

广电系智能电视“客厅文化”的缔造者

民生精品---调研简报/传媒行业

2012年3月12日

一、事件概述

近期，我们对同洲电子公司进行了现场调研，认为公司近年来战略转型初见成效，在创新商业模式推动下，公司有望成为广电系智能电视“客厅文化”的缔造者。

二、分析与判断

► 公司战略转型初见成效，经营基本面正在发生积极变化

1、近年来公司持续推进战略转型，积极打造新的商业模式。(1)公司正由无屏终端向有屏终端转型，整合广电与互联网资源，同时，商业模式亦从 B2B 向 B2B+B2C 转变。公司传统优势产品为机顶盒项目，目前公司已研发与推出三网融合型 3C 产品，主要涉及智能一体电视、智能手机、平板电脑等产品。2、公司正从卖产品向卖服务、卖内容转型。以智能一体电视为契机，公司从数字电视前端、终端、网络产品、软件平台、中间件产品、运营支持系统，迅速进入到以“甩信”为代表的三网融合增值业务与智能电视业务领域。3、公司最终将形成“技术平台+终端+内容+应用”的商业模式，打造智能电视的“苹果模式”、广电领域的“私家花园”。

2、公司经营基本面正在起变化，即将进入转型收获期。(1)由于公司持续推进战略转型，2010 年发生亏损，而 2011 年仅实现微利。我们判断，在 2011 年前三季度发生亏损情况下，公司于 2011Q4 实现扣非 EPS 约为 0.14 元，单季度利润得以积极改善。这主要是由于公司前端系统及增值业务实现收入增加、电视一体机及高清机顶盒等高毛利率产品出货比例增加所致。(2)2008~1H2011 年公司研发支出占比逐年提升，分别为 3.75%、5.58%、7.28%、8.76%，持续的研发投入为公司不断推出新产品和保持行业领先地位奠定了坚实基础。我们判断，未来几年公司将持续受益于智能电视产业蓬勃兴起、有线电视高清二次整转、直播卫星公共服务覆盖以及三网融合全面发展，公司将渐入收获期。同时，我们认为，公司转型投入在 2012 年将会大幅降低，毛利率得以提升，且公司将持续提高研发效率，缩短新产品研发周期。

3、公司积极参与广电三网融合实施进程，分享三网融合巨大投资蛋糕。(1)公司已经确立了在国内市场的龙头地位，在业内打造了最完善的数字电视产业链。在高清、双向交互、增值服务、数字电视整体解决方案的领先地位，业已成为广电公认三网融合第一品牌。(2)在全国三网融合首批 12 个试点城市中，公司与深圳、武汉、哈尔滨、南京、杭州的广电网络合作实施三网融合整体解决方案，第二批 42 个试点城市中，公司与四川、广东、湖北等省网广电实现了合作。(3)除西藏、海南外，全国各省均有公司的前端系统和机顶盒。且公司技术平台覆盖了全国 15 个省市，其中 11 个省全覆盖，数字电视解决方案覆盖用户数约为 7000~8000 万。(4)根据国务院三网融合领导小组专家组组长、中国工程院副院长邬贺铨估算，广电双向网络改造、机顶盒更新以及基于音视频内容的信息服务系统的投资需求，大约为 2490 亿元；而与三网融合紧密相关的下一代广播电视网（NGB）的投资需求将达到 3000 亿元。公司成长空间巨大。我们认为，在三网融合巨量投资需求背景下，公司未来的业绩成长性有望明显加快。

► 公司电视一体机的推广开启了智能电视终端销售新模式，推动文化价值显性化，是广电系智能电视“客厅文化”的缔造者

1、在终端产品上，公司推出了智能一体电视机，且获得韩国“现代”品牌授权，实现“Coship”、“Hyundai”双品牌运作。公司的智能一体电视达到“日系”电视硬件标准与性能，内置高清互动机顶盒、Cable Modem、Wi-Fi、蓝牙模块，支持 3D、Android 系统与应用、甩信、多屏互动等三网融合业务应用。目前推出的电视尺寸有：适合卧室与二次购机的 32”、针对不同客厅需求的 42”、55”。

2、在商业模式上，公司与有线电视运营商合作，通过“买收视、送电视”，“零元购

强烈推荐

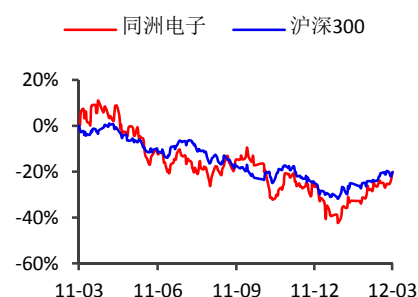
首次评级

合理估值：
20 元

交易数据（2012-3-9）

收盘价（元）	10.18
近 12 个月最高/最低	14.8/6.9
总股本（百万股）	341.48
流通股本（百万股）	260.42
流通股比例%	76.26%
总市值（亿元）	34.76
流通市值（亿元）	26.51

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：李锋

执业证书编号：S0100511010001

联系人：郑平

电话：(8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

联系人：胡琛

电话：(8610)8512 7645

Email: huchen_yjs@mszq.com

相关研究

机”的方式，快速推动公司智能电视与广电业务的市场拓展。“买收视、送电视”类似电信运营商的“存话费、送手机”模式，是一种典型的商业模式创新，实际上是推动“文化价值显性化”，即：通过智能电视机与文化内容价值的置换，让用户清晰量化和认识节目所承载的文化内容价值的大小。在推动文化产业上升为国民经济支柱性产业背景下，该模式容易获得相关政府部门的支持。

3、在合作伙伴选择上，公司目前已实现与湖北武汉、吉林长春等有线电视运营商合作。例如，公司与武汉有线的合作，从今年1月份起在其营业厅中推广智能电视，采取“3240元存3年节目收视费，送32寸电视”的方式进行营销，每天销量达到30台左右。公司计划全年在10个城市、100多个营业厅实现同步推广。我们判断，公司近期还将陆续与江苏南京、广东深圳等有线电视运营商达成合作推广协议。

4、公司在“零元购机”商业模式上的创新，将会受到有线电视运营商、用户的认可与接受，从而能够推动公司与广电系进行更为紧密的合作。理由如下：（1）由于在以往数字化整转、双向化改造以及高清交互推广工程中，有线电视运营商采取的是赠送机顶盒方式，需要额外承担机顶盒成本，公司“买收视、送电视”、“零元购机”模式，有效地减轻了有线电视运营商的成本压力。（2）公司将收视费以及其他节目费用一次性缴纳给有线电视运营商，使得有线电视运营商的收入更为确定和稳定，降低回款风险。（3）这种模式降低了用户对智能电视的消费门槛，用户易于接受，同时，亦快速提升了有线电视用户ARPU值。（4）公司的智能电视，对于开拓家庭第二电视终端的增量市场，起到了积极的挖潜作用。因此，这种商业模式将实现多方共赢的局面。

5、未来，公司将定位于广电系的“智能电视终端公司”，凭借“零元购机”模式，广电将大力推动智能电视产业的发展。（1）我们认为，公司在此背景下扮演的角色类似于中国电信的“天翼终端公司”或中国联通的“联通华盛”，电信运营商的手机终端公司推动了电信产业链的发展。（2）作为家庭客厅娱乐文化活动的**第一屏**，智能电视将实现从看电视、到用电视、玩电视的转变。在此背景下，公司将成为智能电视“客厅文化”的缔造者，为用户提供收视、点播、体感游戏、视频通话等业务和应用。同时，公司还将推出7寸、10寸屏的平板电脑——TiPAD，成为继智能电视之后的家庭娱乐文化第二智能屏。（3）不排除年内在国家级有线电视网络公司组建后，公司与广电系有着更为深度和紧密的合作，以助力广电整合智能电视产业链。

➤ 智能电视为公司2012年关键看点，同洲模式有望较快提升公司智能电视市场占有率

1、除推出智能一体电视之外，公司还前瞻性地介入内容产业。（1）2011年4月，公司与上海文广互动成立合资公司，以拓展全国数字电视市场。公司占49%股权。合资公司将为同洲电子平台覆盖的数字电视用户提供节目内容及其他增值服务，此外双方还将在客户、用户、渠道资源上互补，为全国数字电视运营商提供视频内容分发业务。（2）我们判断，公司将通过文广节目套餐包与各地有线电视运营商实现内容分成。

2、我们认为，公司依靠“买收视、送电视”模式，且依托有线电视营业厅，公司的智能电视市场占有率能够得到较快提升。（1）根据中怡康数据，2011年国内彩电销售4409万台，智能电视的零售量实现了524万台。中怡康预测2012年智能电视零售量将实现1863万台。2012年，公司仅1%的市场份额就可实现约19万台销量。（2）考虑到节目采购、机顶盒终端赠送费用，公司智能电视的毛利率为30%左右。

3、我们判断，公司智能电视终端占有率的提升，将为公司推广内容、应用业务奠定坚实的基础。

➤ 公司的前端系统与中间件、高清机顶盒以及直播卫星机顶盒业务将实现更快增长

1、公司的前端和中间件产品不再实施免费策略，而转向收费。（1）从2010年起已开始尝试收费，例如吉林省网、江苏省网。我们判断，随着三网融合进入试点后期，公司的前端系统与中间件收费将实现较快增长。前端系统收费主要是针对有线电视运营商机房改造与扩容；而中间件收费主要是针对新增机顶盒，收费为每台几十元不等。（2）当前，广电总局正在进行TV-OS的智能电视中间件系统和标准开发，所有的智能电视都必须与广电的智能电视标准对接，同时，存量机顶盒需要升级换代，这为公司提供诱人的中间件产品销售机会。

2、在三网融合进程推动下，智能、高清、双向、交互是机顶盒发展趋势，公司机顶盒产品将明显受益于这一趋势。(1)公司拥有年产 200 万台高清数字机顶盒生产线。截止到 2011Q3，我国高清数字电视机顶盒保有量累计到达 598.8 万台，公司高清机顶盒市场占有率为 9.69%。(2)我们认为，国内高清数字机顶盒市场容量超 1 亿台，未来几年公司的高清机顶盒出货量将明显加大，这将有助于提升公司有线电视接入设备产品毛利率。我们判断，2012 年公司高清机顶盒出货比例将达到 50%左右，销量实现 100%增长，且海外“金砖五国”的出货量增长亦将得到稳步提升。

3、直播卫星机顶盒为公司带来又一强劲增长机会。(1)为解决边远地区农民收听收看广播电视难的问题，中宣部、国家广电总局于 2011 年推出直播卫星公共服务“户户通”工程。按照广电总局计划，“户户通”工程将于 2015 年完成覆盖 2 亿农户、6 亿农民的目标，自 2012 年开始每年推广 5000 万用户。(2)公司拥有年产 400 万套直播卫星接收设备生产线。今年广电总局将启动 1600 万台直播卫星机顶盒招标项目，公司有望从中受益。

三、盈利预测与投资建议

公司近年来战略转型初见成效，在商业模式创新背景下，公司有望成为广电系智能电视“客厅文化”的缔造者。公司对于行业的掌控力在不断提升，凭借“技术平台+终端+内容+应用”核心商业模式，公司有望从所覆盖的千万量级用户中获得巨大收益；同时，公司正通过文化内容/应用资源聚合来强化公司的“传媒”属性。我们认为当前公司价值存在严重低估，建议投资者积极关注。

预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.05 元、0.50 元与 0.82 元，对应 PE 为 210X、20X 与 12X，公司十二个月内目标价可看高至 20 元，首次给予公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

1、用户消费偏好风险；2、市场竞争风险；3、利率波动风险；4、人力资源流失风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,301	2,010	3,286	4,579
增长率(%)	15.64%	-12.64%	63.47%	39.34%
归属母公司股东净利润(百万元)	(118)	17	172	281
增长率(%)	-346.63%	-114.01%	937.62%	63.29%
每股收益(元)	(0.35)	0.05	0.50	0.82
PE	(29.36)	209.62	20.20	12.37
PB	3.07	2.83	2.44	2.02

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,301	2,010	3,286	4,579
减：营业成本	1,923	1,601	2,554	3,514
营业税金及附加	3	4	7	9
销售费用	138	185	214	298
管理费用	280	221	299	412
财务费用	19	30	11	24
资产减值损失	50	55	20	10
加：投资收益	3	40	5	5
二、营业利润	(110)	(46)	187	317
加：营业外收支净额	33	66	20	20
三、利润总额	(76)	20	207	337
减：所得税费用	43	3	31	51
四、净利润	(120)	17	176	287
归属于母公司的利润	(118)	17	172	281
五、基本每股收益 (元)	(0.35)	0.05	0.50	0.82

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	-49.89	-127.44	21.82	14.75
成长能力:				
营业收入同比	15.6%	-12.6%	63.5%	39.3%
营业利润同比	-812.9%	-57.9%	-498.6%	70.3%
净利润同比	-349.8%	-114.1%	926.9%	63.4%
营运能力:				
应收账款周转率	2.22	2.01	2.76	2.59
存货周转率	7.04	5.93	8.79	8.38
总资产周转率	0.80	0.80	1.40	1.46
盈利能力与收益质量:				
毛利率	16.4%	20.4%	22.3%	23.3%
净利率	-5.1%	0.8%	5.2%	6.1%
总资产净利率 ROA	-4.2%	0.7%	7.4%	9.0%
净资产收益率 ROE	-10.1%	1.4%	13.1%	18.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.35	2.47	2.03	1.88
资产负债率	62.3%	38.5%	47.4%	52.0%
长期借款/总负债	6.9%	19.5%	15.6%	13.4%
每股指标 (元)				
每股收益	(0.35)	0.05	0.50	0.81
每股经营现金流量	0.10	0.96	(0.81)	(0.55)
每股净资产	3.31	3.60	4.16	5.02

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	689	178	136	267
应收票据	92	70	115	160
应收账款	1,091	905	1,479	2,060
预付账款	12	20	33	46
其他应收款	46	40	66	92
存货	389	288	460	632
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,319	1,501	2,287	3,257
长期股权投资	25	35	45	55
固定资产	288	283	287	290
在建工程	97	117	147	177
无形资产	91	82	73	64
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	683	517	552	586
资产总计	3,002	2,018	2,839	3,843
短期借款	849	0	0	0
应付票据	166	136	215	292
应付账款	499	400	613	808
预收账款	24	48	77	105
其他应付款	12	10	11	12
应交税费	(36)	5	10	15
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,718	599	925	1,232
长期借款	130	150	250	550
其他非流动负债	20	40	240	340
非流动负债合计	150	190	490	890
负债合计	1,871	790	1,415	2,122
股本	341	341	341	341
资本公积	499	499	499	499
留存收益	289	386	578	869
少数股东权益	2	2	5	11
所有者权益合计	1,131	1,229	1,424	1,721
负债和股东权益合计	3,002	2,018	2,839	3,843

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	35	327	(276)	(190)
投资活动现金流量	(158)	0	(55)	(55)
筹资活动现金流量	224	(839)	289	376
现金及等价物净增加	100	(511)	(42)	131

分析师与联系人简介

李锋，研究所所长。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
蔡虹	广深	0755-22662056	18665333929	caihong@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	Liuyi_sz@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。