

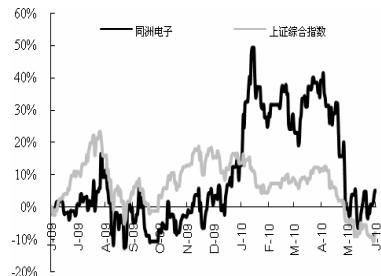


TMT – 信息技术
Technology, Media, Telecom

2010 年 6 月 9 日

市场数据

当前价格	12.09 元
总市值	41.2 亿
总股本	3.41 亿
流通股本	1.99 亿
大股东	袁明
网址	www.coship.com



邱虹天

+86 755 83025661

qiuht@jyzq.cn

执业证书编号

邱虹天: S0530209090077

同洲电子 (002052)

--战略转型迎接三网融合

投资建议: 买入

单位: 百万	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	1827	2100	1990	2213	3078
增长率		15%	-5.3%	11.2%	39.1%
净利润	99.6	108.3	48	41.1	110.5
增长率		8.7%	-55.7%	-14.3%	168.7%
每股收益(元)	0.447	0.37	0.16	0.12	0.32

- 我们认为数字机顶盒行业的景气度是好的，海外市场的需求将持续扩大，而国内广电市场的数字电视改造也在持续进行，并且数字机顶盒有升级换代的需求，从标清走向高清。公司将从中受益。
- 三网融合是大势所趋，预计广电将获得对于 IPTV、手机电视、网络电视等新媒体的播控权。广电将成为除了三大电信运营商之外的一个大的运营商。增值业务是我国数字电视未来的发展趋势，数字电视中间件技术和增值业务技术未来将有较大的技术和市场空间。
- 广电正在摸索新的业务模式，而公司正参与其中的这场大变革，在同行业中走在了前列。公司与深圳广播电影电视集团、哈尔滨有线等广电运营商都进行了深度的合作，这样就能够更加详尽地了解运营商的需求从而有针对性地开发出产品，公司在行业内无疑拥有了先发优势。
- 公司正由单一的机顶盒产品的转型为能提供全方位的解决方案的公司，相比对手更具规模优势。公司的转型现在还不能称得上成功，还没有在业绩中表现出来。根据公司的预计，公司上半年净利润亏损 3000 万元--4000 万元。我们希望在将来公司的年报上能看到公司产品结构的变化。
- 公司 09 年的每股收益为 0.16 元，我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的全面摊薄 EPS 分别为 0.18 元、0.32 元和 0.47 元，未来公司的成长性值得期待，我们看好公司未来的发展。我们给予“买入”的投资评级。
- **风险：**海外市场的开拓可能不顺利；国内广电的回款情况不好给公司带来现金流压力；广电部门新业务进展可能不顺利。

数字电视设备行业景气程度高

■ 海外市场对数字机顶盒需求持续增加

全球电视传播都将逐步从模拟信号转换成数字信号，在图表 1 我们列出来一些国家完全采用数字电视的计划时间表。

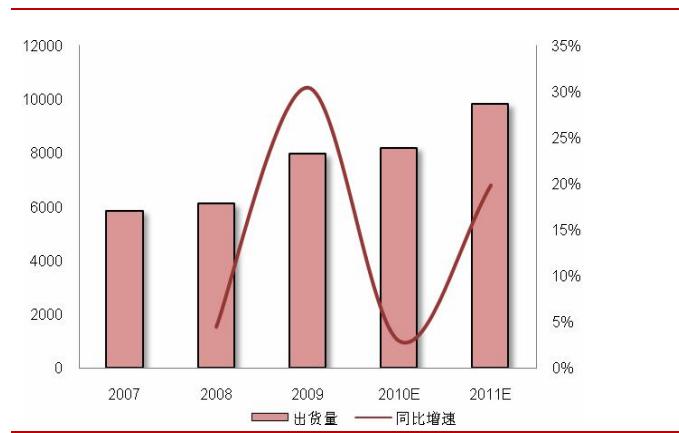
图表 1 部分国家电视数字电视播出计划

国家	模拟电视关闭时间	采用标准
巴西	2016 年	ISDB-T
墨西哥	2022 年	ATSC
加拿大	2011 年	ATSC
英国	2012 年	DVB-T
澳大利亚	2013 年	DVB-T
中国	2015 年	DTMB

资料来源：金元证券整理

中国目前的数字机顶盒大部分销往北美和欧洲，西班牙、德国等国家的机顶盒市场都经历过一场高速增长。在接下来的时间里，预计南美、印度等海外市场将迎来高速增长。海外市场的高速增长将给公司的机顶盒业务带来很大的机遇。

图表 2 全球数字卫星机顶盒增长情况 单位：万台



资料来源：格兰研究 金元证券

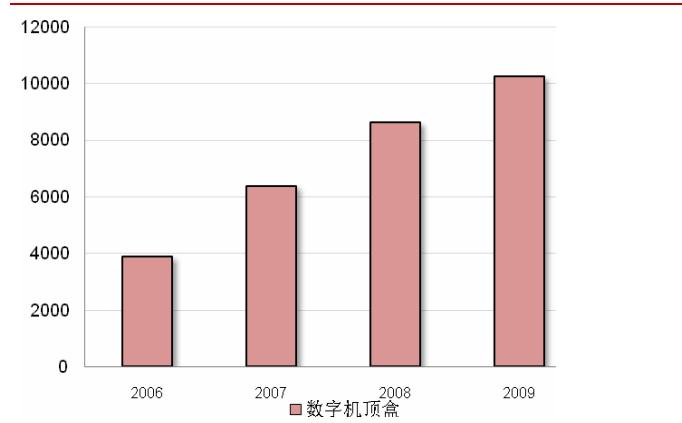
■ 全球机顶盒的制造中心在中国

中国是全球的制造业中心，全球机顶盒的制造中心同样也在中国。

近年来中国制造的机顶盒总出货量继续增长,2009 年的总出货量超过 1 亿台, 占全球总量的大约 68%, 其中将近一半是卫星机顶盒。

图表 3 中国数字机顶盒总出货量

单位: 万台



资料来源: 格兰研究 金元证券

同洲电子是国内最大的机顶盒制造厂家之一,公司 2009 年销售 682 万台套视讯终端,其中海外销售占比 51.5%,内外销占比接近 1: 1,最近几年基本上都维持在这个水平。虽然公司外销比例高达 50%,但是公司主要的精力都放在国内的广电市场上。

■ 国内对数字机顶盒升级换代需求增加

截止 2009 年 12 月底,全国有线电视用户已超过 1.74 亿,预计未来三到五年会到达 2 亿。完成数字平移的有线电视用户近 6200 万,已有超过 230 个城市启动了市区有线电视数字化整体转换,还有近 106 个城市完成了有线数字电视整体转换的工作。到 2015 年,中国的电视市场将全部实现数字化。其中,广西、宁夏的城市基本实现数字化,北京、天津、青海、海南、贵州、吉林等地的城市有线数字电视用户比例超过了 50%。有线电视双向化改造步伐加快,有线双向网络覆盖用户 3200 万。

同时,高清数字电视机顶盒是一个重要发展趋势。目前国内已经开播的高清频道有 CCTV 高清频道、湖南卫视高清频道、深圳卫视高清频道等十几家。各地的广电部门也正积极地推广高清数字机顶盒,如深圳的天威视讯。目前,中国国内市场高清平板电视保有量已超过三千五

百万台，绝大多数已经部署的机顶盒只具有标清解码能力。可以预见，未来高清机顶盒将会占有相当大的市场份额。

■ 广电开始 NGB 的建设

“三网融合”是分阶段实施的，2010 年到 2012 年是试点阶段，将选择有条件的地区进行试点；2013 年到 2015 年在试点的基础上，将总结推广，然后全面推进。对有线电视公司来讲，三网融合为他们获得了互联网介入许可，也扩充了他们整个业务范围。广电现在不仅仅是需要转换数字机顶盒，还需要面临 NGB 网络建设、增值业务开发等繁杂的问题。

广电总局与科技部签署协议时就公布了建网规划投资，规划投入 1000 亿元人民币，主要用于 NGB 升级改造，目标是 10 年内，改造 2 亿有线电视网用户。各地的广电企业也通过各种渠道筹集资金，楚天数字借壳武汉塑料上市，歌华有线则获得政府 2 亿元的资助，广电部门的资金实力越来越强。

我国数字电视将开始迈入双向、互动、多业务发展的全新阶段，并将全面向下一代广播电视台网（NGB）演进。NGB 是以有线电视网、移动多媒体广播（CMMB）成果为基础的下一代广播电视台网应用。通过它，人们将可以通过实现通过电视上网、玩游戏、视频通话、看电影，甚至进行公共事业缴费等一系列功能。这将打破目前广电网络一直囿于单向广播，而难于实现信息双向传递而形成的应用受限困局。这种以双向、互动、跨域互通为特征的新一代数字电视，可以提供点播、时移、信息服务、电视银行、电视游戏等个性化的服务。在国家广电总局的推动和大力支持下，预计我国的新一代数字电视服务将在近年内步入快速发展期。

NGB 的产业链包括内容提供商、增值服务提供商、数字出版商、节目运营商、网络运营商、网络设备制造商、终端设备制造商、芯片制造商。对于 NGB 网络的投资虽然只是暂定为 1000 亿元，但是 NGB 所能带动的产业增值确实是明显的。NGB 的建设将拉动网络设备制造、芯片、信息家电等信息制造业，运营服务、增值业务等现代服务业，数字出版、内容制作等媒体产业，带来快速发展的机会，预计每年将为整个产业链带来 1 万亿元的经济效益，刺激信息产业第二次爆发。

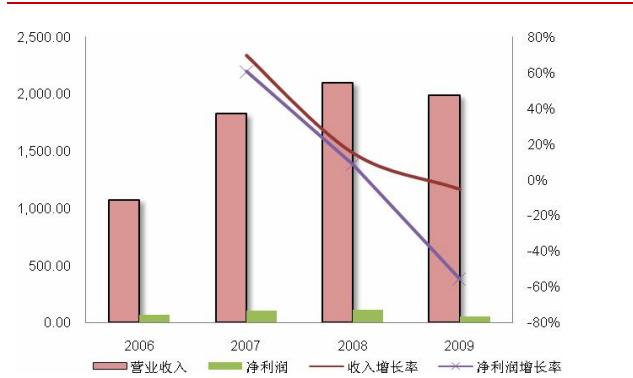
公司进行转型

公司是我国数字电视龙头企业，成立于 1994 年，是一家以生产卫星（有线、地面）接收器、机顶盒等相关数字电视接收设备为主的公司。公司是国家级创新型试点企业，配备了国内最齐全的数字电视研发、测试、产业化设备，并在深圳市政府专门立项扶持下成立了交互式数字电视工程技术研究开发中心。

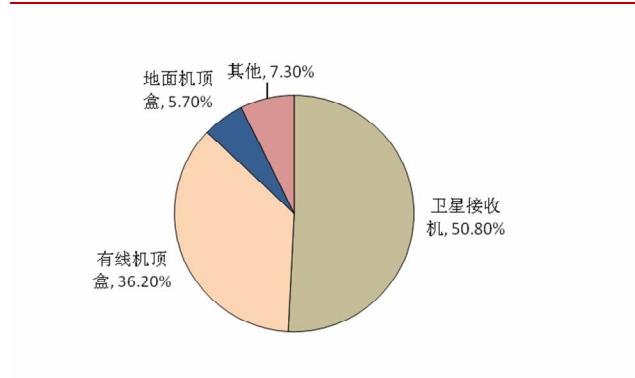
■ 公司目前的主要收入来源是数字机顶盒

公司自成立以来的主要产品都是数字机顶盒。目前主要收入来源是卫星接收机、有线机顶盒、地面机顶盒。机顶盒主要用于接收、解密、解码、提供增值服务。如图表 4 所示，公司近年来业绩比较平稳。公司 2007 年、2008 年和 2009 年的收入分别为 18.3 亿元、21 亿元和 19.9 亿元，利润分别为 9960 万元、1.08 亿元和 4800 万元。2009 年公司的收入结构如图表 5 所示，卫星接收机的收入比例为 50.8%，有线机顶盒的收入比例为 36.2%，地面机顶盒的收入比例为 5.7%。

图表 4 近年来公司收入和利润情况



图表 5 2009 年收入结构



资料来源：公司公告 金元证券

资料来源：公司公告 金元证券

公司 2009 年全年销售了将近 700 万台的视讯终端。去年 9 月份定向增发新建 800 万台视讯终端的生产线。目前公司正在江苏南通建设厂房，预计明年可以完工。

■ 国内单一机顶盒业务有瓶颈

机顶盒产业的问题是，进入门槛越来越低，产品利润越来越薄。

国内由于大部分广电运营商都未能实现规模赢利，导致机顶盒采购的账期越来越长，对机顶盒企业施加的资金压力也越来越大。如图表 6 所示，公司现金流紧张，应收账款一直居高不下，2009 年末已经达到 9.78 亿的应收账款。

正因为在单一的机顶盒业务有瓶颈，因此公司近年来致力于加大研发投入开发相关数字电视产品，目前拥有 2000 多人的国内最大的数字视讯专业研发队伍，如图表 7 所示，公司研发费用逐年攀高。公司要从数字机顶盒制造商向一站式整体解决方案和增值服务商进行战略转型，实施“蓝海战略”。

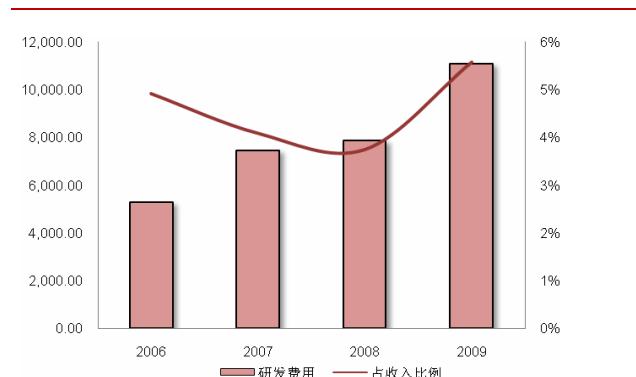
图表 6 公司应收账款巨大

单位：百万元



图表 7 公司研发投入情况

单位：万元



资料来源：公司公告 金元证券

资料来源：公司公告 金元证券

公司现在成功构建了跨越广电网、通讯网及互联网的 3C 产业体系，产品涵盖关键前端系统、核心软件、数字电视机顶盒、IPTV 机顶盒、卫星通讯、移动视讯、移动视讯、汽车电子、安防电子、娱乐 PC、智能交通等产业。在广播电视产业，同洲电子是唯一一家可提供成熟的数字电视全业务互联互通整体解决方案和服务的提供商。其客户包

括湖南有线、哈尔滨有线、武汉广电等。解决方案的营收，未来的比例会越来越高。这些产品的推出的意义在于尝试三网融合新业务模式的尝试和开拓。2011 年，在三网融合政策的推动以及新商业模式驱动下，同洲电子打造的广电升级平台将进入利润收获期，公司将进入业绩起飞的新阶段。公司从机顶盒延伸出去，到了电视和物联网，我们现在的机顶盒是 1.0，将来我们可以做一些安防、监控，物联网的家庭自动化。公司的理解，机顶盒是家庭娱乐信息中心，可以集成 DVD、网关等功能。

图表 8 数字有线机顶盒



资料来源：公司网站 金元证券

图表 9 IP QAM 调制解调器



资料来源：公司网站 金元证券

随着三网融合的推进，广电部门将要应对越来越复杂的设备。而运营商设备的运营维护的外包也是大势所趋，可以对照的是电信领域发生的事情，电信运营商正越来越多地把设备维护外包出去，运营商则可以更专注于用户业务的推广。而公司的战略意图也是不仅要卖产品，还要卖给运营商服务。

转型的过程也是有风险的。2010 年 1 季度公司实现收入 3.23 亿元，同比下降 43.27%，环比下降 45.84%，销售费用和管理费用分别大幅增长 62% 和 52%，单季度亏损 5260 万元。公司预计上半年净利润亏损 3000-4000 万元。面对三网融合的机会，公司加大研发投入，进入到新的领域，存在一定转型的风险。

■ 公司与广电运营商的战略合作走在行业前列

早在2008年公司就参股哈尔滨有线数字电视网络公司，不仅为合资公司输出机顶盒、中间件等产品，还为公司摸索开发新业务积累了许多的经验。

在2010年五月，公司又与深圳广播电影电视集团签署了战略合作框架协议，双方将共同努力为全国三网融合摸索经验、探索道路。公司将与国家广电总局、深圳市政府联合推进深圳广电下一代广播电网、双向网络建设，数字电视运营服务平台建设，节目内容集成、播放、分发平台建设，家庭物联网建设和三网融合国家实验室建设；打造基于广播电视网络的家庭多媒体信息综合服务平台。双方探讨在基于有线电视网络的宽带接入业务和基于数字电视业务基础的各种增值业务方面展开合作。

在各地的广电公司还不明晰增值业务方向的时候，同洲电子一直在做艰苦的努力。在这一点上，公司无疑已经走在国内数字电视设备厂家的前列。

盈利预测与估值

盈利假设：

- 1、广电系统持续改革进程，并且有资金持续改造有线数字双向网络，对电视设备和技术服务需求持续增加；
- 2、上半年制约公司产能因素在下半年消除；
- 3、公司增发项目所新增的机顶盒产能明年能够逐渐释放产能，并能找到合适的销路；
- 4、公司能够以试点为模板，推广广电各项新业务，扩大公司整体解决方案的市场，同时技术服务收入也能逐渐扩大。

图表 10 收入预测

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
卫星接收机	870.99	1,005.30	1105.83	1415.46	1981.65
	15.4%	10%	28%	40%	
有线机顶盒	841.43	720.48	806.94	1049.02	1416.18
	-14.4%	12%	30%	35%	
地面机顶盒	207.28	114.32	125.75	163.48	220.69
	-44.8%	10%	30%	35%	
解决方案			10	200	300
			1900.0%	50.0%	
技术服务			5	80	120
			1500.0%	50.0%	
LED 显示屏等	149.7	160	170	180	
	6.9%	6.3%	5.9%		
总收入			2213.52	3077.96	4218.52

数据来源：金元证券

图表 11 盈利预测表

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1827.36	2100.67	1989.81	2213.52	3077.96	4218.52
营业成本	1431.82	1649.53	1599.51	1795.70	2486.94	3413.28
营业税金及附加	3.84	4.94	4.23	4.90	5.20	5.40
销售费用	64.94	82.32	94.87	110.68	147.74	202.49
管理费用	154.51	179.01	214.15	256.77	301.64	388.10
财务费用	29.34	47.44	23.75	26.56	36.94	50.62
资产减值损失	47.17	44.61	37.95			
营业利润	95.75	90.87	15.36	18.91	99.50	158.63
营业外收入	29.17	44.59	50.39	40.00	42.00	45.00
营业外支出	6.34	7.15	7.42	7.00	8.00	9.00
利润总额	118.58	128.31	58.33	51.91	133.50	194.63
所得税	3.54	15.90	10.39	7.79	20.03	29.19
净利润	115.04	112.41	47.95	44.12	113.48	165.43
少数股东损益	15.44	4.14	-0.05	3.00	3.00	3.00
归属于母公司所有者的净利润	99.60	108.27	48.00	41.12	110.48	162.43
每股收益	0.44	0.37	0.16	0.12	0.32	0.48

数据来源：金元证券

公司 09 年的每股收益为 0.16 元，我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的全面摊薄 EPS 分别为 0.12 元、0.32 元和 0.48 元，未来公司的成长性值得期待，我们看好公司未来的发展。我们给予“买入”的投资评级。

风险

海外市场的开拓没有预期的好；国内广电的回款情况没有好转，继续给公司现金流带来很大的压力；广电部门新业务的进展可能不是那么顺利。

金元证券行业投资评级标准:

- 增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

- 买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;
增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;
中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5%~+5%;
减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.