



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

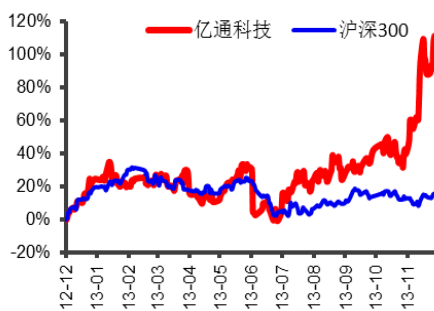
立足于有线网络 做大平安城市

报告日股价 (元)	27.09
12mthA 股价格区间 (元)	11.10/27.09
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)	623
每股净资产 (元)	7.48
PBR (X)	3.62

王振洪	48.40%
马晓东	3.36%
国信证券约定购回专用账户	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: 2013-12-2
相关报告:

■ 投资摘要:

投资建议

有线运营商市场化、多样化融资, 设备商以 BT 模式进场, 大资金大项目, 公司规模有望迅速膨胀; 公司采取“农村包围城市”的策略, 对现有市场的广覆盖、高密度, 在天津等市场有望快速复制视频监控业务, 同时公司开始向智能小区、门禁和家庭安防发展; 受益于 2014 年信息消费、智慧城市试点项目。

我们预计 13/14/15 年每股盈利分别为 0.43/0.63/0.88 元, 目前股价 (27.09 元) 对应动态市盈率分别是 63/43/31x。我们维持谨慎增持的评级。

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: 5%/35%/40%, 智能化监控设备同比增长 35%/75%/45%;

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, 我们认为虽然 2013 年受省网整合有所影响, 但是双向网改 (NGB 建设) 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、股权融资、设备商 BT 模式等方式融资建设, 2014 年有线网络 NGB 进入规模建设阶段。

公司的双向网改和视频监控业务, 互相拉动带动业务增速加快。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, 在山东市场获得重大突破。公司有意采取多种融资方式, 获得较大的项目。

股价变化的催化因素

(1) 中国移动入股国网公司; (2) NGB 建设的中标; (2) 并购;

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	235.35	311.00	405.33
年增长率 (%)	1.16%	-3.91%	8.72%	32.14%	30.33%
归属于母公司净利润	26.14	23.59	27.83	40.55	56.74
年增长率 (%)	-21.08%	-9.77%	18.00%	45.70%	39.92%
每股收益 (元)	0.405	0.366	0.432	0.629	0.880
PER (X)	67	74	63	43	31

数据来源: 上海证券整理 11 月 29 日收盘价

目录

一. 公司概况: 有线网络设备商和视频监控服务商..... 3

1.1 公司的结构: NGB 设备和智能监控并重..... 3

1.2 目前业绩主要来源..... 4

二. 省网整合对双向网改市场的影响..... 4

2.1 招标由省网统一招标, 市场份额迅速上升..... 4

2.2 融资的市场化, 加速 NGB 的建设..... 5

三. 公司的战略: 围绕有线网改造和视频监控..... 5

3.1 国内主要的有线网络设备商..... 5

3.2 基于有线网络做大平安城市..... 6

3.3 BT 模式有望迅速做大公司规模..... 6

3.4 可以快速复制的有线网络视频监控业务..... 6

四. 公司的业绩预测..... 8

4.1 公司在技术研发的投资..... 8

4.2 公司的业绩预测..... 8

图

图 1 公司主要业务收入比较, 单位: %..... 3

图 2 公司业务收入及净利润增速, 单位: 百万..... 4

图 3 2013H 公司的收入结构..... 5

图 4 2012 年公司的收入结构..... 5

图 5 近年公司的研发支出处于高位..... 8

表

表 1 公司主要子行业及相关产品..... 3

表 2 近年公司的视频监控项目..... 7

表 3 公司各业务收入预测..... 8

表 4 公司业绩预测 单位: 百万元..... 9

表 5 亿通科技损益简表及预测 单位: 百万元..... 10

一. 公司概况：有线网络设备商和视频监控服务商

1.1 公司的结构: NGB 设备和智能监控并重

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，同时基于有线网络开展视频监控项目。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，下一代广电网设备和智能监控项目并重。

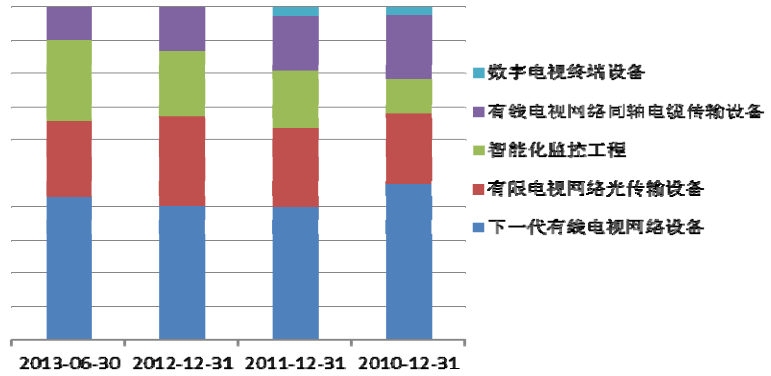
表 1 公司主要子行业及相关产品

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

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 智能监控和 NGB 设备收入占比迅速上升，单位：%



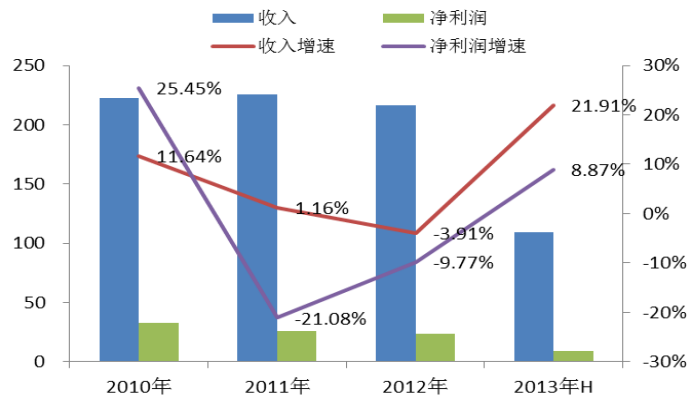
数据来源: 公司公告 上海证券研究所

1.2 2013H1 公司业绩大幅度增长

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

二. 省网整合对双向网改市场的影响

2.1 省网统一招标, 市场份额迅速上升

2013 年从全国范围看, 省网整合是有线运营商全年工作的重点, 相应的影响了双向网改的进度。但是随着各省的有线网络整合完成, 省级有线运营商开始对网络的技术标准、网络的规划开始统一考虑。同时网络的建设招标开始统一, 基本上由省网招标确立入围公司, 入围公司再与下面的县级市公司确立具体的招标金额。但是省网基本上会选一两个市作为试点, 然后再大范围推广。我们认为 2014 年网络改造将是工作的重点, 同时省网招标模式的确立, 中标的规模有较大幅

的增长，有利于规模大、实力强的公司的市场份额的上升。

近期关于中国移动入股国家有线网络的传闻，势必进一步提高对有线网络的价值预期，同时网络的改造会向电信网络看齐，这对有线网络设备商是个重大的利好。

2.2 融资的多样化，NGB 建设的加速

有线网络最开始基本依赖于银行的贷款，2012 年电广传媒向国开行融资 80 亿元，用于网络的数字化改造、跨区拓展等。利用公司上市、上市增发等融资用于网络改造：吉视传媒 2012 年募投 9 亿元用于双向网络改造；近期电广传媒增发 37 亿元用于 NGB 建设。

2013 年有线运营商融资多样化，有线运营商引入第三方采取 BT 方式进行网络改造，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》，整个项目初步预算 10 亿元。有线网路运营商运营思路的转变和融资模式的市场化、多样化，带来建设和运营的新的模式，首先设备商融资建设，解决了有线运营商的资金短缺，同时对于设备商来说可以利用资金优势迅速获得市场。

三. 公司的战略:围绕有线网改造和视频监控

3.1 双向网改和视频监控互相促进

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 3 2013H 公司的收入结构

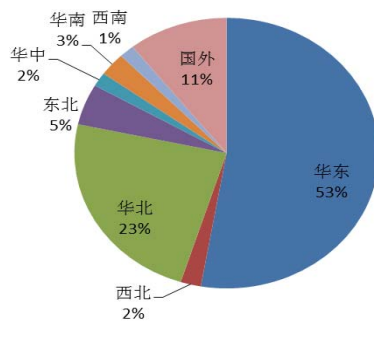
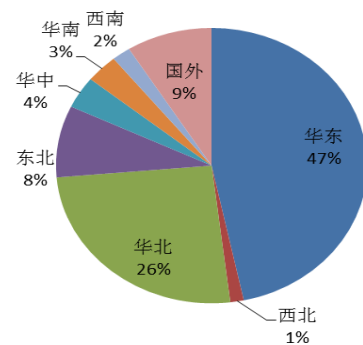


图 4 2012 年公司的收入结构



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

江苏市场是公司的本地区域优势市场，在常熟已经有四期视频监控项

目，未来继续广覆盖、高密度的建设。常州、太仓等市场的初期项目已经结束，将受益于两个市场投资的增长。另外的重要市场天津市场，公司作为 EOC 的主要供应商，公司认为天津的双向网改仍然在大规模推进，未来两年天津市场仍然维持较大的收入规模。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。

2013 年中标的主要的项目有常熟四期项目、常州项目。同时中标山东省（入围）和沈阳项目，公司看好青岛、济南和烟台等市的双向网改造项目。

3.2 立足于有线网络，做大平安城市

基于有线网络的视频监控是公司的独特业务，政府从采购设备，建设监控项目到目前倾向于接收购买服务，把网络的建设 and 后期运维都包给公司，包括后期技术升级。其与目前基于电信网络的视频监控有显著成本的优势：

- 1、广电网的摄像头可以用同轴电缆传输视频、同时供电，电信的光纤网必须另外供电；
- 2、基于有线网络的视频监控，公司的一个点成本在 1400 元左右（标清摄像头、杆子和施工等），平均每个监控点成本只有不到电信网的 50%（电信要单独取电、设备公司自己生产）；
- 3、视频在当地有线网内部传输、发挥现有机房、网络的闲置资源；
- 4、广电运营商与地方政府当地有天然的优势。

公司进一步基于有线网络发展业务，基于有线网络的视频监控工程，同时进行小区的智能工程（小区物业的监控、智能门禁系统）。

3.3 BT 模式有望迅速做大公司规模

目前的视频监控业务主要集中在太仓、常熟和常州，常熟已经做了三期，正在做第四期，总共大约 15000 个视频监控点（三期 4000 个、四期约 5000 个），下一步常熟的市场在于广覆盖、高密度，同时对现有的学校、医院、政府等监控点以前建设的替换（一般只有三年的生命周期），后续还有很大的规模上。

市场融资的方式出现大的变化（捷成、同洲的 BT 和华平股份的平安城市 BT），大资金大项目为特征的 BT 模式，已经被市场所接受，带来相关设备公司的规模迅速做大。公司有意多种融资方式获取大的项目，实现公司规模快速上升；

同时，以捷成股份、同洲电子等为代表的，有线网络改造者的新进入者，其本身并没有网络改造的技术，很有可能把网络改在相关业务外包，其与公司并没有直接的竞争关系，主要是合作的关系，公司有望发挥自身的资金、技术优势与之合作。

3.4 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。

公司采取“农村包围城市”的方式,从外围开始做,带动视频监控业务的城乡一体化。公司的视频监控项目目前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。

表 2 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视频监控系 统建设工程项目	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 个派出所接入交换建设	自签订合同后 180 天内完成项目
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

日全部實施結束

數據來源：公司公告 上海證券研究所

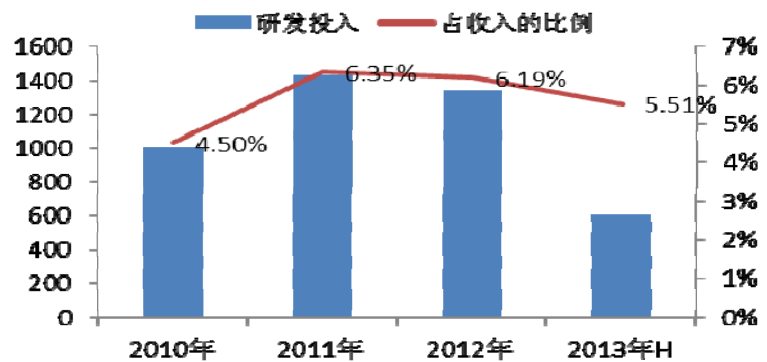
四. 公司的業績預測

4.1 公司在技術研發的投資

公司非常重視技術的研發和儲備，近年公司的研發支出都在 1000 萬元以上，占收入的比例為 6% 左右。而且取得較大的成效。

2012 年公司自主研發的網絡海量存儲轉發一體式服務器、低照度紅外網絡攝像機、RFPON 設備、三合一一體化數字光站、IEEE9001 (7400) EOC 等相關產品已經批量生產；MoCA1.1 高頻 EOC、小型家用交換機等。

圖 5 近年公司的研發支出處於高位



數據來源：公司公告 上海證券研究所

“融合 CATV 和 IP 網絡的新型超寬帶光接入系統關鍵技術研究與設備研製”獲得了江蘇省科技廳頒發的“科技計劃項目驗收證書”。公司正在參與製定的《EPON、EOC 網管 MIB 行業標準》，將會作為下一代有線電視網絡系統的技術應用標準，公司在 NGB 標準上有自身的優勢。

4.2 公司的業績預測

考慮到公司江蘇和天津市場的穩步增長，同時新市場有望獲得突破，從業務上增長主要集中在下一代有線電視網絡設備和智能化監控工程。

表 3 公司各業務收入預測

	2010年	2011年	2012年	2013H	2013年	2014年	2015年
主營業務收入	22,055	22,089	21,362	10,845	23,435	31,000	40,433
YOY	11.4%	0.2%	-3.3%	17.6%	9.7%	32.3%	30.4%

下一代有线电视网络设备	10,272	8,834	8,674	4,660	9,108	12,296	17,214
YOY	167.6%	-14.0%	-1.8%	39.0%	5.0%	35.0%	40.0%
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	5,669	9,921	14,385
YOY	-22.3%	66.6%	11.9%		35.0%	75.0%	45.0%
有线电视网络同轴电缆传输设备	4,194	3,678	2,822	1,067	2,963	3,259	3,585
YOY	12.4%	-12.3%	-23.3%		5.0%	10.0%	10.0%
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	23,535	31,100	40,533

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。

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 8.72%、32.14% 和 30.33%，2013 年-2015 年摊薄后每股收益分别为 0.43 元，0.63 元和 0.88 元。

表 4 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	235.35	311.00	405.33
增长速度	11.64%	1.16%	-3.91%	8.72%	32.14%	30.33%
净利润	33.12	26.14	23.59	27.83	40.55	56.74
增长速度	25.45%	-21.08%	-9.77%	18.00%	45.70%	39.92%
摊薄后每股 收益 (元)	0.514	0.405	0.366	0.432	0.629	0.880

资料来源：上海证券研究所整理

表 5 亿通科技损益简表及预测 单位: 百万元

指标名称	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	222.69	225.28	216.48	235.35	311.00	405.33
营业成本	155.96	164.28	161.32	169.75	219.44	276.07
营业税金及附加	1.35	2.35	2.91	3.16	4.18	5.45
营业费用	6.77	6.18	7.13	7.53	9.95	12.97
管理费用	18.42	25.65	27.24	29.65	40.43	52.69
财务费用	2.50	-1.47	-4.28	-5.99	-6.71	-7.60
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	30.24	42.71	64.75
非经营性损益	2.17	4.01	8.18	2.50	5.00	2.00
利润总额	39.42	31.16	27.69	32.74	47.71	66.75
所得税费用	6.30	5.02	4.11	4.91	7.16	10.01
净利润	33.12	26.14	23.59	27.83	40.55	56.74
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司受益者的净利润	33.12	26.14	23.59	27.83	40.55	56.74
每股收益 (元)	0.514	0.405	0.366	0.432	0.629	0.880

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
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	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
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	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。

免责条款

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。