

神州电子（832451）：广电系新一轮政策周期受益者，是否为价格洼地？

基本数据	
总股本（万）	6185
流通股本（万）	2654
总市值（亿）	2.5
每股盈利（元）	0.03
市盈（动态）	135
市净率（倍）	1.41
每股净资产（元）	2.87
2016（H）营收	7223万
2016（H）净利润	160万

摘要：

- 1、广电行业出于国家信息传播安全的角度考虑，国家广电总局对信息安全历来较为重视，形成了一个垄断行业壁垒。所以在这个国家准入壁垒以内的企业，享有政策性红利，而且整个的体系运行，受国家政策指挥棒左右；
- 2、企业在政策周期扩张器，是全国 24 家拥有入网许可证的企业，广电系统内优质的细分行业设备供应商；
- 3、公司布局了新一代政策周期，并在业务上调整结构，预付款增加和应收账款减少，企业现金流更加平滑。

在市场上有一类诸如汽车制造、房地产行业的股票，当整体经济上升时，这些股票的价格也迅速上升；当整体经济走下坡路时，这些股票的价格也下跌。这一类股票称之为周期股，用一句话概括就是：随着经济周期的盛衰而涨落的股票。最典型的周期性行业股票包括钢铁、有色金属、化工等基础大宗原材料行业、水泥等建筑材料行业、工程机械、机床、重型卡车、装备制造等资本集约性领域标的。

这类周期股的核心在于判断周期行业的驱动力、企业所处周期行业的阶段、企业参与行业地位、股价是否合理。我们可以从两个方向发掘，第一个是市场性周期行业，如资源类行业。GDP 扩张 1%，市场性行业扩张可能有 3-4%。在股价上反映则是大起大落，涨则动辄数十倍涨幅，跌则跌去 80%-90%不足为怪。

第二个则是政策性周期方向。这个范围内的周期股最大的特征是因为整个系统运行受政策保护、控制，不同于简单的政策性垄断，如石化行业，国家是垄断其准入，但是运行则以市场化运行。今天我们要分析的是广电系统政策性周期受益且已经挂牌新三板的企业——神州电子（832451），先来看看广电行业的特殊背景和特点，深入了解行业发展政策周期性趋势和企业的发展状态。

（一）广电系的政策周期性

广电行业出于国家信息传播安全的角度考虑，国家广电总局对信息安全历来较为重视，形成了一个垄断行业壁垒。所以在这个国家准入壁垒以内的企业，享有政策性红利，而且整个的体系运行，受国家政策指挥棒左右。

梧桐树新三板专业
投研大数据平台通
过网站

（www.91otc.com）
移动 APP、微信为
新三板投资者提供
专业投研信息及数
据服务，覆盖新三
板行情、企业数据、
资讯、研报。

梧桐树新三板 APP



自 2008 年开始，借北京奥运为契机，国家广电总局推进直播卫星户户通工程，累计为 2700 万户边远地区居民提供直播卫星节目的收看。共投入建设资金 108 亿元。

国家发改委将分年度安排 34 亿元投资用于“十一五”村村通工程建设补助此工程中。共有 24 家企业入围专用卫星接收设备的供应商。共举行六次国家级招标活动。自 2013 年后，项目推进主导方转入地方，以省级财政为主，国家不再配套资金。在推广的中前期，国家资金投入巨大，以发改委专项资金+各省配套的模式，推广速度快，企业受益良多。

但是，凡事一物生有一利，必有一弊端。

政策上升期必然有周期下降，当政策推广速度慢于预期，或者推广期末，进入更新换代期，壁垒内的企业由于长期扎根于壁垒以内，从市场意识到技术支持，都难以掉头转型。政策变成地方政策资金自筹的推进，推广力度及资金保障程度也下降，造成企业收款困难、收入下降。

（二）政策性周期股的实证研究

广电行业里具有代表性的两家公司是同洲电子和四川九州，我们可以通过这两家公司的主营业务对利润的贡献占比，来分析这 and 行业政策性周期对企业利润的影响。

图表 1：同洲电子历年户户通项目利润贡献度

年份	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
利润贡献比例	0.2772	0.2232	0.3236	0.2716	0.4439	0.4433	0.3491

（来源：wind，梧桐树新三板研究院）

图表 2：四川九州历年户户通业务利润贡献度

四川九州	2014	2013	2012	2011	2010
利润贡献比例	0.33	0.3148	0.2673	0.1775	0.3643

（来源：wind，梧桐树新三板研究院）

从上述两张表中可看到，两家上市公司村村通/户户通业务从 2008 年开始迅速增长（四川九州从 2010 年切入此块业务）同洲电子，自 2008-2010 年，该项业务所占比例从 35% 上升至 2010 年的 44.39%。深度参加了国家统一招标的部分。四川九州则自 2010 年后逐渐降低比例从 2010 年熬到 36.43%，下降至 2012 年的

26.73%，后逐年上升至 2014 年的 33%，加强了后期在地方招标中的投入力度。

因为四川九洲和同洲电子主营业务比较复杂，剥离出单块业务对该项业务考察不太容易准确。但是的确可以看到，国家政策推进力度，随着政策变化，招标主体的改变，对企业利润的影响因素偏大。

图表 3：政策推进演进及影响

时间	推进	影响分析
2005.3.20	《中国广播电视卫星直播系统空间段项目建设可行性研究报告》获国务院批准。	获得最高层次的许可，打破了政策性壁垒。
2008.5.27	发改委、广电总局联合印发《关于扎实做好“十一五”广播电视村村通工程建设有关工作的通知》	执行层面上的资金、政策、执行支持
2008.6.9	中星九号升空，广播电视覆盖率达98%	技术上实现操作可能性
2008.6.30	国家发改委、广电总局启动村村通广播电视工程建设	执行队伍的培育建设
2008-2013年	启动六次国家招标	国家层面上的执行，大规模建设期
2013年-以后	推进主体变更为省，后变为市县	建设后期，付款速度降低、建设速度放缓

通过分析和梳理，我们发现政策性周期的几个关键节点为：

（1）**政策**：国务院的政策性许可，没有这个许可，则不可能有突破；

（2）**执行**：各个部委是落实的主体。只有各个部委的认可，政策才能执行贯彻。2005 年-2008 年正是因为推进主体的落实不到位，延缓了执行；

（3）**技术性可能**：2008 年中星九号的发射，让全国卫星数字信号覆盖率达到 98%。

（4）**资金保障**：发改委落实 34 亿资金，项目资金得到保障；

（5）**执行主体变更**：2013 年后，推进主体（付款主体）变更为地方政府，项目推进、资金保障力度都大大降低，政策周期进入末端。

（三）神州电子所处该行业地位

1、企业在政策周期扩张器

神州电子（832451）是国家首批卫星电视广播地面接收设备定点生产企业、国家火炬计划闽东南电子与信息产业基地骨干企业，是专注于数字广播电视和视频监控产业的创新研发型高新技术企业。NGB-W 项目工作组唯一企业。主要产品为传统数字机顶盒行

业、无线数字电视覆盖工程、下一代广播电视无线网。公司的实际控制人为王竞雄，持有 3098 万股，占 50.09%。

神州电子是全国 24 家拥有入网许可证的企业。在国家 6 次招标中，神州电子历年市场占有率为：

设备招标情况	第一次招标	第二次招标	第三次招标	第四次招标	第五次招标	第六次招标
台数（万台）	55	57	19	60	57.54	35.44
比率	15.00%	7.00%	30.33%	17.00%	17.99%	24.68%

（来源：招股说明书，梧桐树新三板研究院）

同样，神州电子作为广电系统内优质的细分行业设备供应商，也抓紧机遇。企业共参与制定 8 项国家行业标准。这 8 项行业标准是：

- （1）中国广播电视直播卫星“村村通”系统技术体制白皮书；
- （2）卫星直播系统综合接收解码器（基本型）技术要求和测量方法；
- （3）直播卫星电视广播接收系统及设备通用规范；
- （4）卫综合接收解码器（村村通专用型）技术要求和测量方法；
- （5）卫星直播系统综合接收解码器（加密标清定位型）技术要求和测量方法；
- （6）卫星直播系统综合接收解码器（标清卫星地面双模型）技术要求和测量方法；
- （7）直播卫星电视广播接收用平板天线通用规范。

2、企业在政策周期收尾期

如上文所述，在政策的收尾期，项目在各地的推进速度良莠不齐，各地区因为财政实力所限，付款能力也层次不一，对企业的影响较大。最直观的体现是应收账款增加迅速，如下表所示：

图表 4:2013/2014/2015 主要财务数据指标

年份	2015年半年报	2014年	2013年
A. 应收账款（万元）	28788	22308	26479
B. 应付票据（万元）	12247	10661	15742
C. 短期借款（万元）	23245	20890	19650
财务费用D	1008	1948	1990
(B+C) / A	1.23	1.41	1.34
D/C	4.34%	9.33%	10.12%

（来源：wind，梧桐树新三板研究院）

2013年以来，广电部门的货款逐步由广电部门直接支付改为省级财政支付，而2015年，货款又由省级财政部门直接支付改为由省级财政部门逐级拨付给各市（县）级财政部门再行支付，审批流程增加，导致货款回笼时间延长，同时也导致公司银行借款与财务费用支出增加。

图表 5：地方政府付款流程表



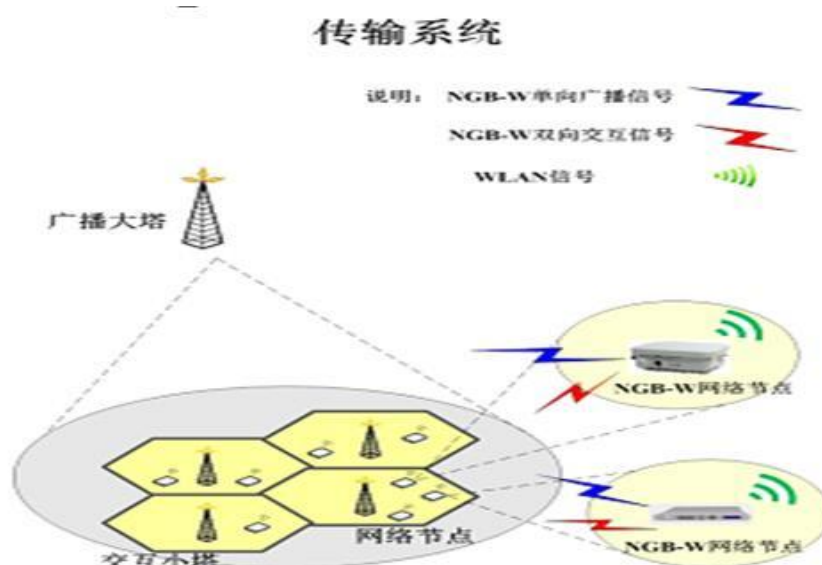
这种情况即是典型的政策推进收尾期，前期财务投入各个地方财政实力不均，配套资金运用不到位，付款周期较长且不时，使得财务费用骤然增加。

这个流程走下来大概需要6-9个月，加之各个地市的财政实力不一，项目资金落实不到位，有可能拖欠。且付款方过多，也增加了催收的难度和时间。从资金成本看，神州电子资金成本在逐年下降，但是也在8%左右，且应收账款总量在上升，也拖累了企业的经营情况。

（四）新一轮政策性周期开端：下一代电视广播无线网

1. 下一代广播无线网：广电成为第四大移动运营商

2016年4月21日，中国广播电视有限公司获得第四张电信运营商牌照，正式成为我国第四大移动运营商。这并不是毫无预兆的。2015年8月，国家正式出台三网融合的方案。广电自2012年就成立的下一代广播电视无线网随之推进工作。利用广电系统遍布中国的电视网络、广播大塔和交互小塔，实现信号传输。建立一个遍布全国的运营系统。



那么广电和遍布全中国的公共 wifi 相比，优势何在呢？

（1）700mhz 的天然资源。我国对无线电频道的管控非常严格，700MHz 频段衍射效果最好，可以绕过很多建筑物，适合大范围网络覆盖，组网成本低，因此也被国际公认为“数字红利”频段。

该频段以往主要用于模拟广播电视，随着广电技术的发展，该频段可以释放出约 100M 资源。在 4g 衍生效果不好的情况下，电信公司只能多建立基站以保持通讯质量，而广电总局独家拥有的波段，将节约数十亿的基础设施投入。700MHz 频段具备的商业价值无可限量，2008 年，Verizon 公司为从美国政府手中拍得 700MHz 频段共花费了 100 亿美元。

（2）唯一可看电视直播的渠道：出于信息传播安全的角度考虑，我国电视直播节目是不可上网直播的。广电商业化的步伐中，可在广电的端口看到实时流畅的电视直播节目。同时不影响客户的移动上网。项目在上海已经开始信号覆盖，覆盖范围涵盖陆家嘴、金桥、张江等标志性区域，在部分商圈、学校、地铁一号线启动业务试点，以我们的观点开谈判，这无疑又开启了广电总局又一个政策性周期。

下图为近 5 年来广电行业国家政策和行业动态：

图表 6：广电行业政策和行业动态

时间	推进	影响
2012年	下一代广播电视无线网工作组成立，神州电子是唯一企业	落实推进主体
2015.8.26	国务院批准三网融合方案出台	国家政策性突破
2015.10.26	东方明珠项目通过验收，神州供货约3800万元	技术验证，落实技术可行性
2015.10.27	广电总局局长宣布项目十三五规划	执行主体出台明确执行政策
2015.10月	中信集团投入800亿资金建设项目，前期100亿资金到位	资金保障

经过比较发现，如上图所示，我们可以发现政策性周期的核心要素有4个核心要点：政策、执行、技术性可能、资金保障。

（五）神州电子在下一代广播电视无线网中的地位

先来看看神州电子2015年半年报收入结构：

2015年半年报	收入	成本	毛利率
有线机顶盒	4,827,200	3,806,440	21.15%
卫星接收设备	102,542,292	78,583,529	23.36%
无线节点设备	29,059,829	13,970,598	51.92%

（来源：股转系统、公司2015年半年报）

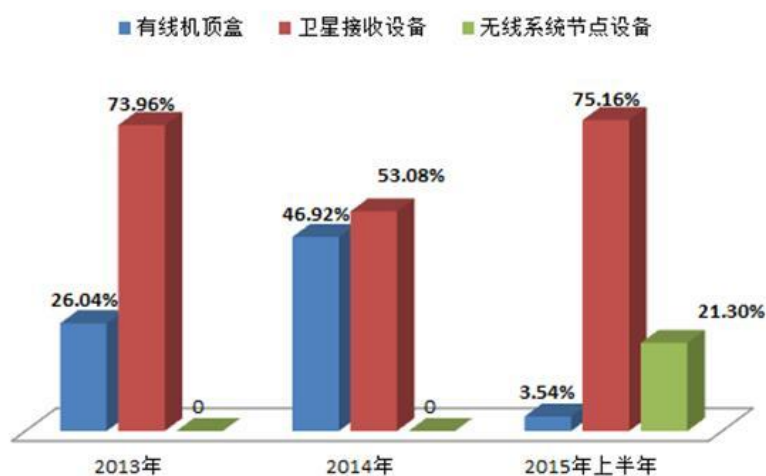
神州电子于2015年6月30日和2015年11月21日分别公告，与东方明珠和数码视讯签订产品销售合同，金额分别为3575万元和1700万元。2016年4月21日公布上海杨浦区下一代广播电视无线网700万中标额度。然而更大的意义所在是，在合同签订时，企业会先收到30%的预付款，基本满足企业生产需求，现金流更加平滑。

公司是“下一代广播电视网（NGB）工作组”成员单位，是唯一的一家企业，参与起草、制定《下一代广播电视网（NGB）终端中间件技术规范》、《NGB-W系统架构》、《NGB-W单向广播信道帧结构》、《NGB-W双向业务信道帧结构、信道编码和调制》、《NGB-W节点设备技术要求和测量方法》等5项国家行业标准。

神州电子与上海东方明珠签订了《下一代广播电视无线网（NGB-W）项目合作协议书》，全程参与上海NGB-W项目的试验网建设、技术验证、系统设计、规划及运营模式的研究和工程建设。

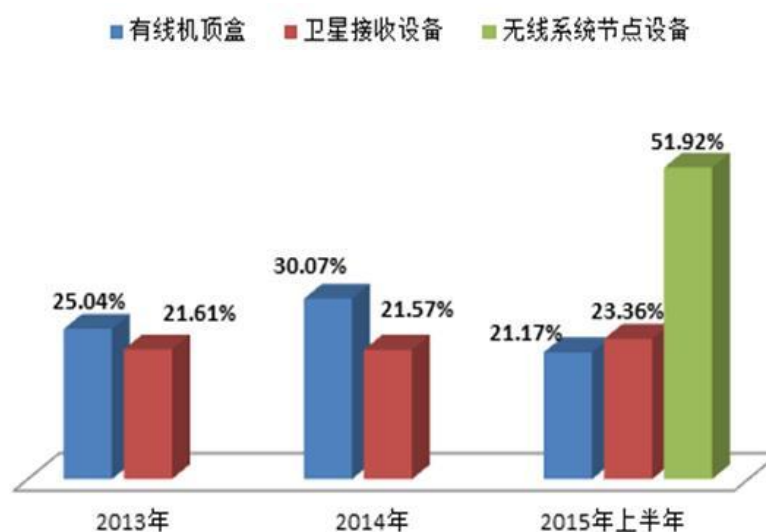
全国性的“NGB-W技术实验室”也已入户杨浦区，在标准制定、产业化探索以及战略规划上提供全国指引。公司是该实验室的发起单位之一。

图表 7：近三年神州电子各业务收入变化



(来源: wind, 梧桐树新三板研究院)

图表 8：近三年神州电子各业务毛利率



(来源: wind, 梧桐树新三板研究院)

图表 9：近三年神州电子各业务收入绝对额

项目	2015年1-6月	2014年1-6月
有线机顶盒	4,827,200	88,871,311
卫星接收设备	102,542,292	112,225,467
无线节点设备	29,059,829	——

(来源: wind, 梧桐树新三板研究院)

从神州电子各项业务收入变化、毛利率、收入绝对额的数据中，我们不难发现，随着时间的推进，神州电子在有意识减少毛利率

在降低的有线机顶盒业务。收入比重从最高的 26.04%降为 3.54%。绝对值下降更为剧烈，从 8887 万元降为 482 万余元。卫星接收设备降幅不大。无线节点设备增速巨大。

公司的战略意图是将业务转入高毛利率、现金流回款较快的业务中。原有业务如若可以强化应收账款回收，则可以保证企业基本利润。并早早布局了新一个政策周期，并在业务上调整结构，深度参与到新一轮政策周期之中。

（六）价格：什么样的价格比较合适？

周期股是最不能以 PE 或者 PB 方式定价的，2007 年-2013 年，中国船舶、中国石油这类周期股的跌幅都非常巨大。以 2007 年 20-30 倍市盈率算，并不算太贵，但是最大的问题是其利润的起伏波动也是极为巨大的。好到了尽头就是坏，坏到了尽头就是好。周期股的定价是非常具有挑战性的。

第一、神州电子所处的政策周期行业笔者认定是已经处于旧周期到新周期过渡阶段，是行业底部；

第二、因为新旧业务迥然不同，新业务无可类比上市公司可进行比较；

第三、神州电子在新三板挂牌，流动性不强，时间也较短，无法以现在价格测算过去公允价格和现在是否是价格洼地。

我们使用贴现的方法测算未来 5 年的各项财务数据，同时设定一下条件：

- 1、贴现率以当前无风险利率 5%计算；
- 2、考虑到产能分配问题，传统业务消失逐渐降低比率，有线机顶盒不再生产，卫星接收设备年收入 1.5 亿元，毛利率 20%。下一代广播电视无线网设备（2016 年已近公告订单为 6000 万元，合理预计 2016 年收入 1 亿元，前三年年递增 25%，第四第五年递增 10%）；
- 3、目前应收账款收回 60%，分三年收回，收回当年偿付短期贷款；
- 4、前三年新项目预付 50%，后两年不再预付，毛利率从第三年开始逐年降低 5%；
- 5、参考过去经验，管理费用等综合费用占收入 5%。

图表 10：神州电子各项业务预测：

年份	2016 (E)	2017 (E)	2018 (E)	2019 (E)	2020 (E)
NGB-W收入	1亿	1.25亿	1.56亿	1.72亿	1.89亿
卫星接收设备收	1.5亿	1.5亿	1.5亿	1.5亿	1.5亿
综合成本	0.13亿	0.14亿	0.15亿	0.16亿	0.17亿
卫星接收设备成	1.2亿	1.2亿	1.2亿	1.2亿	1.2亿
NGB-W成本	0.5亿	0.63亿	0.78亿	0.95亿	1.13亿
财务费用	0.14亿	0.09亿	0.05亿	0.05亿	0.05亿
税后利润	0.46亿	0.59亿	0.75亿	0.73亿	0.71亿
贴现现值	0.43亿	0.53亿	0.65亿	0.6亿	0.56亿
现值之和	2.77亿				
每股现值	4.49亿				

前面的假设是过于严格的，例如当前无风险利率为 3%-4%之间，应收账款回收速度会更快，且 NGB-W 项目收入估计保守。但是我们的观点是，预测倾向保守。

所以，当前神州电子价格当合理价格区间为 4.5-5 元。当前二级市场价格为 7 元，买入并不合算，但是若能以定增的方式参与，则不妨介入。

【免责声明】 梧桐树新三板研究报告和分析内容仅代表作者个人观点，反映作者对该行业或公司的看法，并且以独立的方式表述，不代表梧桐树平台立场，不构成对证券投资的预测或建议，同时也不成为证券投资决策的基础，本报告信息均来源于公开资料，梧桐树对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。据此投资，风险自负。

本报告的版权归本平台所有，梧桐树对报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则报告中的所有材料的版权均属梧桐树。未经梧桐树平台事先书面授权，报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何方式侵犯版权传播使用，梧桐树不承担任何转载责任。

深圳梧桐树网络科技有限公司

公司地址：深圳市南山区中国科技开发院孵化中心楼 6 楼

电 话：0755-26582232

电子邮件：kf@91otc.com

