

同洲电子(002052)

公司研究/点评报告

转型阵痛已过，业绩拐点将见

——同洲电子(002052) 2011 年年报点评

民生精品---点评报告/传媒行业

2012 年 4 月 12 日

一、事件概述

近期，同洲电子公司发布 2011 年年报：报告期内，公司实现营业收入 20.14 亿元，同比减少 12.45%；实现归属于上市公司股东的净利润 2,243.84 万元，同比增长 117.25%；实现基本每股收益为 0.07 元，扣非基本每股收益为 -0.08 元。

二、分析与判断

► 2011 年业绩基本符合预期，营收同比减少 12.45%，净利润同比增长 117.25%

1、业绩基本符合我们预期。公司盈利发生改善的原因为：(1) 公司推进前端系统和中间件收费，前端系统及增值业务实现收入超预期；(2) 公司实际出货尤其高毛利率产品出货数量超预期；(3) 公司处置 3G 手机相关技术以及房产导致营业外收入增加约 3615 万元。

2、公司整体毛利率提升明显，反映出公司战略转型正在取得初步成效。(1) 公司整体毛利率由 2010 年的 16.44% 升至 2011 年的 23.17%，同比增加 6.73 个百分点，且逐季提高。(2) 我们判断，毛利率提升是由于新产品成本有所下降，高毛利产品出货量持续增加所致，这表明公司近年来的战略转型正初步取得成效。

3、2011 年公司三项费用率——销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 8.35%、11.42% 与 2.64%。(1) 其中，销售费用率与财务费用率较上年提升 2.34 个百分点与 1.42 个百分点；管理费用率下降 0.76 个百分点。(2) 我们认为，在公司“加大应收帐款的催收和提高库存周转，合理控制贷款规模，拓展新的融资通道”的管控思路下，2012 年财务费用将得以降低。

4、公司研发投入为公司带来转型红利。(1) 2009~2011 年研发投入金额分别为 11,098 万元、16,747 万元与 14,128 万元，收入占比分别为 5.58%、7.28% 与 7.01%，近三年新产品方面研发投入较高，但我们判断，公司研发投入高峰或将结束。(2) 2011 年公司公开发明专利 155 件，授权发明专利 54 件，授权的实用新型专利 61 件，授权外观设计 58 件。我们认为，公司已经形成了一整套与三网融合技术相关的系统性知识产权，公司产品更新换代速度明显提升，未来三年公司将尽享自主研发成果“红利”。

► 产品结构出现调整，主要产品的市场竞争力增强

1、有线电视接入设备营收同比增长 0.93%，毛利率比上年同期增加 4.13%。主要原因是：(1) 新产品成本有所下降，高清机顶盒产品等高毛利产品在销售中的比重快速提升。(2) 公司适当扩充了产品类型，在保持传统的优势产品有线数字电视机顶盒市场竞争力的同时，公司努力扩展了 IPTV 机顶盒、无线地面数字电视机顶盒等产品。(3) 我们认为，2012 年高清机顶盒的出货量还将得到大幅提升，尤其是海外市场将推动高清机顶盒业务的营收高增长。2012 年度公司将加大对国际新兴市场的拓展力度，国际业务已确定 2012 年度为“印度年”，力求公司能够在印度这个目前国际数字电视行业最大的区域市场取得相应的市场份额。同时，公司也将加大了对金砖国家的市场拓展。

2、卫星电视用户终端设备营收同比减少 42.70%，而毛利率比上年同期增加了 5.13 个百分点。(1) 主要原因是 2011 年受国际经济形势影响，国外销售的卫星电视用户终端设备收入减少，但高毛利产品出货比例有所增加所致。(2) 我们认为，受益于国家实施的直播卫星公共服务“户户通”工程，2012~2015 年公司直播卫星机顶盒业务将重拾较快增长道路。(3) 我们判断，由于受国家直播卫星推广政策及市场因素影响，虽然公司停止了募投项目南通“年产 400 万套直播卫星接收设备”，但公司在深圳基地的产能能够满足直播卫星机顶盒的市场竞争要求。

3、其他设备营收大幅提升，较上年同期增长 110.90%。(1) 主要原因是公司中间件、

强烈推荐

维持评级

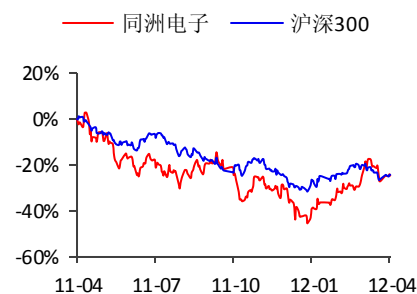
合理估值：

20 元

交易数据(2012-4-11)

收盘价(元)	10.16
近 12 个月最高/最低	14.19/6.90
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)	34.69
流通市值(亿元)	26.46

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

1. 《广电系智能电视“客厅文化”的缔造者》2012.03.12

前端设备以及增值业务等取得一定市场份额，业务毛利率较高。(2) 2011 年公司整体解决方案分别被天津、广东、兰州、江西、湖北等省市广电网络运营商选用，端到端解决方案继续保持领先地位。(3) 我们认为，目前公司已经为全国三分之一以上的广电网络运营商提供了整体解决方案，已成为事实上的广电标准，未来将有更多机会从前端系统扩容及中间件授权中收费。

➤ **公司“硬件+服务+内容+渠道”的垂直产业链整合战略实施已经初步具备条件，智能电视一体机商业模式竞争力得以强化**

1、硬件方面，智能数字电视一体机彰显公司智能终端产品的研发实力。公司 2011 年度重点推进了公司产品从无屏终端向有屏终端进军，成功开发了智能数字电视一体机产品，上市后取得了良好的市场效应，较好地带动了公司端到端解决方案的市场影响和相关产品的市场销售。我们认为，公司的智能数字电视一体机的推出，是公司从 B2B 到 B2B+B2C 商业模式的一次大转变，且智能数字电视一体机具有技术领先性，易于撬动广电相关市场。

2、服务与内容方面，公司在节目内容、增值业务开发、合作运营等方面与节目制作方、运营牌照资源方、增值业务开发商、广电运营商、电信运营商、电信增值业务运营商等展开合作。(1) 公司与上海文广互动合资成立文广视联，经营基于有线电视网络的视频分发业务。(2) 公司全资子公司龙视传媒，通过与第三方合作，提供集成可扩展的增值业务。(3) 三网融合业务已经被广电、电信运营商认可，北京、上海、深圳等多个城市已经实现了电信运营商与广电运营商的战略性合作。其中，公司的“甩信”是具有革命性的产品。(4) 我们判断，在拥有内容制作及分发平台、增值业务开发平台和三网融合业务运营平台的基础上，公司将获得领先的市场竞争优势。

3、渠道方面，智能终端产品的市场销售工作已搭建了大规模、大批量销售的基础。公司终端产品已经通过渠道快速进入终端卖场，形成品牌、市场、销售、服务的联动，初步实现了产品销售通道建设。我们判断，随着渠道的完善，“零元购机”的智能电视一体机商业模式竞争力将得以强化，有望成为公司未来发展的明星产品之一。

➤ **2012Q1与上年同期相比扭亏为盈，预计实现净利润约1000万元，同比增长约141%**

1、公司预计 2012Q1 净利润与上年同期相比扭亏为盈，我们预计，当季实现净利润约为 1000 万元，而上年同期亏损约为 2413 万元。我们认为，2012Q1 业绩实现盈利有利支持了我们的判断——公司转型阵痛时期基本渡过，2012 年将见业绩拐点，同洲将从低谷开始返身向上。

2、2012Q1 扭亏为盈的原因为：(1) 公司剥离非核心业务，相关销售费用、管理费用与去年同期减少；(2) 公司出货的高毛利率产品比例增加，导致整个毛利率比去年同期增加。

3、在 B2B 商业模式下，公司业绩具有一定波动性，通常 Q2、Q4 才是业绩确认季。(1) 我们认为，公司若要实现全年业绩均衡释放，尚需期待以智能电视一体机为主的 B2C 商业模式的更加成熟。(2) 我们向下修正我们此前对于公司 2012Q1 的业绩预判，但维持公司全年业绩预判。(3) 我们认为，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等多重因素，2012 年公司盈利能力将得到恢复并持续增强。

三、盈利预测与投资建议

公司经历了艰苦的转型阵痛期，目前各项业务呈现出良好的发展趋势。在三网融合加快发展进程中，公司“硬件+服务+内容+渠道”的垂直产业链整合战略实施已经初步具备条件，核心竞争能力得以强化。在商业模式创新背景下，随着智能数字电视一体机的成功推出，公司有望成为广电系智能电视“客厅文化”的缔造者。

公司业务平台覆盖 15 个省（其中 11 个省已全面覆盖），并与 8 个省市开展数字电视互动业务合作运营，拥有 7000~8000 万用户，三网融合智能产品渗透率的快速提升将成为公司未来三年的关键发展逻辑；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。

预计公司 2012~2014 年 EPS 分别为 0.50 元、0.82 元与 1.05 元，对应当前股价 PE 为 20X、12X 与 10X，公司十二个月内目标价可看高至 20 元，维持公司“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	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	2,014	3,213	4,223	4,852
增长率 (%)	-12.45%	59.49%	31.45%	14.90%
归属母公司股东净利润 (百万元)	22	169	279	358
增长率 (%)	-117.25%	655.02%	64.58%	28.47%
每股收益 (元)	0.07	0.50	0.82	1.05
PE	154.62	20.48	12.44	9.69
PB	3.08	3.29	2.57	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)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	2,014	3,213	4,223	4,852
减：营业成本	1,548	2,426	3,143	3,586
营业税金及附加	10	16	21	24
销售费用	168	218	283	320
管理费用	230	305	389	437
财务费用	53	46	58	63
资产减值损失	52	20	15	10
加：投资收益	15	5	5	5
二、营业利润	(32)	186	320	417
加：营业外收支净额	59	20	20	20
三、利润总额	27	206	340	437
减：所得税费用	5	37	61	78
四、净利润	22	169	279	358
归属于母公司的利润	22	169	279	358
五、基本每股收益 (元)	0.07	0.50	0.82	1.05

主要财务指标

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	820.88	20.47	14.04	11.32
成长能力:				
营业收入同比	-12.5%	59.5%	31.4%	14.9%
营业利润同比	-73.5%	-681.1%	71.5%	30.3%
净利润同比	-117.1%	655.0%	64.6%	28.5%
营运能力:				
应收账款周转率	1.78	2.32	2.27	2.14
存货周转率	6.21	9.74	9.19	8.74
总资产周转率	0.66	1.11	1.35	1.30
盈利能力与收益质量:				
毛利率	23.2%	24.5%	25.6%	26.1%
净利率	1.1%	5.3%	6.6%	7.4%
总资产净利率 ROA	0.7%	5.9%	8.9%	9.6%
净资产收益率 ROE	2.0%	15.5%	23.2%	23.4%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.30	1.59	1.60	1.75
资产负债率	62.3%	62.0%	61.4%	56.5%
长期借款/总负债	8.9%	15.4%	12.4%	11.9%
每股指标 (元)				
每股收益	0.07	0.50	0.82	1.05
每股经营现金流量	(0.12)	(1.70)	(0.33)	0.38
每股净资产	3.30	3.09	3.95	5.03

资产负债表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	506	0	0	0
应收票据	125	161	211	243
应收账款	1,169	1,606	2,112	2,426
预付账款	33	48	51	49
其他应收款	50	71	84	97
存货	259	400	519	592
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	2,142	2,286	2,976	3,406
长期股权投资	27	29	31	33
固定资产	335	337	339	339
在建工程	29	49	79	109
无形资产	86	78	69	60
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	845	493	517	541
资产总计	2,986	2,779	3,494	3,947
短期借款	581	637	856	836
应付票据	73	121	157	179
应付账款	464	606	754	825
预收账款	33	61	79	90
其他应付款	14	10	11	12
应交税费	2	2	2	2
其他流动负债	400	0	0	0
流动负债合计	1,646	1,438	1,859	1,944
长期借款	165	265	265	265
其他非流动负债	21	21	21	21
非流动负债合计	186	286	286	286
负债合计	1,860	1,723	2,144	2,230
股本	341	341	341	341
资本公积	502	502	502	502
留存收益	283	211	505	873
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,127	1,055	1,349	1,717
负债和股东权益合计	2,986	2,779	3,494	3,947

现金流量表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	(40)	(579)	(114)	130
投资活动现金流量	(8)	(37)	(47)	(47)
筹资活动现金流量	(146)	110	161	(83)
现金及等价物净增加	(195)	(506)	0	0

资料来源：民生证券研究所

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。