

受益三网融合，发力多屏合一

买入维持

目标价格：16.4元

年报：

公司2012年收入21亿，同比增长4.57%；归属母公司净利润1.93亿，同比大幅增长761%；扣非后净利润1.59亿，增长692%。2012年EPS 0.57元。2012年度分红预案：每十股送五转五，派1元。

点评：

- 公司利润大幅改善的原因在于产品结构改善、费用控制得当和确认递延所得税资产。**公司收入增长9200万，总体毛利率提高4个百分点，主要产品有线机顶盒产品结构升级，高清、双向占比提升，毛利率从19%提高到26%；卫星接收设备的毛利率也从2011年的21%提高到2012年的26%。销售费用和管理费用较2011年分别下降了1500万。公司的渠道建设持续推进，公司数字电视业务平台覆盖15个省份，用户接近8000万，并与8个省市开展数字电视互动业务合作，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。2012年度所得税费用为-4100万，比2011年度减少4600万，主要是2012年公司确认了递延所得税资产。
- 高清、双向机顶盒、多屏合一终端产品2013年开始发力。**年产200万台高清数字机顶盒和年产200万台双向互动数字机顶盒将于2013年量产，高清和双向机顶盒是传统机顶盒的替代产品，有望拉动公司机顶盒业务再上一个台阶。多屏合一的终端产品陆续发布：2012年12月公司发布了飞Phone，2013年4月公司发布了飞TV和摸摸派，至此公司电视、电脑、手机、平板的终端产品布局完成，2013年开始将是公司终端产品全面展开的元年。
- 盈利预测与投资建议：**预计13-15年收入分别25.2亿、30.3亿、36.3亿，净利润2.8亿、3.9亿、5.4亿，同比增长45%、40%、37%；对应EPS分别为0.82、1.15、1.59，PE16X、11X、8X。维持买入评级，调高未来六个月目标价至16.4元，对应2013年20倍PE。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,014	2,106	2,528	3,033	3,640
YoY	-12%	5%	20%	20%	20%
净利润	22	193	280	393	542
YoY	-117%	761%	45%	40%	38%
EPS	0.07	0.57	0.82	1.15	1.59
PE	196	23	16	11	8

中小市值上市公司研究组

首席分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88013568

 Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

 Email: likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

 Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

 Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

 Email: dengrui@hysec.com

行情数据

当前股价	12.9
总股本(千股)	341,480
总市值(百万)	4,405
流通市值(百万)	3,359
12个月最高价	13.98
12个月最低价	8.01

数据来源：Wind

相关研究

同洲电子：业绩反转超预期，增长将延续 20120919

同洲电子：三季报确认业绩反转 20121025

公司年报点评

公司今晚发布 2012 年年度报告，2012 年公司收入 21 亿，较去年同期增长 4.57%；归属母公司净利润 1.93 亿，较去年同期大幅增长 761%；扣非后净利润 1.59 亿，同比增长 692%。对应 2012 年 EPS 0.57 元。

同时公布 2012 年度分红预案：每十股送五转五，派 1 元。

公司利润大幅改善的原因在于：

1) 产品结构改善：公司收入较 2011 年增加 9200 万，总体毛利率从去年的 23.2% 提高到 27.3%；其中主要产品有线机顶盒由于产品结构升级，高清、双向占比提升，毛利率由 2011 年的 19% 提高到 2012 年的 26%；卫星接收设备的毛利率也从 2011 年的 21% 提高到 2012 年的 26%。此外，机顶盒出货较为稳定的区域中间件产品也有部分收入，从以往单纯卖“盒子”（机顶盒）向既卖“盒子”又卖“软件”（中间件）转变。

2) 费用控制得当：销售费用和管理费用较 2011 年分别下降了 1500 万。公司的渠道建设持续推进，目前公司数字电视业务平台覆盖 15 个省份，用户接近 8000 万，并与 8 个省市开展数字电视互动业务合作，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。

3) 确认递延所得税资产：2012 年度所得税费用为 -4100 万，比 2011 年度减少 4600 万，主要是 2012 年公司确认了递延所得税资产。

受益三网融合，发力多屏合一

未来国内传统的机顶盒业务增长相对缓慢，收入的提升需要依靠高清、双向等高端机顶盒产品的拉动和新产品的拓展。

1) 高清和双向 2013 年开始贡献业绩：公司年产 200 万台高清数字机顶盒生产项目 12 年基建工程已经全部完成，13 年经工程验收和安装设备后可以达产。年产 200 万台双向互动数字机顶盒生产项目已于 2012 年底达产。高清和双向机顶盒是传统机顶盒的替代产品，有望拉动公司机顶盒业务再上一个台阶。

2) 公司新产品多屏合一 2013 年将发力：2012 年 12 月公司发布了飞 phone，2013 年 4 月公司发布了飞 TV 和摸摸派，至此公司电视、电脑、手机、平板的终端产品布局完成，2013 年开始将是公司终端产品发力的元年。

公司自 2009 年就开始研发关于多屏互动的技术，该技术领域已累计 122 件中国专利申请，其中发明专利占 90% 以上，并且还申请了 41 件 PCT 国际专利申请。这些专利主要涉及数字电视接收终端、移动终端、数字电视一体机之间的互联互通互动，以及为改善用户体验所做的功能性优化，为公司打造“硬件+服务+内容+渠道”的综合产品融合营销积累了技术储备。

飞 TV、飞 Phone、摸摸派三大产品可以把电视内容同步“映射”到手机和 PAD 上，并由手机和 PAD 同步控制电视，实现了“大屏映小屏、小屏管大屏”的低延时操作视听。

图 1: 飞 Phone

飞 Phone

概述 功能 图集 参数 立即购买

视频也发烧
最顶级的硬件配置
前所未有的视频播放能力

视频新四核, 高性能低功耗
2GB大内存/16G (32G) 高速内存
4.7英寸超高清SHARP IPS视网膜屏
800万背照式相机/200万前置摄像头

¥1799



资料来源: <http://www.feishop.com.cn/>, 宏源证券研究所

图 2: 飞 TV

飞 TV

概述 功能 参数

一举三得
是高清电视
是高清智能电视盒
也是双频高速无线路由

1080P 全高清不闪式3D屏幕
双核1.2G高速处理器
1GB大内存/4GB高速闪存
流线动感造型

¥ 即将发售



资料来源: <http://www.feishop.com.cn/>, 宏源证券研究所

3) 2012 年底国家广电网络公司组建方案获批, 其将获得工信部双向接入牌照, 获准经营国内基础电信接入服务, 国内电信服务和宽带接入市场被三大电信运营商垄断的局面将打破, “三网融合”有望加快, 公司目前是国内唯一可提供全套广电网络运营解决方案的企业, 已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, 将在全国“三网融合”带来的巨大市场机遇中占据优势地位。

盈利预测与估值

预计 13-15 年收入分别 25.2 亿、30.3 亿、36.3 亿, 净利润 2.8 亿、3.9 亿、5.4 亿, 同比增长 45%、40%、37%; 对应 EPS 分别为 0.82、1.15、1.59, PE15X、11X、8X。维持买入评级, 未来六个月目标价 16.4 元, 对应 2013 年 20 倍 PE。

财务报表及附录

表 1: 公司 2013-2015 年财务报表预测

利润表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,014.4	2,106.4	2,527.7	3,033.3	3,639.9
减: 营业成本	1,547.7	1,524.6	1,718.9	2,002.0	2,329.6
营业税费	10.1	22.6	14.5	17.4	20.9
销售费用	168.1	153.2	202.2	236.6	276.6
管理费用	230.0	215.6	252.8	303.3	364.0
财务费用	53.1	71.7	58.7	62.7	68.5
资产减值损失	52.5	29.8	2.1	4.3	4.2
营业利润	-32.1	100.0	278.6	406.9	576.1
加: 营业外净收支	59.4	51.9	40.0	40.0	40.0
利润总额	27.3	152.0	318.6	446.9	616.1
减: 所得税	4.9	-41.2	38.2	53.6	73.9
净利润	22.4	193.2	280.4	393.3	542.1
资产负债表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	506.1	292.1	353.4	441.5	654.9
应收帐款	1,219.1	1,485.4	1,765.9	2,119.1	2,543.0
应收票据	124.5	35.2	62.3	74.8	89.8
预付帐款	32.6	78.4	95.5	115.6	138.9
存货	259.4	301.5	324.0	381.7	449.3
其他流动资产	0.1	3.4	5.4	10.5	16.6
长期股权投资	26.6	145.1	169.5	186.5	205.1
投资性房地产	2.9	2.7	-	-	-
固定资产	335.1	354.2	366.9	380.2	390.6
在建工程	28.8	4.2	10.8	12.2	12.4
无形资产	86.4	115.4	112.5	109.7	107.0
其他非流动资产	364.7	370.1	386.6	406.5	430.2
资产总额	2,986.4	3,187.7	3,653.1	4,238.3	5,037.7
短期债务	581.1	884.9	1,060.7	1,165.3	1,337.0
应付帐款	478.0	558.4	579.2	674.6	785.0
应付票据	73.2	138.6	141.3	164.5	191.5
其他流动负债	59.2	71.6	104.8	142.0	186.6
长期借款	164.9	46.6	46.6	46.6	46.6
其他非流动负债	49.1	78.1	82.3	87.4	93.5
负债总额	1,859.6	1,865.9	2,107.0	2,377.5	2,743.3
股本	341.5	341.5	341.5	341.5	341.5
留存收益	785.3	980.3	1,204.6	1,519.3	1,953.0
股东权益	1,126.8	1,321.8	1,546.1	1,860.7	2,294.4
现金流量表	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动产生现金流量	-40.2	223.5	61.7	192.9	288.3
投资活动产生现金流量	-8.0	-242.6	-64.2	-68.0	-69.6
融资活动产生现金流量	-146.0	-217.5	61.1	-36.8	-5.3

表 2: 公司 2013-2015 年财务报表预测

财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
成长性					
营业收入增长率	-12.5%	4.6%	20.0%	20.0%	20.0%
营业利润增长率	-73.5%	-411.7%	178.5%	46.1%	41.6%
净利润增长率	-117.2%	761.2%	45.1%	40.3%	37.8%
EBITDA 增长率	-243.2%	228.9%	68.6%	36.5%	35.1%
EBIT 增长率	-122.6%	716.8%	96.4%	39.2%	37.2%
NOPLAT 增长率	-111.8%	1221.3%	39.3%	39.2%	37.2%
投资资本增长率	-10.2%	66.0%	22.0%	16.2%	16.5%
净资产增长率	2.2%	17.3%	17.0%	20.4%	23.3%
利润率					
毛利率	23.2%	27.6%	32.0%	34.0%	36.0%
营业利润率	-1.6%	4.7%	11.0%	13.4%	15.8%
净利率	1.1%	9.2%	11.1%	13.0%	14.9%
EBITDA/营业收入	3.3%	10.5%	14.7%	16.8%	18.9%
EBIT/营业收入	1.0%	8.2%	13.3%	15.5%	17.7%
运营效率					
固定资产周转天数	56	59	51	44	38
流动营业资本周转天数	136	173	212	219	219
流动资产周转天数	399	371	342	341	348
应收帐款周转天数	202	218	217	217	217
存货周转天数	67	56	51	48	47
总资产周转天数	546	528	487	468	459
投资资本周转天数	217	261	301	298	289
投资回报率					
ROE	2.0%	14.6%	18.1%	21.1%	23.6%
ROA	0.8%	6.1%	7.7%	9.3%	10.8%
ROIC	1.3%	18.5%	15.6%	17.8%	21.0%
费用率					
销售费用率	8.3%	7.3%	8.0%	7.8%	7.6%
管理费用率	11.4%	10.2%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用率	2.6%	3.4%	2.3%	2.1%	1.9%
三费/营业收入	22.4%	20.9%	20.3%	19.9%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	62.3%	58.5%	57.7%	56.1%	54.5%
业绩和估值指标					
EPS (元)	0.07	0.57	0.82	1.15	1.59
BVPS (元)	3.30	3.87	4.53	5.45	6.72
PE (X)	196.3	22.8	15.7	11.2	8.1
PB (X)	3.9	3.3	2.8	2.4	1.9
P/FCF	-11.9	-13.4	120.1	36.3	16.5
P/S	2.2	2.1	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	65.9	22.6	13.9	10.3	7.6

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。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, 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、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 金宇集团、浙江震元、中弘股份、中福实业、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、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、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、航民股份、报喜鸟等。

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	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。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。