-16.9	-16.0	10.1	-58.1	-83.0	CAGR(%)	40.5%	34.7%			
经营活动产生现金流量	15.8	27.5	55.7	-9.7	-6.4	PEG	-	-			
投资活动产生现金流量	-10.6	-13.1	-20.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	8.6	10.5	9.5	8.5	9.1
融资活动产生现金流量	-34.8	12.1	1,335.9	12.9	5.8	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师声明

王禹媚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034