



业绩反转超市场预期，增长将延续

买入首次点评

目标价格：15 元

投资要点：

- 主营业务好转，国内市场占据半壁江山。
- 业务转型稳步推进，新业务新创意不断迸发
- 海外市场放量增长带动公司业绩反转。

报告摘要：

- **主营业务好转，国内市场占据半壁江山。**公司 1-9 月主营业务反转，前三季度的 EPS 可以达到 0.2 元，主要由于放弃毛利较低的订单以及加强费用控制。目前，公司数字电视业务平台覆盖 15 个省，用户近 7000 万，并与 8 个省市开展数字电视互动业务合作。经过三年的布局，公司已具备有线电视前端运营平台强大的客户基础与领先优势。
- **逐步实现无屏终端到有屏终端的转变，由卖产品转为卖服务。**智能化一体机是无屏终端到有屏终端转型的落脚点，一体机行业应用市场较好，工程订单数量激增。另外，公司从以往的靠送“软件”卖“盒子”转变为既卖“盒子”又卖“软件”的趋势，公司以往投入的研发成果已经开始形成又一个新的收入增长点。公司持续发挥互动平台整体解决方案的优势，保持了终端产品较高的毛利率。
- **海外市场放量增长带动公司业绩增长。**2012 年公司在非洲地区取得了突破性进展，成功获得首批 5 万台卫星接收机订单，这也意味着非洲地区的数字化已经开始发力，并必将为公司未来几年的业务带来新的机会点。另外，印度及俄罗斯市场在未来两年里都将保持较为强劲的增长。公司针对巴西、俄罗斯等新兴市场，逐步优化产品结构，实现销售业绩的稳定攀升。
- **盈利预测与估值：**预计 12、13 年公司的 EPS 为 0.6 和 1 元（不计非经营性损益为 0.4 和 0.7 元），按 9 月 18 日收盘价 9.74 元计算，对应的 PE 16.23X、9.74X。我们看好公司未来发展，给予 13 年 15 倍 PE，首次给予“买入”投资评级，未来 6 个月目标价 15 元。

单位：百万	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2300.95	2014.39	3607.07	6395.11	9398.34
YoY	15.64%	-12.45%	79.07%	77.29%	46.96%
净利润	-130.11	22.44	205.56	343.70	446.40
YoY	-511.66%	117.25%	816.13%	67.20%	29.88%
EPS	-0.381	0.066	0.602	1.006	1.307
PE	-	147.58	16.23	9.74	7.49

中小市值上市公司研究组

资深分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

联系人：

史余森

电话：010-88013570

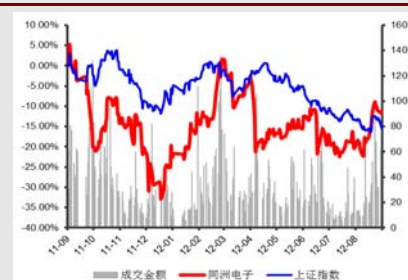
Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：

Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	9.74
流通市值(百万)	2536.07
总市值(百万)	3326.01
十二个月最高价	11.72
十二个月最低价	6.90

股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	13425	较分散
20111231	12703	较分散
20110930	12507	较分散

一、业务转型稳步推进

（一）智能化一体机是无屏终端到有屏终端转型的落脚点

2011 年底公司开始一体机的研发及前期渠道建设，目前深圳、武汉、长春已经建设较为完整的销售渠道并迅速有了市场销售收入，另外，贵州、江苏、天津、中山已经分别完成或正在进行前期的产品测试，这些完成之后会与广电签订意向合作书，实现进店销售。

2012 年上半年主要加强一体机上市产品测试及渠道开拓，目前为止，已进行销售网点达到 11 家，上半年渠道开拓，销售数量及收入目标达成率分别为 12%，30%和 19%。比较突出的亮点是一体机行业应用市场较好，工程订单数量激增，其中湖北武汉区域单一客户完成几千台工程订单。

2012 年上半年，公司对智能一体机的品牌策略和区域推广进行了调整，将先量（渠道数量）后质（单店日销售量，单店盈利能力）的模式调整为先质后量，从而加强样板区域的管理工作，集中资源，提升终端管理水平。在一体机研发进展方面，充分利用公司自有的软、硬件研发力量，开发出 LE01、LE02、LE03、LE08 等一系列基于 Android 操作平台的智能数字电视一体机，涵盖 19~55 寸等超薄窄边框，产品覆盖数字电视前端、终端、网络产品、软件平台、中间件产品、运营支持系统、内容产业等，并集成了各种主流 CA 系统，用于接收高、标清有线数字电视信号；除为用户提供高性能一流的视觉享受外，更为用户提供强大的如在线、股票、天气、新闻、音乐、杂志、教育等多项增值服务；通过内置 BT 模块，支持甩信、无线蓝牙耳机等功能；通过内置 Cable modem，根据不同机型为用户提供更加便捷的网络体验，支持以太网接入方式以及无线 WIFI 接入方式；通过内置 WIFI，可以实现手机、PAD、电视之间的资源互传和共享，让用户享受电视、手机、PAD 三屏互动的乐趣。

图 1：公司自有品牌一体机展示——coship



资料来源：宏源证券

图 2：公司采用韩国现代品牌生产的一体机展示



资料来源：宏源证券

（二）逐步实现“卖产品”到“卖服务”的转型

2012 年上半年，公司从以往的靠送“软件”卖“盒子”转变为既卖“盒子”又卖“软件”的趋势，公司以往投入的研发成果已经开始形成又一个新的收入增长点。另外，公司持续发挥互动平台整体解决方案的优势，在广东、辽宁、哈尔滨等区域借助前端平台系统的搭建和运营，保持了终端产品较高的毛利率，2012 年上半年高毛利率产品的出货量较上年同期相比有明显提高。

公司和广电共同建造数字电视技术、内容、业务、运营和集成交付平台，构建广电特色的应用商店和全国性的 SDN（服务分发网络），通过业务管理平台，整合产业链的 SP 和 CP，快速将业务分发至全国各地运营商。公司受益于三网融合的发展，提供智能电视一体机、平板电脑、机顶盒、手机等终端产品和电信增值业务、集成服务、节目套餐等服务，成为产品与服务的综合提供商。未来公司业务增长很大一块将受益于产品向服务转型带来的毛利变动。

图 3：公司发展框架图



资料来源：宏源证券

（三）依靠研发新技术新产品推动公司盈利增长

为保持盈利能力，公司的视讯终端产品线不断追求产品创新和技术创新。随着三网融合业务的推进，国内广电运营商对基于 Android 的高清智能机顶盒需求越来越多，公司研发的 N9008C 产品是 Android 操作系统，兼容广电的现有增值业务，支持互联网的 OTT，对广电的需求量身定做；带 WIFI 的高清机顶盒也是上半年主要研发的机型之一，它将广电网络与家庭网络融合于一体，在深圳天威已批量使用；除此之外基于 WIFI 的高清机顶盒上实现的双 SSID 功能，开辟了广电与其它运营商（移动等）合作的新模式，并在全国起到很好的示范效应，此功能已在广东省网顺利通过测试验收；高清机顶盒 N9201、N9201-CCM 和标清机顶盒 N7700 采用了 ALL-IN-ONE 的最新设计理念，大大降低了产品成本，提高了产品的稳定性，提升了产品的竞争力。这几个项目未来将为公司作出重要的利润贡献。

宽带产品线上半年完成 MINI-WIFI 的开发，产品小巧时尚，携带方便，配合 PAD，手机，笔记本使用，对用户来说是一种非常好的选择；Cable modem 的 DOCSIS3.0 产品也是宽带产品线的主要产品，其上行速率达 160Mbps，下行速率达 400Mbps，在北美和东南亚地区需求量非常大，国内的需求也处于快速增长阶段。2012 上半年宽带产品线还研发了基于高通的 AR74XX 的 EOC 系统，其中包括 EOC 局端，EOC 终端，EOC 网管，在国内和印度等地区有较大的市场需求。

二、海外业务放量成为公司明年业绩增长动力

（一）新兴市场开拓成果显现，未来两年将持续增长

2012 年上半年，拉丁美洲和东南亚地区的销售收入占海外销售收入的三分之二，俄罗斯联邦，东欧及其它地区占海外销售收入的三分之一。2012 年公司在非洲地区也取得突破性进展，成功获得首批 5 万台卫星接收机订单，这也意味着非洲地区的数字化已经开始发力，并必将为公司未来几年的业务带来新的机会点。

拉丁美洲市场一直是公司的主打市场，进入 2012 年以来，一方面在标清市场继续保持了平稳增长，同时高清接收机也开始放量出货，随着 2014 年巴西世界杯的临近，高清数字接收机将会在南美市场取得强劲增长，预计到 2013 年出货量将会与标清数字接收机持平，到 2014 年全面超过标清接收机。

由于印度政府通过有线数字电视整体平移法案，可以预期 2012 年下半年公司将会在印度有线平移市场取得较大增长，而同样由于俄罗斯联邦地区的数字平移进度的加快，公司 2012 年上半年在俄罗斯联邦地区新开发两个重要客户并开始大批量出货，印度及俄罗斯联邦市场在未来两年里都将保持较为强劲的增长。公司针对巴西、俄罗斯等新兴市场，逐步优化产品结构，实现销售业绩的稳定攀升。

（二）海外市场不断扩张，柬埔寨项目推进东南亚市场开拓

柬埔寨至高通讯传媒有限公司投资项目是公司未来几年建设的重要项目，公司与 CAF

和 UTL 三方成立至高通讯传媒，在柬埔寨境内进行以有线数字电视网、电信网及宽带互联网为基础的相关业务开发、建设、运营及投资，并预计未来三年将给公司的前端、机顶盒、一体机等产品带来乐观的销售收入。

至高传媒将建设柬埔寨唯一的以数字电视业务为基础的综合信息平台。无线与有线业务共同发展，利用行政与市场结合的手段，逐渐收并各地有线电视小网，真正形成全国“一张网”。以有线、无线两种方式，立体交叉、全面覆盖。以最先进的技术、最完善的运营，建设总前端的业务集成中心，集成标清、高清、立体数字电视、互动点播、家庭娱乐、网络电话、视频通讯、智能家居等服务。根据全国各类广大用户的需求，提供分业务、分层次、多元化、个性化的广播电视和信息服务。本项目规划数字电视总用户数 80 万，其中 20% 共计 16 万为 IPTV+宽带用户，80% 为地面数字电视用户共 64 万（包括 40 万中端用户和 24 万低端用户）。

基础网络建设以及基建部分建设工期为 2012 年—2015 年，共 4 年。该项目的预期利润情况还是比较可观，第三年即产生盈利。整个项目期间除回收完所有固定资产投入外，累计税后利润达到 12464 万美元。公司最终持有至高通信传媒 19.5% 的股份，按前述相关估算公司本次对外投资将产生的税后收益约为 2426 万美元。项目运营期间，如合资公司的终端设备全部由公司提供，则再增加收入（含 CA 卡）约 4986 万美元，参照公司及行业的毛利水平，收益约可再增加 1482 万美元。前端系统自有设备及代理集成部分的收益预期在 1000 万美元左右。综上所述，公司在整个项目期间可获益约 4876 万美元，高于合资公司平均收益。海外市场的扩张将带动公司业绩稳定增长。

三、主营业务好转，国内市场份额稳步扩大

2012 年 1-9 月，公司在国内市场表现也非常出色，主营业务反转，前三季度的 EPS 可以达到 0.2 元。上半年业绩大幅增长，主要是因为：1、报告期内公司加强合同评审，放弃毛利率较低的订单，高毛利的双向高清机顶盒销售比例大幅提升，导致公司前三季度产品毛利率上升；2、公司剥离非核心业务后，加强费用控制、优化内部管理，解决重复开发、提高研发效率，降低公司研发费用；3、报告期内公司收到的补贴收入增加。

从目前公司传统业务在国内市场发展情况来看，公司合作的省市范围不断扩大，和歌华有线、中国有线等厂家不断开展新的合作，在很多省市都建立业务平台。

公司从 2008 年开始大规模的有线网络前端业务平台的研发与推广，通过买断以及免费赠送获取增值业务分成等方式，迅速占领有线网络前端业务平台。它的数字电视解决方案涵盖了从业务/应用开发平台、运营支撑层、内容管理层、业务控制层、业务使能层、承载传输层和家庭终端层的所有方面。

目前，公司数字电视业务平台覆盖 15 个省（其中 11 个省已全面覆盖），覆盖用户近 7000 万；并且与 8 个省市开展数字电视互动业务合作运营。全国三网融合首批 12 个试点城市中，深圳、武汉、哈尔滨、南京、杭州的广电网络均与公司深入合作。非试点地区则包括成都广电、广西省网、吉林省网、天津广电、合肥广电等主要省市，均采用了公司的解决方案。数字电视整体平移市场占有率领先，现代之智能一体电视产品在深圳、武汉、吉林、江苏、贵州、哈尔滨等多个省市上市，与当地的运营商展开密切合作，开创套餐捆绑销售等营销模式。通过三年的布局，公司已经建立了自己在有线电视前端运营平台强大

的客户基础与领先优势。

四、盈利预测与估值

2012 年 1—9 月，公司业绩出现超市场预期的反转，预计为 6000-7000 万，前三季度的 EPS 可以达到 0.2 元，由于公司业绩好转来自于放弃毛利率较低的订单，高毛利的双向高清机顶盒销售比例大幅提升，从而增加公司前三季度产品毛利率以及公司剥离非核心业务后，加强费用控制，降低公司研发费用等措施，下半年的业绩将延续上半年的增长势头。预计全年业绩不计非经营性损益为 0.4 元，计算非经营性损益为 0.6 元，高于市场预期。预计 13 年业绩达到 1 元（不计非经营性损益 0.7 元）。按照 2012 年 9 月 18 日的股价 9.74 元计算，12 年和 13 年对应 PE 分别为 16.23 倍和 9.74 倍，我们预计 13 年的股价可以达到 15 元，首次给与“买入”评级。

报表预测

利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2300.95	2014.39	3607.07	6395.11	9398.34
减: 营业成本	1922.58	1547.73	2670.25	4776.56	6954.88
营业税金及附加	3.44	10.15	18.17	32.22	47.35
营业费用	138.28	168.11	229.92	407.63	599.06
管理费用	280.18	230.03	413.11	732.42	1076.37
财务费用	28.02	53.12	52.84	95.14	146.28
资产减值损失	52.85	52.49	49.22	49.22	49.22
加: 投资收益	3.14	15.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	-121.25	-32.09	173.55	301.91	525.17
加: 其他非经营损益	33.03	59.44	68.29	102.44	0.00
利润总额	-88.21	27.35	241.84	404.35	525.17
减: 所得税	43.30	4.91	36.28	60.65	78.78
净利润	-131.51	22.44	205.56	343.70	446.40
减: 少数股东损益	-1.40	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	-130.11	22.44	205.56	343.70	446.40
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	700.76	463.21	36.07	63.95	93.98
应收和预付款项	1241.16	1376.28	2673.70	4430.83	5960.85
存货	389.21	259.39	692.98	1010.62	1469.89
其他流动资产	0.15	0.11	0.11	0.11	0.11
长期股权投资	25.02	26.62	26.62	26.62	26.62
投资性房地产	3.10	2.89	2.42	1.95	1.48
固定资产和在建工程	384.82	363.93	259.82	155.72	51.61
无形资产和开发支出	91.00	86.37	74.16	61.94	49.72
其他非流动资产	298.11	364.71	357.63	350.54	350.54
资产总计	3133.33	2943.51	4123.52	6102.29	8004.82
短期借款	848.51	581.13	768.90	1674.43	2286.38
应付和预收款项	700.92	583.85	1370.52	2100.06	2944.25
长期借款	242.66	164.92	164.92	164.92	164.92
其他负债	238.36	486.82	486.82	486.82	486.82
负债合计	2030.44	1816.72	2791.16	4426.23	5882.37
股本	341.48	341.48	341.48	341.48	341.48
资本公积	499.30	502.36	502.36	502.36	502.36
留存收益	260.51	282.95	488.52	832.22	1278.61
归属母公司股东权益	1101.29	1126.79	1332.36	1676.06	2122.45
少数股东权益	1.59	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1102.88	1126.79	1332.36	1676.06	2122.45
负债和股东权益合计	3133.33	2943.51	4123.52	6102.29	8004.82
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	16.49	-55.12	-622.98	-874.68	-443.12
投资性现金净流量	-157.52	-7.99	58.05	87.07	0.00
筹资性现金净流量	223.94	-146.04	137.80	815.48	473.15
现金流量净额	81.03	-210.34	-427.14	27.88	30.03

财务分析和估值指标汇总

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
收益率					
毛利率	16.44%	23.17%	25.97%	25.31%	26.00%
三费/销售收入	19.40%	22.40%	19.29%	19.31%	19.38%
EBIT/销售收入	-1.80%	4.73%	8.09%	7.73%	7.06%
EBITDA/销售收入	0.96%	7.97%	10.16%	8.90%	7.78%
销售净利率	-5.72%	1.11%	5.70%	5.37%	4.75%
资产获利率					
ROE	-11.81%	1.99%	15.43%	20.51%	21.03%
ROA	-1.32%	3.24%	7.08%	8.10%	8.29%
ROIC	-7.44%	1.96%	13.29%	14.70%	16.05%
增长率					
销售收入增长率	15.64%	-12.45%	79.07%	77.29%	46.96%
EBIT 增长率	-198.60%	330.64%	205.98%	69.42%	34.30%
EBITDA 增长率	-78.16%	629.66%	128.22%	55.28%	28.55%
净利润增长率	-516.81%	117.06%	816.13%	67.20%	29.88%
总资产增长率	10.68%	-6.06%	40.09%	47.99%	31.18%
股东权益增长率	-10.72%	2.32%	18.24%	25.80%	26.63%
经营营运资本增长率	-9.30%	-14.05%	151.38%	86.11%	39.60%
资本结构					
资产负债率	64.80%	61.72%	67.69%	72.53%	73.49%
投资资本/总资产	48.39%	48.57%	54.96%	57.61%	57.14%
带息债务/总负债	53.74%	41.07%	33.46%	41.56%	41.67%
流动比率	1.32	1.31	1.32	1.31	1.33
速动比率	1.10	1.15	1.05	1.07	1.07
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率					
总资产周转率	0.73	0.68	0.87	1.05	1.17
固定资产周转率	7.99	6.01	13.88	41.07	182.11
应收账款周转率	1.95	1.56	1.41	1.50	1.63
存货周转率	4.94	5.97	3.85	4.73	4.73
业绩和估值指标					
EBIT	-41.35	95.37	291.81	494.40	663.96
EBITDA	22.01	160.58	366.47	569.06	731.53
NOPLAT	-119.76	29.73	189.99	333.17	564.37
净利润	-130.11	22.44	205.56	343.70	446.40
EPS	-0.381	0.066	0.602	1.006	1.307
BPS	3.225	3.300	3.902	4.908	6.215
PE	-25.56	148.23	16.18	9.68	7.45
PEG	0.11	0.87	N/A	N/A	N/A
PB	3.02	2.95	2.50	1.98	1.57
PS	1.45	1.65	0.92	0.52	0.35
PCF	201.70	-60.34	-5.34	-3.80	-7.51
EV/EBIT	-90.47	38.05	14.60	10.45	8.70
EV/EBITDA	169.99	22.60	11.62	9.08	7.90
EV/NOPLAT	-31.24	122.05	22.42	15.50	10.24
EV/IC	2.47	2.54	1.88	1.47	1.26
ROIC-WACC	-8.47%	0.93%	12.76%	13.39%	14.66%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员, 中国人民大学硕士研究生, 15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司: 壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、积成电子、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、富安娜、航民股份、报喜鸟、九牧王、七匹狼、首商股份、金亚科技等。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	李倩 010-88083561 liqian@hysec.com	王燕妮 010-88085993 wangyanni@hysec.com	张瑶 010-88013560 zhangyao@hysec.com	
华东 区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	李岚 02151782236 lilan@hysec.com
华南 区域	夏苏云 13631505872 xiasuyun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com	赵越 18930809316 zhaoyue@hysec.com	孙婉莹 0755-82934785 sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉 010-88085842 qinhan@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com			

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。