



广电第二梯队设备商期待逆袭

增持 维持

目标价格：8.00元

投资要点：

- 上半年收入 2.9 亿元同比增长 123%，净利润 354 万元同比下降 96%
- 机顶盒国内市场空间萎缩带来销售压力，哈佛国际成为新的负担
- 广电运营商省网整合后，二线厂商生存空间压缩，期待新业务逆袭

报告摘要：

- 中报收入 2.9 亿元增长 123%，净利润 354 万元下滑 96%。**受哈佛国际并表影响，公司上半年收入大增超过 100%，同时受哈佛国际陷入亏损的拖累公司净利润大幅下降 96%。公司机顶盒业务景气度继续下滑，收入保持增长但是毛利下滑至 26%。
- 省网整合后，压缩了二线设备商的生存空间。**公司属于区域性机顶盒生产商，优势市场在四川为主的西南省份。在各地广电省网整合逐渐完成后，公司主攻地市运营商的销售策略受到极大影响，被迫与创维、九洲、同洲等一线厂商直接竞争，机顶盒的市场份额和毛利受到压制。
- 寄予厚望的哈佛国际被证明是业绩毒药。**哈佛国际拥有的销售渠道集中在数模整转比例较高的英国和澳大利亚，同样面临市场容量萎缩的困境，收购前连年亏损。收购后哈佛国际 20% 的毛利率不足以涵盖其高昂的运营成本。事实证明进入衰退期的机顶盒产品无法负担高成本的渠道开支，通过经销商开拓国际市场可能是更好的选择。
- “去广电化”成为公司逆袭的选择。**在大电信领域，广电历史上承载了过多福利性质而发展较慢，如今电信运营商大举进入广电运营领域让广电行业景气不断下滑。公司围绕“三网融合”提出了“去广电化”战略，逐步开发相应的终端产品，积极推广物联网示范应用工程。虽然目前“去广电化”对业绩尚未形成贡献，但是后续发展潜力较大。
- 盈利预测与估值。**谨慎看好公司在“去广电化”战略下的凤凰涅槃，预测公司 13-15 年 EPS 分别为 0.09/0.09/0.10 元，维持增持评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	215.54	476.50	559.60	655.55	764.46
增长率 (%)	1.53	121.07	17.44	17.15	16.61
归母净利润(百万)	47.27	29.40	22.51	24.88	27.33
增长率 (%)	-12.12	-37.81	-23.43	10.51	9.85
每股收益	0.18	0.11	0.09	0.09	0.10
市盈率	173.30	278.65	88.39	79.98	72.81

中小市值公司研究组

首席分析师：

王凤华 (S1180511010001)

新财富 2012 年最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

研究助理：

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



基础数据

当前价格 (元)	7.52
6 个月最高/低(元)	7.89/5.06
总市值 (亿元)	19.90
流通市值 (亿元)	13.39
大股东持股 (%)	27.21
十大流通股东 (%)	12.69

相关研究

《金亚科技：海外收购即将尘埃落定》

2012/6/4

《中小市值周报 20130818：乌龙指打乱节奏，市场面临多维冲击》

2013/8/17

《中小市值周报 20130811：循着行业政策，走精选个股路线》

2013/8/12

《中小市值周报 20130804：“微刺激”下的明天会更好》

2013/8/4

表 1：公司盈利预测及估值

单位:百万元				
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	476	560	656	764
YoY	121%	17%	17%	17%
营业成本	340	423	494	574
营业税金及附加	4	4	5	6
销售费用	22	28	33	38
管理费用	79	90	105	122
EBITDA	54	38	47	54
YoY	32%	-30%	25%	14%
EBIT	31	15	19	24
财务费用	(11)	(8)	(7)	(4)
非经营性/经常性损益	(8)	3	3	4
利润总和	34	26	29	32
所得税费用	4	4	4	4
净利润	29	23	25	27
YoY	-38%	-23%	11%	10%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	29	23	25	27
YoY	-38%	-23%	11%	10%
资产负债表				
资产	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	533	471	409	360
应收款项	313	336	393	459
预付款项	20	28	33	38
存货	106	120	140	163
其他流动资产	4	0	0	0
流动资产合计	976	954	974	1020
固定资产	66	108	108	108
在建工程	13	13	17	18
无形资产	117	115	114	113
非核心资产	79	0	0	0
非流动资产合计	276	237	239	239
资产总计	1252	1191	1213	1259
负债				
短期借款	100	63	47	41
应付款项	167	200	233	272
预收款项	28	17	20	23
其他应付款	28	20	20	20
其他流动负债	18	20	20	20
流动负债合计	342	320	339	376
长期借款	143	114	92	73
长期经营性负债	8	0	0	0
其他非流动负债	10	0	0	0
非流动负债合计	161	114	92	73
负债合计	503	434	431	449
股本	265	265	265	265
资本公积金	322	322	322	322
留存收益	163	185	210	237
归属母公司股东权益	749	772	797	824
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	749	772	797	824
负债和股东权益合计	1252	1206	1227	1274

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流				
净利润	29	23	25	27
折旧与摊销	23	23	29	30
财务费用	8	-8	-7	-4
非经常性/非经营性损益	10	-3	-3	-4
营运资金的减少	-59	-26	-46	-52
长期经营性负债的增加	0	-18	0	0
经营活动现金流净额	12	-9	-3	-2
投资活动现金流				
固定资产购建	-40	-54	-20	-20
无形资产购建	0	-10	-10	-10
非经常性或非经营性损益	-74	3	3	4
非核心资产的减少	-7	79	0	0
投资活动现金流净额	-121	18	-27	-26
筹资活动现金流				
短期借款增加	173	-37	-16	-6
长期借款增加	3	-29	-23	-18
股本及资本公积增加	0	0	0	0
财务费用及红利等	-24	8	7	4
筹资活动现金流净额	152	-57	-33	-20
现金及现金等价物净增加额	42	-48	-62	-48
现金及现金等价物期末余额	519	471	409	360

主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
盈利能力				
ROE	3.9%	2.9%	3.1%	3.3%
净利润率	6.2%	4.0%	3.8%	3.6%
毛利率	28.6%	24.5%	24.7%	24.9%
营业费用率	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用率	16.6%	16.0%	16.0%	16.0%
财务费用率	-2.3%	-1.5%	-1.0%	-0.5%
资本结构				
资产负债率	40.1%	36.4%	35.5%	35.7%
权益乘数	1.67	1.54	1.52	1.53
流动资产/总资产	78.0%	80.1%	80.3%	81.0%
流动负债/总负债	68.0%	73.7%	78.8%	83.7%
偿债能力				
流动比率	2.85	2.98	2.87	2.71
速动比率	2.55	2.61	2.46	2.28
产权比率	0.67	0.56	0.54	0.55
归属母公司股东权益/负债	1.49	1.78	1.85	1.83
营运能力				
存货周转率	5.26	3.75	3.81	3.79
应收账款周转率	2.06	1.72	1.80	1.79
流动资产周转率	0.57	0.58	0.68	0.77
固定资产周转率	7.53	6.41	6.05	7.08
总资产周转率	0.45	0.46	0.55	0.62
每股和估值指标				
EPS(元)	0.11	0.09	0.09	0.10
BPS(元)	2.83	2.92	3.01	3.11
P/E(x)	67.68	88.39	79.98	72.81
P/B(x)	2.66	2.58	2.50	2.41

资料来源：宏源证券

作者简介：

王凤华：宏源证券研究所首席分析师，分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组，《新财富》2012年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。16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，10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：金亚科技、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、煌上煌、积成电子、开尔新材、超华科技。

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoxue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyan ni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
银行/信托		朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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范围包括证券投资咨询业务。