

谨慎增持 —— 首次

日期: 2013年9月12日

行业: 传媒行业



张涛 滕文飞
021-53519888-1967
Zhangtao@shzq.com
执业证书编号: S0870510120023
执业证书编号: S0870510120025

亿通科技 (300211.SZ) 证券研究报告/公司研究/公司深度研究

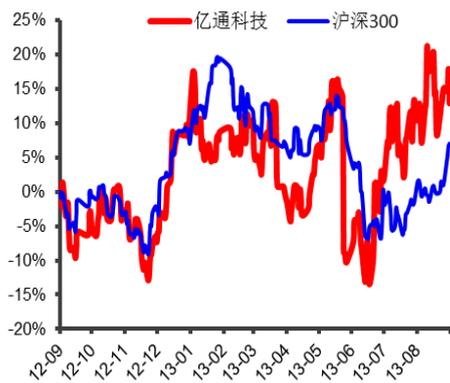
有线网络融资放开 NGB 网络建设加速

报告日股价 (元)	16.62
12mthA 股价格区间 (元)	11.10/17.90
总股本 (百万股)	64.50
无限售 A 股/总股本	35.94%
流通市值 (百万元)	379
每股净资产 (元)	7.33
PBR (X)	2.27

王振洪	48.40%
马晓东	3.36%
周晨	2.82%

下一代有线电视网络设备	42.92%
智能化监控工程	24.32%
有线电视网络光传输设备	22.88%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZT13-CR03
首次报告日期: 2013-9-12
相关报告:

■ 投资摘要:

估值与投资建议

我们预计 13/14/15 年每股盈利分别为 0.44/0.65/0.79 元, 目前股价 (16.62 元) 对应动态市盈率分别是 38/25/21x。根据我们绝对估值和相对估值的结果, 公司合理价值为 19.50~23.40 元/股, 目前股价具有一定的安全边际, 我们给予谨慎增持的评级。

核心假设

(1) 假设: 江苏、天津等现有市场稳步增长, 常州、山东和贵州省市场会有较大的突破。13/14/15 年的下一代有线电视网络设备增长率分别为: 45%/50%/30%, 智能化监控设备同比增长 60%/75%/35%; (2) 管理费用 (研发支出) 收入占比稳中有降, 2013 年政府补助预期有 300 万元以上; (3) 视频监控业务在外地有所突破。

与市场预期的差异之处

目前市场普遍认为有线运营商缺钱, 难以进行 NGB 建设, 我们认为有线网络双向网改 (NGB 建设融合) 正在加速, 首先政府放开了有线网络股权融资, 同时有线运营商正在利用资本市场融资 (电广传媒增发)、股权融资 (贵州广电和云南广电引入战略投资者)、设备商 BT 模式 (江西广电 BT) 等方式融资建设, 有线网络 NGB 进入规模建设阶段。

公司作为主要的广电设备商, 同时具有成熟广视频监控建设及运营经验, 目前公司的成熟市场江苏 (常州、太仓和常熟等) 和天津市场稳步增长, 其他省市市场 (山东、贵州等) 有望获得大的突破, 打开公司进一步成长的空间。

股价变化的催化因素

(1) NGB 建设的中标; (2) 收购中小设备商; (3) 政府补助加大。

核心假设或逻辑的主要风险

(1) 江苏、天津等市场建设推迟; (2) 山东、贵州等地招投标延后。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	225.28	216.48	283.37	398.19	494.96
年增长率 (%)	1.16%	-3.91%	30.90%	40.52%	24.30%
归属于母公司净利润	26.14	23.59	28.41	42.15	51.19
年增长率 (%)	-21.08%	-9.77%	20.44%	48.36%	21.46%
每股收益 (元)	0.405	0.366	0.440	0.653	0.794
PER (X)	41	45	38	25	21

数据来源: 上海证券整理 9 月 11 日收盘价

目录

一.	估值与投资建议	4
1.1	公司盈利预测	4
1.2	DCF 绝对估值: 合理估值 29.83 元/股	4
1.3	相对估值: 合理估值区间 19.50 元-23.40 元	5
1.4	估值结论: 合理估值区间 19.50 元-23.40 元	6
1.5	投资风险提示	6
二.	公司概况:	6
2.1	公司的结构	6
2.2	目前业绩主要来源	7
三.	重新认识有线网络的价值	8
3.1	有线网络是党的重要媒体传输平台	8
3.2	有线网络的物理特性体现其价值	8
3.3	DVB+OTT 运营模式适应未来发展	9
四.	运营商跳过双向网改直接上 NGB	10
4.1	网络改造方案及演进路径明确	10
4.2	中央、地方政府支持双向网改加速	11
4.3	有线运营商开始加速网改	12
五.	公司的核心价值	13
5.1	国内主要的有线网络设备商	13
5.2	可以快速复制的有线网络视频监控业务	15
5.3	公司在技术研发的投资	17
5.4	公司的业绩预测	18

图

图 1	公司主要业务收入比较, 单位: %	7
图 2	公司业务收入及净利润增速, 单位: 百万	8
图 3	广播与 IP 流量成本的拐点	9
图 4	“DVB+OTT”的互补性	9
图 5	全球混合广播电视现状	10
图 6	截止 2012 年底不同技术方案的市场份额	10
图 7	2012 年不同技术方案市场增速比较	10
图 8	2012 主要省份及城市 EPON+EoC 具体方案选型情况	11
图 9	2013H 公司的收入结构	13
图 10	2012 年公司的收入结构	13
图 11	近年公司的研发支出处于高位	18

表

表 1	公司业绩预测	单位: 百万元	4
表 2	公司 WACC 的相关假设及计算 (单位: %)		4
表 3	DCF 估值结果		5
表 4	敏感性分析		5
表 5	国内可比公司估值情况		6
表 6	公司主要子行业及相关产品		6
表 7	近年公司的应收账款状况		14
表 8	近年公司的其他应收账款状况		15
表 9	近年公司的视频监控项目		16
表 10	近年公司的应收账款结构及占收入比例		17
表 11	公司各业务收入预测		18
表 12	亿通科技损益简表及预测 (单位: 百万元)		19

一. 估值与投资建议

1.1 公司盈利预测

公司收入增长主要来源于下一代有线网络设备、视频监控业务, 我们预计 2013 年-2015 年公司的收入增长分别为 30.90%、40.52%和 24.30%, 2013 年-2015 年摊薄后每股收益分别为 0.44 元, 0.65 元和 0.79 元。

表 1 公司业绩预测 单位: 百万元

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入	222.69	225.28	216.48	283.37	398.19	494.96
增长速度	11.64%	1.16%	-3.91%	30.90%	40.52%	24.30%
净利润	33.12	26.14	23.59	28.41	42.15	51.19
增长速度	25.45%	-21.08%	-9.77%	20.44%	48.36%	21.46%
摊薄后每股 收益 (元)	0.514	0.405	0.366	0.440	0.653	0.794

资料来源: 上海证券研究所整理

1.2 DCF 绝对估值: 合理估值 29.83 元/股

在此对 2013-2015 年公司的业绩予以测算, 稀释每股收益为 0.44 元、0.65 元和 0.79 元。基于我们的业绩预期, 我们认为 29.83 是公司的目标价格。

表 2 公司 WACC 的相关假设及计算 (单位: %)

估值假设	数值
过渡期年数	4
永续期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.50%
市场组合报酬率 Rm	10.65%
有效税率 Tx	15.00%
过渡期增长率	5.00%
β 系数	0.96
债务资本成本 Kd	4.75%
债务资本比重 Wd	10.00%
股权资本成本 Ke	10.36%
WACC	9.73%

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所

表 3 DCF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现 (万元)
永续增长率	2.00%
预测期现值	15,056.30
过渡期现值	43,422.56
永续期现值	133,893.97
企业价值	192,372.84
股权价值	192,372.84
总股本(万股)	6,449.52
每股价值(元)	29.83

资料来源：上海证券研究所整理

表 4 敏感性分析

WACC	永续增长率 G _n									
WACC	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%
6.04%	51.54	52.69	54.02	55.58	57.43	59.63	62.30	65.57	69.66	74.89
6.65%	45.42	46.30	47.31	48.48	49.86	51.49	53.43	55.78	58.67	62.28
7.31%	40.10	40.77	41.54	42.43	43.46	44.68	46.11	47.82	49.89	52.42
8.04%	35.47	35.98	36.56	37.24	38.02	38.92	39.99	41.24	42.74	44.56
8.85%	31.40	31.80	32.24	32.76	33.35	34.03	34.82	35.75	36.85	38.16
9.73%	27.83	28.13	28.48	28.87	29.31	29.83	30.42	31.11	31.92	32.87
10.70%	24.69	24.92	25.18	25.48	25.82	26.20	26.65	27.16	27.76	28.46
11.77%	21.91	22.09	22.29	22.51	22.77	23.06	23.40	23.78	24.23	24.74
12.95%	19.45	19.59	19.74	19.91	20.11	20.33	20.58	20.87	21.20	21.58
14.25%	17.28	17.38	17.50	17.63	17.77	17.94	18.13	18.34	18.59	18.87
15.67%	15.35	15.42	15.51	15.61	15.72	15.85	15.99	16.15	16.33	16.54

资料来源：上海证券研究所整理

1.3 相对估值：合理估值区间 19.50 元-23.40 元

选取业务有一定相似的公司进行估值比较。这些公司包括同洲电子、数码视讯、初灵信息、金亚科技和杰赛科技。可比公司的股价和市盈率如下：

表 5 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E
002052.SZ	同洲电子	8.14	0.57	0.74	0.96	1.59	14.28	11.00	8.48	5.12
300079.SZ	数码视讯	25.83	0.79	1.01	1.26	1.48	32.70	25.57	20.50	17.45
300250.SZ	初灵信息	17.69	0.31	0.37	0.42	0.54	57.06	47.81	42.12	32.76
300028.SZ	金亚科技	6.64	0.11	0.13	0.15	0.18	60.36	51.08	44.27	36.89
002544.SZ	杰赛科技	10.22	0.25	0.29	0.36	0.45	40.88	35.24	28.39	22.71
平均							41	34	29	23

数据来源: Wind 资讯; 股价以 9 月 11 日收盘价计

考虑到公司的业绩快速增长, 我们认为亿通科技的合理估值区间为 2014 年的 30-36 倍 PE, 对应的估值区间为 19.50 元-23.40 元。

1.4 估值结论: 合理估值区间 19.50 元-23.40 元

综合绝对估值和相对估值, 我们认为亿通科技合理估值区间为 19.50 元-23.40 元。

1.5 投资风险提示

(1) 江苏、天津等市场建设推迟

由于江苏、天津市公司主要收入来源, 其建设进程会影响公司的收入确认。

(2) 山东、贵州等地招投标延后

目前公司已经进入山东和贵州的招标流程, 但是仍然存在招标进程低于预期的可能, 影响公司收入的增长。

二. 公司概况

2.1 公司的结构

公司主要从事广播电视设备制造, 主要集中在有线网络的数字化、双向化及 NGB 改造相关设备, 同时在有线网络上开展视频监控项目。公司的主要产品为有线电视网络传输设备、数字电视终端设备、智能化监控工程服务等。

表 6 公司主要子行业及相关产品

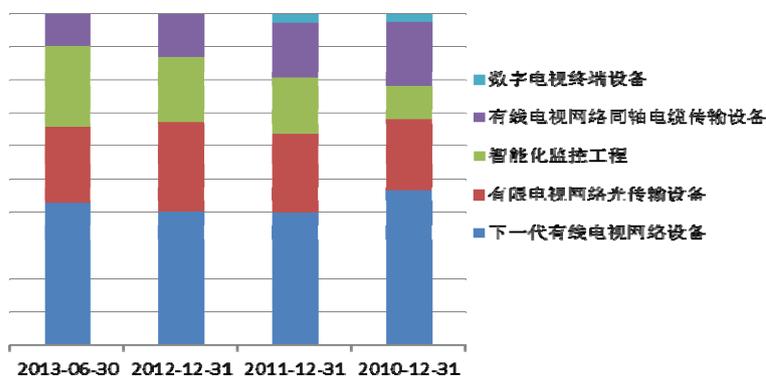
	主要子行业	主要产品
有线电视网	有线电视网络光	光工作站、光收发机、光放大器等

网络传输设备	传输设备	
	有线电视网络同轴电缆传输设备	放大器、无源器件(分配器、滤波器等)
		GEPON 设备、包括 OLT、ONU 等设备
	下一代有线电视网络设备	数字光工作站
		EOC 设备(包 MOCA 局端、终端)
		Homeplug 局端、终端 C-DOCSIS 局端
视频监控项目	智能视频监控项目	视频监控项目的系统集成

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所整理

公司收入占比中, 下一代有线电视网络(NGB)设备和智能化监控设备收入的占比迅速上升。

图 1 公司主要业务收入比较, 单位: %



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

2.2 目前业绩主要来源

2010-2012 年公司的收入分别为 2.23 亿元, 2.25 亿元和 2.16 亿元, 收入增速为 11.64%、-1.16%和-3.91%, 收入稳定在 2.2 亿元左右小幅波

动。净利润分别为 33.12 百万元, 26.14 百万元和 23.59 百万元, 增长速度 25.45%, -21.08%和-9.77%, 净利润逐渐下滑。

但是 2013 年上半年公司业绩有较大幅度的增长。公司收入同比增长 21.91%, 净利润同比增长 8.87%, 扣非后净利润同比增长 101.87%, 我们认为主要是有线运营商增加了网络投资所致。

图 2 公司业务收入及净利润增速, 单位: 百万



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

三. 重新认识有线网络的价值

3.1 有线网络是党的重要媒体传输平台

《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》是党中央对今后宣传文化工作的重要战略部署。《决定》指出, 提高社会主义先进文化辐射力和影响力, 必须加快构建技术先进、传输快捷、覆盖广泛的现代传播体系。

要求构建现代化的传播体系, 要求其技术先进性, 适应高清、3D 网络化等新技术要求、传输快捷性要求有线网络的升级改造, 进一步的 NGB 建设势必提上日程, 覆盖的广泛性, 除了有线网络的进一步下沉, 覆盖新用户, 偏远地区卫星电视覆盖成为重要的补充。党中央从宣传工作的高度, 要求有线网络的大面积的覆盖、升级改造复合 NGB 发展的要求。

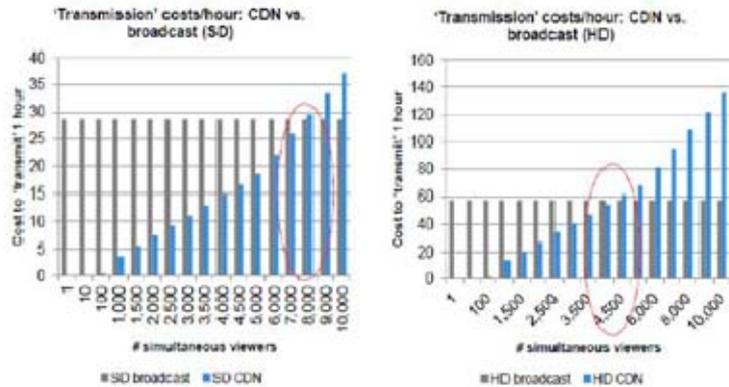
3.2 有线网络的物理特性体现其价值

虽然有线网络存在标准统一, 双向化程度不高等缺点, 但是全国的有线网络还是覆盖广泛的一张网络, 特别是有线网络的入户网络建设较好(接入网), 目前入户网络资源其价值越来越大, 电信运营商的 FTTH 面临着入户难的问题, 同时同轴电缆经过技术升级改造, 可以达到 100M 以上的入户速度能与 FTTH 媲美。

广播网特点: 高质量内容、高可信度服务、点对多点传输, 宽带效率高, 但是业务形式单一, 缺乏灵活性和便利性。双向网特点: 内容质量难以保证, 可信度难以保证, 点对点冗余传输, 宽带效率低下, 但是业务形式多样, 灵活便利。从成本的角度, 在用户规模较小是, 双

向网络具有成本优势，但是随着规模的上升，广播模式显著具有成本优势，广播模式在高清中更加具有成本的优势。

图3 广播与IP流量成本的拐点



数据来源：上海证券研究所

融合单向广播和双向交互网络，利用智能引擎实现智能分发，形成新型融合网络，降低双向宽带压力，提升广电网络价值。广播网可以承载共性内容、高效分发海量数据，引导热点信息和用户需求。双向网络承载个性内容，点对点个性传输，满足用户个性化需求。

3.3 DVB+OTT 运营模式适应未来发展

DVB 提供直播频道的广播服务，OTT 提供宽带增值业务，在直播流中叠加交互层，提供关联信息、社交电视、精准广告、关联电子商务服务。“DVB+OTT”也被理解为双模结构，即在机顶盒中嵌入两个模块，分别可以连接有线网和互联网，很多厂商都已经推出双模机顶盒的解决方案。

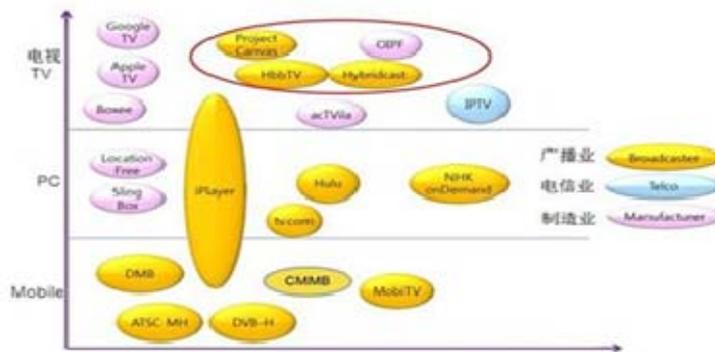
图4 “DVB+OTT”的互补性

	DVB	OTT
用户	用户增长空间受地域限制；即将面临IPTV及互联网视频的替代性挑战；	OTT可直接通过宽带发展用户，用户不受地域限制；
内容	收转直播频道；VOD内容；内容丰富程度需不断加强，但单独购买大量版权费用过高；	OTT不允许提供直播频道；具备内容集成及整合互联网视频的优势。
前端	DVB与IP双平台，自有IP平台相对封闭，引入增值业务难度较大	一云多屏统一前端，方便引入、集成各类增值业务，发挥社会资源参与优势
网络	高清互动用户需双向改造；	任何用户现有的宽带接入渠道均可使用，借道电信、联通的现有网络，发展自己的用户
终端	高清互动机顶盒受限于性能、操作系统及中间件/浏览器，用户体验不够好	智能终端功能强大、用户体验出色；可利用智能电视直接向用户提供服务；

数据来源：上海证券研究所

混合模式 (Hybrid) 已经成功获得规模应用并成为重要发展趋势。如下图所示，目前较知名的混合广播项目包括 Canvas Project、HbbTV、OIPF、Hybridcast 等。

图 5 全球混合广播电视现状



数据来源: 2013CCBN 上海证券研究所

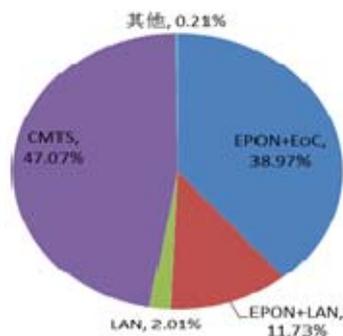
四. 运营商跳过双向网改直接上 NGB

4.1 网络改造方案及演进路径明确

有线网络双向化改造中，由于初期 CMTS 的技术成熟，而且在开通用户不多的情况下投资较小等优势，CMTS 技术覆盖用户最多，但是增长趋缓，截止 2012 年底，CMTS 的市场份额 47.07%，但是增长速度只有 4.05%。EPON+EoC 的市场份额达到 38.97%，同比增长 42.81%，EPON+LAN 的市场份额 11.73%，同比增长了 27.17%。

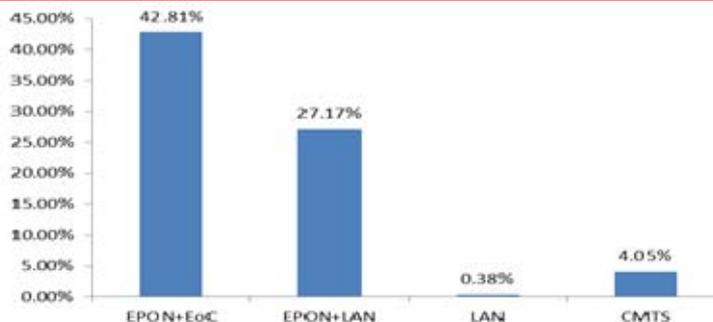
市场调研公司 Infonetics 最新发布“中国同轴电缆上的以太网 EoC 设备市场和用户发展”报告。EOC 技术正迅速成为有线电视运营商同电信运营商 FTTx 技术竞争的手段。Infonetics 预测 EoC 设备在中国市场从 2011 年到 2016 年将具有 33% 的年均复合增长率，EoC 的调制解调器的出货量到 2016 年会增长 6 倍，现在的 370 万 EoC 用户到 2016 年会发展到 2400 万。

图 6 截止 2012 年底不同技术方案的市场份额



数据来源: 格兰研究 上海证券研究所

图 7 2012 年不同技术方案市场增速比较

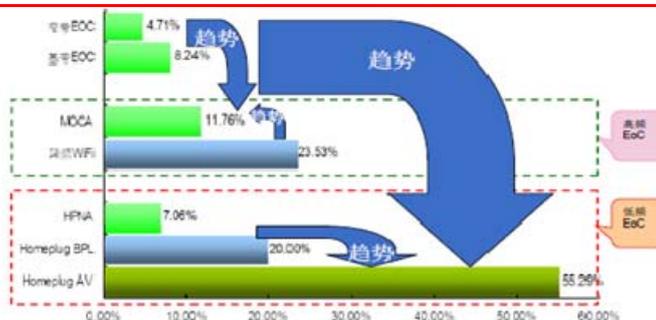


数据来源: 格兰研究 上海证券研究所

再进一步的技术演进中, 特别是 NGB 建设中, 其中 HiNOC 于 2012 年 8 月 3 号通过审核, 8 月 16 号发布标准, 专为同轴接入设计, 拥有自主知识产权, 用于 NGB 网络的高频段, 750MHz 以上。C-DOCSIS 技术 2012 年 8 月 6 号通过审核, 8 月 17 号发布标准, 用于 NGB 网络的中低频段, 下行 108MHz 至 750MHz, 上行 0 至 65MHz。C-HomePlugAV 预计近期完成审核发布, 用于 NGB 低频段, 0 至 65MHz。

2012 年主要省份及城市 EPON+EOC 的选型中, HomePlug AV 应用最广泛。

图 8 2012 主要省份及城市 EPON+EOC 具体方案选型情况



数据来源: 2013CCBN 上海证券研究所

4.2 中央、地方政府支持双向网改加速

据权威人士透露, 国家新闻出版广电总局正在加紧制定 2013 年至 2015 年三网融合规划(以下简称“三年规划”), 其核心目标已经确定: 计划到 2015 年底, 全国县级和县级以上城市有线电视网络将全部实现数字化, 并具备互联网接入服务, 以及各项网络服务功能。在以前的计划中的目标为 80% 的具备互联网接入服务, 此次三年规划加快了双向化的进程。

地市级数字化整体转换已经完成大部分, 截止到 2012 年一季度, 中国地市级已经完成整体转换的地区占总体的 60%, 基本完成整体转换占总体的 20%, 正在进行整体转换的占总体的 14%, 尚未启动整体转换的地区占总体的 6%, 可以看出 80% 的地区已经完成或基本完成了整体转换工作。

双向化的进程要远远落后于数字化整转的进程。根据格兰研究的数据, 截止 2012 年年底有线网络双向网络覆盖用户 7919.5 万户, 同比增长率 20%左右, 覆盖率为 36.91% (按照有线电视用户 21458 万户基数为), 渗透用户 2160 万户, 渗透率 10.07%; 发展宽带用户 564 万户, 渗透率 2.63%。据络达咨询统计数据, 预计 2015 年我国双向网覆盖用户将超过 1.7 亿, 开通过户将达到 5000 万户。

以河南省的数字化和双向化整转为例, 河南有线网络集团以市场运作、现金收购的方式完成省辖市有线电视网络整合; 整合河南省 110 个县级网络机构成立了河南广播电视网络股份有限公司。

到 2013 年底, 全部完成各省辖市有线电视数字化双向改造和整体转换; 2014 年规模化开展河南省县级有线电视数字化整体转换。2015 年, 全面完成河南省范围内有线电视数字化整体转换。如果按照三年的计划, 河南省 2013 年完成省辖市有线电视数字化、双向化改造, 但是 2014、2015 年只是计划了县级、全省数字化整转, 按照规划需要完成县级的双向化改造, 加快了双向改造的进程和规模。

随着中央对信息化建设、信息消费的重视, 地方政府有动力把钱投向信息化基础设施建设, 提高地方信息化水平和信息消费的规模。毕竟电信网络是中央的, 有线网络才是地方政府的, 对于中西部地区特别是市级以下的区域中, 有线网络对于地方政府有较大的影响力, 而这种影响力会促进有线网络的行业应用和增值业务的发展。

4.3 有线运营商开始加速网改

电广传媒增发 37 亿元用于 NGB 建设

电广传媒非公开发行不超过 5.15 亿股, 发行价格不低于 10.28 元, 募集资金其中 37.27 亿元用于湖南省下一代广播电视网络(NGB)建设。包括湖南省 14 个市州, 通过基础网络优化、支撑平台扩容、专项业务系统建设、双向网络改造, 在省内新发展 100 万用户, 用户总数达到 600 万户, 其中双向用户总数达到 400 万户。

捷成股份 10 亿元 BT 江西广电网络双向网改

8 月 7 日捷成股份与江西广电网络签署了《江西有线高清电视和网络双向化改造项目战略合作框架协议》, 江西有线高清电视和网络双向化改造项目初步预算 10 亿元人民币, 江西全省有线电视用户 407 万户。

吉视传媒 2012 年募投 9 亿元用于双向网络改造, 2012 年年初, 吉视传媒上市募投 9 亿元用于双向网络改造。

有线网络运营商的运营思路和模式的市场化, 带来建设和运营的新的模式, 解决了有线运营商在建设资金和运营管理能力等方面的缺乏。

五. 公司的核心价值

5.1 国内主要的有线网络设备商

主要产品已经覆盖包括上海、天津、南京、深圳、厦门、哈尔滨等 80% 省会和中心城市。从公司 2012 年收入构成中, 华东占比 47%, 华北 26%, 国外 9%, 2013 年上半年的收入构成中, 华东占比 53%, 华北 23%, 国外占比 11%。在公司的收入构成中, 华东市场是公司的本地优势市场, 主要集中在江苏省。华北是公司开拓的市场, 海外市场公司的占比有所上升。

图 9 2013H 公司的收入结构

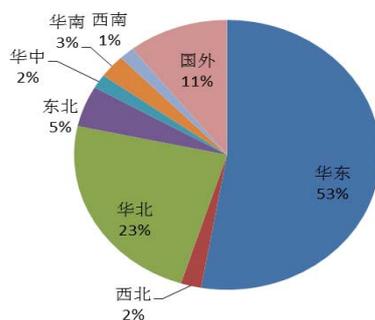
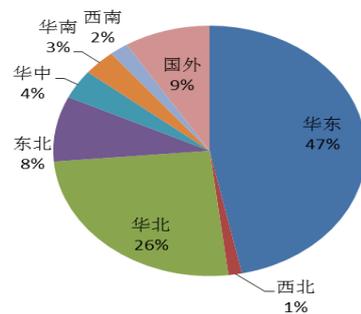


图 10 2012 年公司的收入结构



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

公司的其他应收款主要为投标保证金和工程履约保证金, 我们认为其规模的大小从侧面反映公司的可能获得订单和在手订单状况。

因为公司的销售收入的回款周期 1-2 年, 而且公司的视频监控项目的 5 年分期的, 随着视频监控收入规模的扩大, 公司的应收账款的规模会继续上升, 2013H 公司的应收账款占当期收入的 139.82%, 公司的资金面临较大的压力。

应收账款的数据从侧面反映公司大客户开拓情况, 例如 2011 年应收客户前 5 名中, 天津广播电视网络有限公司的应收账款 3293 万元(一年内), 公司 2011 年获得天津广电收入 3293 万元以上(收入应该大于等于当年的应收账款), 同期公司在华北片的收入为 3704.86 万元, 天津广电收入占比至少有 88.89%。同期公司获得江苏阜宁县广播电视台订单(660 万以上)和溧阳市广电网络(416 万元)。

2012 年公司天津广电收入 4836 万元(一年内的应收账款), 同期公司在华北片的收入 5460 万元, 占比 88.57%, 2013 年上半年天津广电应收账款 4267 万元, 同期华北片的收入 2551 万元, 天津广电的应收账款主要是 2012 年的收入, 2011-2012 年天津广电主推高清互动电视和有线宽带等业务, 对公司业务收入较大, 2013 年天津广电在安博会上展示其智能交通通信业务, 我们认为公司有进一步切入到天津的安防领域的可能。

表 7 近年公司的应收账款状况

2011 年			2012 年			2013 年上半年		
单位名称	金额	年限	单位名称	金额	年限	单位名称	金额	年限
天津广播电视网络有限公司	3,293	1 年	天津广播电视网络有限公司	4,836	1 年	天津广播电视网络有限公司	4,267	1 年
河北广电网络集团邯郸有限公司	695	1-2 年	江苏省阜宁县广播电视台	526	1-2 年	江苏省广电有限信息网络股份有限公司常州分公司	1,250	1 年
江苏省阜宁县广播电视台	660	1 年	大连天途有线电视网络股份有限公司	388	1 年	大连天途有线电视网络股份有限公司	547	1 年
溧阳市广播电视信息网络有限责任公司	416	1 年	常熟市金茂置业有限公司	375	1 年	江苏省阜宁县广播电视台	426	1-2 年
中国电信常熟分公司	293	1 年	张家港广电信息网络有限公司	341	1 年	常熟市金茂置业有限公司	395	1 年
合计	5,357		合计	6,467		合计	6,885	

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

公司的其他应收款主要为**投标保证金**和**工程履约保证金**, 我们认为其规模的大小从侧面反映公司的可能获得订单和在手订单状况。

我们假设招标的保证金按照 2% 项目总投资计算, 工程履约保证金按照项目的 5% 计算。我们可以估测公司的在手订单 (付出履约保证金) 和公司近期可能获得订单 (已交投标保证金)。2013 年上半年公司在手常州订单估计 4980 万 (上半年确认收入 1250 万元)。公司正在进行的投标金额有山东广电 5000 万 (按照保证金的 2% 计算), 贵州广电 1550 万和重庆广电 1500 万元, 正在进行的投标订单在 8500 万元。2013 年上半年公司支付的履约保证金和投标保证金同比增长 64.98%。

表 8 近年公司的其他应收账款状况

2011 年			2012 年			2013 年上半年		
单位名称	金额	年限	单位名称	金额	年限	单位名称	金额	年限
常熟市财政局-保 证金	949,245	1-2 年	山东广电网络 有限公司	1,000,000	1 年	江苏省广电有限信息 网络股份有限公司常 州分公司	2,490,442	1 年
江苏省国际招标 公司-保证金	650,000	1 年	江苏省广电有 限信息网络股 份有限公司	680,000	1-3 年	山东广电网络有限公 司	1,000,000	1 年
江苏省广电有限 信息网络股份有 限公司-履约保证 金	630,000	1-2 年	江苏省国际招 标公司	400,000	1 年	江苏省广电有限信息 网络股份有限公司	830,000	1-4 年
广西广播电视信 息网络股份有限 公司-履约保证金	175,969	1-3 年	贵州省招标有 限公司	310,000	1 年	贵州省招标有限公司	310,000	1-2 年
湖北省广播电视 局-履约保证金	126,492	1-2 年	常熟市财政局	215,416	1-2 年	重庆国际投资咨询集 团有限公司	300,000	1 年
合计	2,531,706		合计	2,605,416		合计	4,930,442	

数据来源：公司公告 上海证券研究所

5.2 可以快速复制的有线网络视频监控业务

城市信息化建设已经历了信息港、数字城市、智慧城市建设 3 个阶段。2013 年初，国家住建部正式确定第一批 90 个市区创建智慧城市试点城市，第二批 50 个试点城市即将公布，预计“十二五”期间，各方在“智慧城市”建设方面的投资规模将达到 5000 亿元。

公司的视频监控项目主要集中在江苏省常州、常熟和太仓市，公司目前正在建设的太仓市社会治安动态监控项目正是常熟市社会治安动态监控项目获得成功建设后的经验推广。公司普遍采用垫资投资建设，五年回收投资的方式进行视频监控项目，造成公司营收账款较大。

表 9 近年公司的视频监控项目

视频监控项目	投资及回收	建设内容	建设进程
常熟市社会治安动态监控项目（3期）	投资 1276.52 万元，回收 5 年，第一年 316.80 万元，以后 431.16 万元	负责在原有监控机房进行设备扩容（和新建 4000 个监控点。	建设周期 1 年
太仓市社会治安动态监控项目	投资 2485.39 万元，五年回收，第一年 333 万，第二年 777 万元，以后每年 1110 万元	7 个监控机房和 5000 个监控点，并通过太仓广电和常熟市广电网络传输有限公司的有线电视网络传输视频信号。	项目建设周期为 2.5 年。第一期至 2012 年 6 月，完成 30%；第二期至 2013 年底前完成
2012 年常州市主城区公共安全技防范视频监控系统工程	投资 3641.67 万元，五年分期付款	天宁、钟楼、戚墅堰 1000 个监控点建设；18 个派出所监控平台扩容建设；3 个派出所监控中心平台扩容改造建设；21 个派出所监控主机房改造建设；21 个派出所接入	自签订合同后 180 天内完成项目

交换建设

江苏常熟市社会动态治安
监控项目(4期)投资 1844.21 万元, 回收 5
年, 第一年 316.80 万元, 以
后四年每年 528 万元由亿通科技负责在原有监控机房进行设备
扩容和新建安装 5000 个监控点项目建设周期自
2013 年 8 月至
2014 年 12 月 31
日全部实施结束

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

表 10 近年公司的应收账款结构及占收入比例

应收账款	2010 年	2011 年	2012 年	2013H
1 年以内	6,819	10,376	12,393	13,991
1-2 年	210	907	1,001	661
2-3 年	31	33	329	550
3 年以上	34	37	33	34
3-4 年	12	14	8	0
4-5 年	0	1	3	0
5 年以上	22	22	24	23
合计	7,095	11,354	13,757	15,239
当期收入	22,269	22,528	21,648	10,899
占当期收入比例	31.86%	50.40%	63.55%	139.82%

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

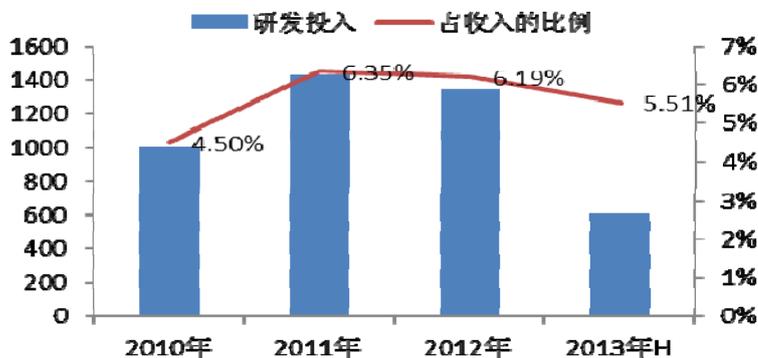
5.3 公司在技术研发的投资

公司非常重视技术的研发和储备, 近年公司的研发支出都在 1000 万元以上, 占收入的比例为 6% 左右。而且取得较大的成效。

2012 年公司自主研发的网络海量存储转发一体式服务器、低照度红外网络摄像机、RFPON 设备、三合一一体化数字光站、IEEE9001

(7400) EOC 等相关产品已经批量生产; MoCA1.1 高频 EOC、小型家用交换机等。

图 11 近年公司的研发支出处于高位



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

“融合 CATV 和 IP 网络的新型超宽带光接入系统关键技术研究及设备研制”获得了江苏省科技厅颁发的“科技计划项目验收证书”。公司正在参与制定的《EPON、EOC 网管 MIB 行业标准》, 将会作为下一代有线电视网络系统的技术应用标准, 公司在 NGB 标准上有自身的优势。

5.4 公司的业绩预测

考虑到公司江苏和天津市场的稳步增长, 同时新市场有望获得突破, 从业务上增长主要集中在下一代有线电视网络设备和智能化监控工程。

表 11 公司各业务收入预测

	2010年	2011年	2012年	2013H	2013年	2014年	2015年
主营业务收入	22,055	22,089	21,362	10,845	28,237	39,719	49,396
YOY	11.4%	0.2%	-3.3%	17.6%	32.2%	40.7%	24.4%
下一代有线电视网络设备	10,272	8,834	8,674	4,660	12,578	18,866	24,526
YOY	167.6%	-14.0%	-1.8%	39.0%	45.0%	50.0%	30.0%
有线电视网络光传输设备	4,778	5,229	5,667	2,481	5,695	5,524	5,248
YOY	9.2%	9.4%	8.4%		0.5%	-3.0%	-5.0%
智能化监控工程	2,252	3,751	4,199	2,638	6,719	11,758	15,873
YOY	-22.3%	66.6%	11.9%		60.0%	75.0%	35.0%
有线电视网络同轴电缆传输设备	4,194	3,678	2,822	1,067	3,245	3,570	3,748
YOY	12.4%	-12.3%	-23.3%		15.0%	10.0%	5.0%
数字电视终端设备	558	596	--	--			
其他收入	214	440	286	54	100	100	100

合计营业收入	22,269	22,528	21,648	10,899	28,337	39,819	49,496
--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司的高额的研发支出影响公司 2013 年净利润，但是我们认为随着 NGB 下一代技术的成熟，特别是公司收入的增长，管理费用占比会有所下降。另外对公司净利润影响较大的是营业外收入，2012 年公司营业外收入 818 万，其中政府补助有 644 万元（2011 年 396 万），2013 年上半年营业外收入 111 万元，全年预期有 500 万元左右。

表 12 亿通科技损益简表及预测（单位：百万元）

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	222.69	225.28	216.48	283.37	398.19	494.96
营业成本	155.96	164.28	161.32	211.35	293.72	363.92
营业税金及附加	1.35	2.35	2.91	3.81	5.35	6.65
营业费用	6.77	6.18	7.13	9.07	11.95	14.85
管理费用	18.42	25.65	27.24	35.42	47.78	59.40
财务费用	2.50	-1.47	-4.28	-5.70	-6.19	-7.08
资产减值损失	0.43	1.14	2.64	1.00	1.00	1.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	37.26	27.15	19.52	28.42	44.58	56.22
营业外收入	2.17	4.01	8.18	5.00	5.00	4.00
营业外支出	39.42	31.16	27.69	33.42	49.58	60.22
利润总额	6.30	5.02	4.11	5.01	7.44	9.03
所得税费用	33.12	26.14	23.59	28.41	42.15	51.19
净利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	33.12	26.14	23.59	28.41	42.15	51.19
归属于母公司受益者的净利润	37.26	27.15	19.52	28.42	44.58	56.22
每股收益（元）	0.514	0.405	0.366	0.440	0.653	0.794

数据来源：公司报告，上海证券研究所；总股本 64.50 百万股

分析师承诺

分析师：张涛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。