



买入

38% ↑

目标价格:人民币 33.38

300211.CH

价格:人民币 24.19

目标价格基础: 2016年 122 倍市盈率

板块评级: 未有评级

亿通科技

“广电+”与“宽带广电”加速落实推进公司发展提速

CCBN2016 会上, 国家新闻出版广电总局强调要推动“广电+”行动战略向纵深发展以及加快实施“宽带广电”战略。近日, 福建、四川在内多省广电出台相关投资方案, 有效驱动行业景气度。公司作为广电传输器件制造龙头将重点受益, 我们对该股维持买入评级, 维持目标价格 33.38 元。

支撑评级的要点

- “广电+”纵深发展与“宽带广电”提速战略提出以来, 各省逐步明晰投资方案有望驱动行业景气度: CCBN2016 会上, 广电总局特别强调要推动“广电+”行动战略向纵深发展以及加快实施“宽带广电”战略。两大战略提出后各省加快制定相应方案: 今日, 四川提出大力推进“高清四川”建设: 1、制播高清化; 2、接收高清化; 3、建设 NGB, 改造扩容有线电视骨干网络, 加快有线电视光纤化建设和双向化改造, 到 2020 年高清覆盖率达到 100%。另外, 福建近日决定组织实施信息网络工程包力争完成投资 115 亿元 (其中基础电信企业完成投资 104 亿元), 投资重点涵盖光纤网络、无线网络覆盖、广电 NGB 等 4 个方面。我们认为, 随着各省响应号召制定相应方案, 广电传输建设行业景气度必将得到有效提高。
- 广电网络改造升级加速势在必行并将打开巨大投资空间: 2020 年, 中国将实现 5G 商用, 宽带速率将达 100Gbps, 峰值速率可达 20Gbps, 届时视听节目的传播速度、传播方式和传播体验将超出人们的想象。提高核心竞争力加快转型升级已经成为关系广电媒体生存发展的重点, 因此广电行业不仅要深挖加固在试听内容上面的优势, 同时需要通过升级改造现有网络接入互联网实现基于宽带广电网的多终端多屏互动, 建设家庭信息中心。截止到 2015 年上半年, 我国有线数字电视家庭用户数量达到 19,496.1 万户, 数字化率达到 81.00%, 双向网络渗透率达 17.35%, 个人宽带用户占比达 6.2%。因此, 总体看来, 广电行业网络双向升级、宽带优化等成长空间依然巨大, 基础网络建设商也将迎来重大发展机遇。
- 公司凭借领先产品和市场优势有望全面受益广电网络升级改造大机遇: 公司多年深耕广电行业的网络设备制造, 紧跟广电网络升级改造需求, 已成行业细分龙头。公司形成对高端客户进入早、保有量大的市场优势, 主导产品已覆盖包括 80% 的省会和中心城市, 用户达 300 余家。随着广电传输网相关建设加速, 公司中标项目较 15 年明显提升, 15 年公司共计中标广电项目 16 项, 其中江苏 2 项; 2016 年 1 季度共计中标 8 项, 其中江苏 3 项。我们认为, 随着两大战略在全国各省广电的全面推广, 公司已经开始凭借技术和市场双重优势重点受益各地广电网络改造升级大机遇。

评级面临的主要风险

- 广电行业整合速度、投资不达预期; “三网融合”政策变化; 技术升级等。

估值

- 预计 2015-2017 年每股收益分别为 0.07 元、0.27 元、0.47 元, 参考可比公司 2016 年 PEG, 考虑到公司小市值和高成长性, 给予公司行业中值 PEG 0.8 倍, 对应 2016 年 122 倍市盈率以及相应目标价为 33.38 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	264.38	211.40	227.36	452.36	752.24
变动(%)		(20.04)	7.55	98.96	66.29
净利润(人民币 百万)	22.72	10.50	11.68	43.51	74.63
全面摊薄每股收益(人民币)	0.35	0.13	0.07	0.27	0.47
变动(%)		(64.46)	(41.44)	272.48	71.53
全面摊薄市盈率(倍)	53.98	151.90	259.49	122.22	92.28
价格/每股账面价值(倍)	0.49	0.28	0.17	0.55	(0.31)
每股现金流量(人民币)	39.07	67.95	113.10	34.88	(62.12)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	31.27	46.45	75.18	32.21	21.58
每股股息(人民币)	0.10	0.05	0.03	0.10	0.16
股息率(%)	28.38	0.26	0.13	0.29	0.38

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(27.4)	16.5	(36.6)	31.2
相对深证成指	(5.5)	9.1	(17.6)	51.4

发行股数(百万)	159
流通股(%)	57
流通股市值(人民币 百万)	1,736
3个月日均交易额(人民币 百万)	92
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
王振洪	48

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 4 月 7 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

通信: 通信设备

吴友文*

(8621) 2032 8313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

*吴彤为本报告重要贡献者

- **“广电+”纵深发展与“宽带广电”提速战略提出以来，各省逐步明晰投资方案有望驱动行业景气度：**CCBN2016 会上，广电总局特别强调要推动“广电+”行动战略向纵深发展以及加快实施“宽带广电”战略。两大战略提出后各省加快制定相应方案：今日，四川提出大力推进“高清四川”建设：1、制播高清化；3、接收高清化；3、建设 NGB，改造扩容有线电视骨干网络，加快有线电视光纤化建设和双向化改造，到 2020 年高清覆盖率达到 100%。另外，福建近日决定组织实施信息网络工程包力争完成投资 115 亿元（其中基础电信企业完成投资 104 亿元），投资重点涵盖光纤网络、无线网络覆盖、广电 NGB 等 4 个方面。我们认为，随着各省响应号召制定相应方案，广电传输建设行业景气度必将得到有效提高。
- **广电网络改造升级加速势在必行并将打开巨大投资空间：**2020 年，中国将实现 5G 商用，宽带速率将达 100Gbps，峰值速率可达 20Gbps，届时视听节目的传播速度、传播方式和传播体验将超出人们的想象。提高核心竞争力加快转型升级已经成为关系广电媒体生存发展的重点，因此广电行业不仅要深挖加固在试听内容上面的优势，同时需要通过升级改造现有网络接入互联网实现基于宽带广电网的多终端多屏互动，建设家庭信息中心。截止到 2015 年上半年，我国有线数字电视家庭用户数量达到 19,496.1 万户，数字化率达到 81.00%，双向网络渗透率达 17.35%，个人宽带用户占比达 6.2%。因此，总体看来，广电行业网络双向升级、宽带优化等成长空间依然巨大，基础网络建设商也将迎来重大发展机遇。
- **公司凭借领先产品和市场优势有望全面受益广电网络升级改造大机遇：**公司多年深耕广电行业的网络设备制造，紧跟广电网络升级改造需求，已成行业细分龙头。公司形成对高端客户进入早、保有量大的市场优势，主导产品已覆盖包括 80% 的省会和中心城市，用户达 300 余家。随着广电传输网相关建设加速，公司中标项目较 15 年明显提升，15 年公司共计中标广电项目 16 项，其中江苏 2 项；2016 年 1 季度共计中标 8 项，其中江苏 3 项。我们认为，随着两大战略在全国各省广电的全面推广，公司已经开始凭借技术和市场双重优势重点受益各地广电网络改造升级大机遇。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	264	211	227	452	752
销售成本	(201)	(164)	(177)	(339)	(543)
经营费用	(41)	(40)	(41)	(68)	(121)
息税折旧前利润	44	35	40	90	132
折旧及摊销	18	24	28	40	44
经营利润(息税前利润)	25	11	13	50	87
净利息收入/(费用)	4	3	3	4	(0)
其他收益/(损失)	2	2	2	2	0
税前利润	27	13	14	52	90
所得税	(4)	(2)	(2)	(9)	(15)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	23	10	12	44	75
核心净利润	23	10	12	44	75
每股收益(人民币)	0.352	0.125	0.073	0.273	0.468
核心每股收益(人民币)	0.352	0.125	0.073	0.273	0.468
每股股息(人民币)	0.100	0.050	0.026	0.096	0.164
收入增长(%)	22.1	(20.0)	7.6	99.0	66.3
息税前利润增长(%)	30.2	(58.5)	19.0	300.2	74.2
息税折旧前利润增长(%)	39.1	(20.3)	16.0	121.9	46.9
每股收益增长(%)	(19.72)	(64.5)	(41.4)	272.5	71.5
核心每股收益增长(%)	(19.72)	(64.5)	(41.4)	272.5	71.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	27	13	14	52	90
折旧与摊销	18	24	28	40	44
净利息费用	4	3	3	4	(0)
运营资本变动	(16)	(9)	1	43	(126)
税金	4	2	2	9	15
其他经营现金流	10	1	(11)	(35)	(42)
经营活动产生的现金流	31	23	27	87	(49)
购买固定资产净值	8	(0)	30	31	30
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(55)	(48)	(60)	(62)	(61)
投资活动产生的现金流	(47)	(48)	(30)	(31)	(30)
净增权益	(6)	(4)	(4)	(15)	(26)
净增债务	0	0	7	(7)	149
支付股息	6	4	4	15	26
其他融资现金流	(2)	(3)	78	(6)	(27)
融资活动产生的现金流	(5)	(5)	(6)	82	(18)
现金变动	(21)	(31)	78	38	43
期初现金	191	174	141	220	258
公司自由现金流	(16)	(25)	(3)	56	(79)
权益自由现金流	(19)	(28)	0	44	70

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	174	141	220	258	301
应收帐款	148	155	171	281	450
库存	37	40	47	82	125
其他流动资产	329	303	399	547	762
流动资产总计	366	343	446	630	887
固定资产	141	157	156	178	160
无形资产	21	21	20	22	24
其他长期资产	53	59	67	34	36
长期资产总计	216	237	243	234	219
总资产	581	581	689	864	1,106
应付帐款	56	55	64	167	188
短期债务	0	0	0	0	26
其他流动负债	39	35	44	94	118
流动负债总计	95	90	108	261	332
长期借款	0	0	7	0	122
其他长期负债	0	0	7	0	123
股本	64	84	159	159	159
储备	422	407	415	443	491
股东权益	487	491	574	602	651
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	581	581	689	864	1,106
每股帐面价值(人民币)	7.55	5.85	3.60	3.78	4.08
每股有形资产(人民币)	7.22	5.60	3.47	3.64	3.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.00)	(1.00)	(0.97)	(1.00)	(0.51)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.2	15.0	16.3	18.8	17.6
息税前利润率(%)	8.3	3.5	4.1	10.1	11.7
税前利润率(%)	10.2	5.9	6.2	11.6	12.0
净利率(%)	8.6	5.0	5.1	9.6	9.9
流动性					
流动比率(倍)	3.9	3.8	4.1	2.4	2.7
利息覆盖率(倍)	(6.2)	(2.3)	(2.8)	(10.3)	213.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.5	3.4	3.7	2.1	2.3
估值					
市盈率(倍)	54.0	151.9	259.5	122.2	92.3
核心业务市盈率(倍)	54.0	151.9	259.5	122.2	92.3
目标价对应核心业务					
市盈率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率(倍)	6.2	6.2	5.3	5.0	4.7
价格/现金流(倍)	39.1	67.9	113.1	34.9	-62.1
企业价值/息税折旧前					
利润(倍)	31.3	46.4	75.2	32.2	21.6
周转率					
存货周转天数	50.6	69.0	75.4	66.5	60.6
应收帐款周转天数	204.8	268.1	275.3	226.6	218.6
应付帐款周转天数	101.0	122.0	131.8	180.0	126.5
回报率					
股息支付率(%)	28.4	39.9	35.0	35.0	35.0
净资产收益率(%)	4.7	2.1	2.0	7.2	11.5
资产收益率(%)	3.9	1.8	1.7	5.0	6.8
已运用资本收益率(%)	3.3	1.1	1.2	5.6	8.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371