



三季度确认业绩反转

买入 维持

目标价格：15 元

投资要点：

- 高清、双向机顶盒占比提升，产品从无屏到有屏，从产品到服务。
- 海外市场多点开花。

报告摘要：

- **前三季度扣非后净利润 7300 万，扭转去年同期亏损格局。**公司三季度单季营收 5.4 亿，较上年同期增长 49%；前三季度收入累计 12 亿，与去年同期持平。前三季度扣非后净利润 7300 万，而去年同期亏损近 9000 万，公司业绩出现显著反转。全资子公司湖北同洲收到一次性高新技术产业扶持奖励资金 7500 万元，非经常性损益增加 3100 万。公司年报预增：2012 年全年预计净利润区间 1.9 亿-2 亿，对应 EPS 0.56-0.59 元。
- **高端产品比重提升，毛利回升。**公司加强合同管理，放弃毛利率低、回款较差的订单，双向、高清机顶盒销售占比大幅提升；与机顶盒相关的中间件销售收入也随之增加，毛利率从二季度 28% 回升至 36%。公司系统平台覆盖全国的 17 个省市，覆盖用户数超过 1 亿，并与 9 个省市开展数字电视互动业务合作，用户 7000 多万，具备有线电视前端运营平台强大的客户基础和领先优势。公司将逐步实现无屏终端到有屏终端的转变，由卖产品转向卖服务，发挥互动平台整体解决方案的优势。
- **海外市场放量增长带动公司业绩增长。**公司海外收入占比 40%，2012 年非洲地区取得了突破性进展，获得 5 万台卫星接收机订单；拉美市场产品结构升级，高清数字接收机占比提升；印度、俄罗斯、东南亚市场未来两年里都将保持强劲增长。
- **盈利预测与投资建议：**预计 12-14 年公司 EPS 为 0.58、1.0、1.3 元，对应 PE 17.2X、10.0X、7.7X。维持“买入”评级，未来 6 个月目标价 15 元，对应 13 年 PE 15X。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	2,301	2,014	1,974	2,566	3,157
YoY	16%	-12%	-2%	30%	23%
净利润(百万)	-130	22	199	342	445
YoY	-512%	-117%	785%	72%	30%
EPS	-0.38	0.07	0.58	1.00	1.30
PE	-26.2	151.9	17.2	10.0	7.7

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

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

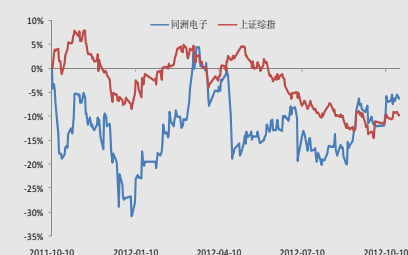
Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88085965

Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind

行情数据

当前股价	9.98
总股本(千股)	341,480
总市值(百万)	3,408
流通市值(百万)	2,599
12个月最高价	11.36
12个月最低价	6.9

数据来源：Wind

相关研究

同洲电子：业绩反转超市场预期,增长将延续
2012-09-19

- ▶ 前三季度扣非后净利润 7300 万, 扭转去年同期亏损格局。公司三季度单季营收 5.4 亿, 较上年同期增长 49%; 前三季度收入累计 12 亿, 与去年同期持平。前三季度扣非后净利润 7300 万, 而去年同期亏损近 9000 万, 公司业绩出现显著反转。全资子公司湖北同洲收到一次性高新技术产业扶持奖励资金 7500 万元, 非经常性损益增加 3100 万。公司年报预增: 2012 年全年预计净利润区间 1.9 亿-2 亿, 对应 EPS 0.56-0.59 元。
- ▶ 公司加强合同管理, 放弃毛利率低、回款较差的订单, 双向、高清机顶盒销售占比大幅提升; 与机顶盒相关的中间件销售收入也随之增加, 毛利率从二季度 28% 回升至 36%。
- ▶ 截止 2012 年 8 月, 我国有线电视用户 2.01 亿户, 其中有线数字电视用户 1.28 亿户, 数字化程度 63%。公司系统平台覆盖全国的 17 个省市, 覆盖用户数超过 1 亿, 并与 9 个省市开展数字电视互动业务合作, 用户 7000 多万, 具备有线电视前端运营平台强大的客户基础和领先优势。公司将逐步实现无屏终端到有屏终端的转变, 由卖产品转向卖服务。
- ▶ 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。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, 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, 提升产品和服务结构, 提升终端产品和服务的毛利率。
- ▶ 公司海外收入占比 40%, 2012 年非洲地区取得了突破性进展, 获得 5 万台卫星接收机订单; 拉美市场产品结构升级, 高清数字接收机占比提升; 印度、俄罗斯、东南亚市场未来两年里都将保持强劲增长; 公司新成立的国际通信传媒有限公司致力于柬埔寨国内有线数字电视网、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, 也将成为公司新的利润增长点。
- ▶ 盈利预测与投资建议: 预计 12-14 年公司 EPS 为 0.58、1.0、1.3 元 (不计非经营性损益为 0.4 和 0.7 元), 对应 PE 17.2X、9.9X、7.6X。维持“买入”评级, 未来 6 个月目标价 15 元, 对应 13 年 PE 15X。

表 1: 中国省级行政区有线电视数字化进程表

城市名称	数字电视用户(万户)	家庭数字化程度 [1]	有线数字化程度 [2]	城镇数字化程度 [3]	家庭用户数(万户)	有线电视用户(万户)	城镇家庭用户(万户)
北京市	362	43.94%	76.71%	50.95%	823.92	471.9	710.49
上海市	320	33.94%	51.02%	48.48%	942.76	627.2	660.08
天津市	242	50.02%	82.03%	77.75%	483.78	295	311.25
重庆市	301	30.89%	57.88%	71.73%	974.5	520	419.64
河北省	601.2	27.90%	79.97%	70.18%	2154.91	751.8	856.69
山西省	343.9	31.01%	74.32%	71.06%	1109.04	462.7	483.97
内蒙古	300	34.09%	94.34%	60.20%	880.04	318	498.31
黑龙江	522.7	38.85%	90.12%	73.33%	1345.26	580	712.8
吉林省	331	35.39%	67.14%	65.66%	935.17	493	504.11
辽宁省	465.9	29.55%	55.46%	46.14%	1576.62	840	1009.82
山东省	893.9	27.64%	50.93%	60.60%	3233.99	1755	1475.15
江苏省	1195	44.48%	60.66%	94.21%	2686.67	1970.1	1268.46
浙江省	1023.4	49.08%	77.38%	88.09%	2085.11	1322.52	1161.76
安徽省	317.8	16.18%	64.75%	40.36%	1963.73	490.8	787.43
江西省	320	26.17%	65.74%	59.81%	1223	486.8	535.05
福建省	413.9	33.16%	63.55%	64.69%	1248.32	651.28	639.8
河南省	123.3	4.56%	15.58%	14.41%	2705.48	791.17	855.59
湖南省	540.4	27.20%	77.65%	71.62%	1986.6	695.94	754.59
湖北省	592.8	32.53%	60.20%	62.77%	1822.15	984.64	944.43
广东省	1201.2	36.59%	66.59%	55.02%	3282.81	1804	2183.07
广西区	363.2	26.12%	64.17%	64.28%	1390.72	566	564.99
海南省	85.2	36.93%	77.45%	79.78%	230.68	110	106.79
四川省	436	15.98%	32.89%	38.20%	2728.81	1325.8	1141.36
贵州省	311	29.05%	78.42%	83.09%	1070.68	396.57	374.31
云南省	359.3	27.39%	67.28%	82.61%	1311.90	534	434.95
西藏区	4.8	6.76%	28.95%	30.46%	70.97	16.58	15.76
陕西省	389	33.47%	73.40%	70.76%	1162.30	530	549.75
宁夏区	80	40.66%	98.77%	81.62%	196.75	81	98.02
青海省	47.2	28.74%	98.33%	62.19%	164.21	48	75.9
新疆区	188	28.10%	90.38%	63.73%	669.12	208.01	294.99
甘肃省	183.2	24.93%	79.65%	69.22%	734.72	230	264.66

资料来源: Guideline Research, 中国数字电视, 宏源证券研究所

表 2: 财务报表预测

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,301.0	2,014.4	1,974.1	2,566.3	3,156.6
减:营业成本	1,922.6	1,547.7	1,342.4	1,642.5	1,988.6
营业税费	3.4	10.1	5.7	7.4	9.1
销售费用	138.3	168.1	163.9	218.1	277.8
管理费用	280.2	230.0	232.9	308.0	378.8
财务费用	28.0	53.1	49.7	43.4	37.2
资产减值损失	52.8	52.5	-12.9	8.6	10.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	3.1	15.2	-6.0	18.0	30.0
营业利润	-121.2	-32.1	186.4	356.3	485.1
加:营业外净收支	33.0	59.4	53.0	46.0	38.0
利润总额	-88.2	27.3	239.4	402.3	523.1
减:所得税	43.3	4.9	40.7	60.3	78.5
净利润	-130.1	22.4	198.7	342.0	444.6
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	688.9	506.1	590.2	604.0	714.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,137.7	1,219.1	1,184.5	1,539.8	1,894.0
应收票据	91.5	124.5	119.0	147.7	181.6
预付帐款	11.9	32.6	46.0	62.5	82.3
存货	389.2	259.4	218.8	267.7	324.2
其他流动资产	0.1	0.1	-0.3	5.6	11.5
长期股权投资	25.0	26.6	31.6	31.6	31.6
投资性房地产	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
固定资产	287.9	335.1	352.1	352.6	347.9
在建工程	96.9	28.8	11.8	8.4	7.7
无形资产	91.0	86.4	85.4	84.5	83.6
其他非流动资产	298.1	364.7	369.6	222.6	76.2
资产总额	3,121.4	2,986.4	3,011.6	3,329.8	3,757.8
短期债务	848.5	581.1	578.1	518.0	463.7
应付帐款	510.2	478.0	378.8	463.5	561.2
应付票据	166.3	73.2	62.5	76.5	92.6
其他流动负债	12.6	59.2	73.3	103.0	139.3
长期借款	242.7	164.9	164.9	164.9	164.9
其他非流动负债	23.8	49.1	51.1	21.5	-8.0
负债总额	2,018.6	1,859.6	1,725.9	1,770.5	1,842.8
少数股东权益	1.6	-	-	-	-
股本	341.5	341.5	341.5	341.5	341.5
留存收益	759.8	785.3	944.3	1,217.8	1,573.6
股东权益	1,102.9	1,126.8	1,285.7	1,559.3	1,915.0

表 3: 财务指标预测

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	15.6%	-12.5%	-2.0%	30.0%	23.0%
营业利润增长率	11655.3%	-73.5%	-680.8%	91.2%	36.1%
净利润增长率	-511.7%	-117.2%	785.5%	72.1%	30.0%
EBITDA 增长率	-159.8%	-243.2%	300.9%	61.7%	28.7%
EBIT 增长率	-368.3%	-122.6%	1022.8%	69.3%	30.7%
NOPLAT 增长率	-660.6%	-111.8%	1115.7%	73.4%	30.7%
投资资本增长率	-0.4%	-10.2%	18.7%	32.0%	23.7%
净资产增长率	-10.6%	2.2%	14.1%	21.3%	22.8%
利润率					
毛利率	16.4%	23.2%	32.0%	36.0%	37.0%
营业利润率	-5.3%	-1.6%	9.4%	13.9%	15.4%
净利率	-5.7%	1.1%	10.1%	13.3%	14.1%
EBITDA/营业收入	-2.0%	3.3%	13.6%	17.0%	17.8%
EBIT/营业收入	-4.1%	1.0%	12.0%	15.6%	16.5%
投资回报率					
ROE	-11.9%	2.0%	15.5%	21.9%	23.2%
ROA	-4.2%	0.8%	6.6%	10.3%	11.8%
ROIC	-10.6%	1.3%	17.1%	24.9%	24.7%
费用率					
销售费用率	6.0%	8.3%	8.3%	8.5%	8.8%
管理费用率	12.2%	11.4%	11.8%	12.0%	12.0%
财务费用率	1.2%	2.6%	2.5%	1.7%	1.2%
三费/营业收入	19.4%	22.4%	22.6%	22.2%	22.0%
偿债能力					
资产负债率	64.7%	62.3%	57.3%	53.2%	49.0%
负债权益比	183.0%	165.0%	134.2%	113.5%	96.2%
流动比率	1.32	1.30	1.43	1.66	1.90
速动比率	1.07	1.11	1.26	1.46	1.68
利息保障倍数	-3.33	0.40	4.75	9.21	14.04
业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
EPS(元)	-0.38	0.07	0.58	1.00	1.30
BVPS(元)	3.23	3.30	3.77	4.57	5.61
PE(X)	-26.2	151.9	17.2	10.0	7.7
PB(X)	3.1	3.0	2.7	2.2	1.8
P/FCF	17.3	-9.2	-61.3	-22.2	-95.5
P/S	1.5	1.7	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA	-76.4	51.0	12.9	8.4	6.6
CAGR(%)	-237.5%	170.6%	51.2%		
PEG	0.1	0.9	0.3	-0.1	-0.1
ROIC/WACC	-1.1	0.1	1.8	2.6	2.6
REP	-2.5	22.6	1.4	0.8	0.6

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，本科毕业于江西财经大学。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等。

主要研究覆盖公司：同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、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、金亚科技等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。