

机顶盒行业的龙头企业

——四川湖山（000801）半年报财报点评

2010年8月6日

推荐/首次

四川湖山

财报点评

银国宏 策略分析师
 联系人：唐敏 010-6650 7338 Email: tangmin@dqzq.net.cn

事件：

公司发布半年报，报告期共实现营业总收入 17.12 亿元，同比增长 691.15%，实现营业利润 2663.85 万元，同比增长 1091.87%，实现净利润（归属于母公司的净利润）1987.16 万元，同比增长 1695.87%。发生重大变化原因是公司 6 月完成资产重组，合并范围增大。

公司分季度财务指标

指标	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
营业收入（百万元）	398.42	130.78	85.62	125.29	496.92	286.43	1425.69
增长率（%）	13.27	(67.17)	(34.53)	46.33	296.61	(42.36)	397.75
毛利率（%）	5.08	6.99	8.40	8.15	3.97	2.78	11.80
期间费用率（%）	4.11	8.87	12.57	9.38	2.75	4.45	9.04
营业利润率（%）	2.07	(1.39)	(1.02)	(0.59)	1.26	(1.04)	2.08
净利润（百万元）	8.59	(1.82)	0.41	0.25	4.95	(2.91)	27.73
增长率（%）	366.28	(121.17)	(122.68)	(38.40)	1847.86	(158.86)	(1052.33)
每股盈利（季度，元）	0.06	(0.01)	0.00	(0.01)	0.03	(0.03)	0.12
资产负债率（%）	70.43	61.54	60.12	70.61	70.14	69.76	65.81
存货周转率（%）	6.40	0.60	1.05	1.25	3.64	1.31	4.13
应收帐款周转率（%）	14.64	1.83	2.94	3.74	7.14	2.78	4.24

评论：

积极因素：

➤ 公司重组完成，成为国内最大的数字电视接收设备研发制造基地和机顶盒龙头企业

公司在本报告期实施重大资产重组后，数字机顶盒是公司的主营产品之一，其中，控股子公司深圳九洲电器主要负责国际市场的开发和销售，控股子公司九州股份主要负责国内市场的开发和销售。深圳九洲电器和九州股份现已合计形成了年产 1,100 万台数字机顶盒的生产能力，是国内最大数字电视接收设备研发制造基地。近三年来，年销售量均保持高速增长，市场占有率保持行业前三，已发展成为我国数字电视机顶盒龙头企业。

➤ 机顶盒国际国内市场稳步增长，彰显公司竞争力

国际市场方面：2010 年 1-6 月，深圳九洲电器出口业务收入同比增长约 27%；九州股份的出口业务也受到一定的影响，但本报告期其所占比重不到九州股份总体指标的 5%，对其业绩影响较小。金融危机下，一

些小型的国内同行出口企业由于外部环境的变化，有大批的倒闭或转向；国际上一些同行企业放弃中低端产品的技术投入实行技术外包；一些发达地区的市场由于受经济危机的影响，高端产品的市场消费受到限制，以上各种因素，为公司出口业务的拓展带来了新机会。

国内市场方面：为促进我国经济保持平稳增长，国家出台了一系列刺激经济增长的措施，九州股份面临很好的发展机遇。2010年1-6月，九州股份公司营业收入同比增长26.72%。

➤ 控股母公司九州集团就重组承诺盈利补偿，至少可保证三年净利润增速15%

九州集团对四川湖山2010年至2012年盈利补偿做出保障承诺：假设2009年1月1日已经完成本次重大资产置换及发行股份购买资产，以经审计的四川湖山2009年度备考合并利润表中归属于母公司所有者的净利润3945万元为基础，2010年至2012年实现经审计的归属于母公司所有者的净利润递增速度不低于15.00%，即2010年实现归属于母公司所有者的净利润不低于4537万元、2011年不低于5217万元、2012年不低于6000万元。若四川湖山实现经审计的归属于母公司所有者的净利润在2010年至2012年中的任何年度出现归属于母公司所有者净利润低于上述承诺值时，本公司在四川湖山相关年度审计报告公告的20个工作日内，以现金补偿四川湖山实现的经审计归属于母公司所有者的净利润与达到增长率要求所对应的归属于母公司所有者的净利润的差额。

消极因素：

➤ 10年上半年，公司国外收入占据了公司营业收入的58%。08年经济危机对公司的机顶盒和EMS业务出口造成了巨大影响。当前，国际经济形式今后走势并不十分明朗，如果全球经济在下半年或明年出现滑坡，出口将受影响，拖累公司业绩。但公司控股股东承诺了盈利补偿，极大降低了风险。

业务展望:

➤ “三网融合”进入实质性建设阶段，广电和电信即将加快数字电视和IPTV建设，公司从中受益

6月6日，经过五易其稿的阵痛，国家三网融合协调小组会议闪电通过了试点方案，相关文件近日将正式公布，试点城市选拔赛的发令枪也将由此打响。据悉，方案要求各地于本月18日前上报试点申请，本月25日批准开始实施。三网融合将真正迎来破茧而出的时刻。

7月1日，国务院办公厅刚刚公布了第一批三网融合试点地区（城市）名单，北京市、大连市、哈尔滨市、上海市、南京市、杭州市、厦门市、青岛市、武汉市、长株潭地区、深圳市、绵阳市上榜。标志三网融合进入实质性阶段，试点工作正式启动。

7月20日，为了指导和推进三网融合第一阶段试点工作有序开展，国务院三网融合工作协调小组办公室于向三网融合试点地区（城市）所在省（市）人民政府办公厅印发了《关于三网融合试点工作有关问题的通知》（以下简称《通知》）。主要内容包括：尽快建立健全试点地区三网融合组织协调机构、组织制定试点地区的三网融合试点实施方案、组织做好双向进入业务许可申报工作、落实行业监管职责、加强组织协调、营造良好政策环境。

7月20日的《通知》明确指出，各试点省市应尽快组织制定本地区的三网融合试点实施方案，并在2010年8月16日前将实施方案报至国务院协调小组办公室进行评估。

试点方案中，广电紧紧的掌握了IPTV内容的集成和播控权，并且可以开展电信增值业务、有线电视网络的互联网接入、互联网数据传送增值业务和国内IP电话业务的实施方案；电信获得了IPTV传输权。

广电虽然可以经营电信业务，但其实最有价值的就只是可以互联网接入业务，而在方案之前广电其实已经在部分地方如北京经营宽带业务，但其他也只能获得部分地区部分用户业务互联网宽带接入业务，城域网和骨干网、国际带宽出口还紧紧掌握在电信手里，因此广电经营宽带业务也必须租用电信的干线带宽，所以给予广电进入电信业务的政策实际上并没有给广电带来新的优势。以后是否做得成功取决于他自身经营能力和推广程度，在一切都融入互联网的趋势下，政策上其实给不了太多的庇护，但从外面看，政策上也确实有些优势，这也增加了广电的压力，在压力之下，广电会加速推进有线网络资源的整合、体制的改进、网络建设。

虽然电信没有获得IPTV的集成和播控权，但也明正言顺的可以经营IPTV的传播业务，至少不会出现之前被叫停的情况。这一点没给电信带来好处，但也没带来坏处，因为之前，电信本身经营的就是宽带接入业务，互联网的内容都和电信关系不大，因为内容和网络是完全不相关的，三网融合和技术发展的本质也是网络和内容分开。即使没有电视业务，中国电信还是会推进FTTx的建设，毕竟电视内容只是互联网应用的一个领域，并且电信也可以和获得了IPTV播控权的单位合作，开展IPTV业务，然后把宽带、电视、语音分拆或打包卖给用户，另外也可以对具有IPTV播控权的单位进行注资和参股。除非广电禁止获得IPTV集成和播控牌照的单位与电信合作，或者限制牌照的发放，但这样情况出现的可能性非常小，因为这本身就是一种退步，国务院、工信部、电信和联通以及IPTV集成和播控单位都会反对。所以，电信也会加快IPTV的建设，通过寻求新的商业模式和合作方式加快IPTV的建设。

有线数字电视和IPTV的加快，对机顶盒的需求增加，公司作为中国机顶盒主流供应商，产品质量和品牌已经得到了公认，未来受益可能性很大。

➤ 机顶盒会走向高清化、个性化、平台化、水平化、零售化，行业将会越来越集中

国内最早有200多家做机顶盒的企业，现在只有100多家，现在之所以还有这么多企业，是因为目前是广电补贴，招标采购向用户分发的形式，在行业早期，这种很好的推广方式。但一旦行业进入普及和成熟期，这种方式会渐渐阻碍行业的发展。因为竞争不充分、地方保护比较普遍、用户没有选择都是问题。手机、电视、电脑没有一样产品是采用这种采购分发的方式，所以才有了产业的繁荣。机顶盒本身与这些产品没有什么区别。机顶盒走向高清化、平台化、网络化、双向化是大趋势，一旦用户消费习惯形成，基于机顶盒的应用逐步丰富，机顶盒行业就应该具有手机和pc行业的特征，它本身就是一个典型的终端产品、消费电子。这种产业模式一旦形成，在充分竞争下、机顶盒产品完全自由流通，甚至可以进入国美、苏宁、电脑城等零售点，最后这个行业不可能还有100多家企业，倒闭、兼并、重组出现是迟早的事，行业将越来越集中，未来最多只有20家企业。在二八效应中，现在有实力和规模的企业是极有可能成为未来龙头企业，因此我们看好湖山、同洲等未来的成长空间。

➤ EMS 业务已经恢复正常，预计下半年和明年不会拖累公司业绩，卫星高频头业务稳步发展

受全球金融危机持续影响以及劳动力成本上升、人民币升值预期等诸多因素的影响，子公司福瑞祥公司作为出口型电子制造服务业的企业面临较大压力。虽然客户订单保持稳步恢复趋势，营业收入同比增长165.40%，但是福瑞祥公司在报告期仍亏损635万元，同比减亏235万元。下半年是电子消费品市场的传统旺季，预计随着新客户的增加，业务量将逐步增长。

子公司翔成公司继续坚持以新产品开发和新市场开拓为重点，卫星高频头业务稳步发展。卫星高频头业务营业收入同比增长183.01%，利润同比增长4062.50%。受全球金融危机持续、人民币的升值预期以及劳动力成本上涨等因素的影响，卫星高频头业务面临的成本压力较大。公司在继续稳步拓展中东地区市场的基础上，重点开发欧洲、美洲市场，扩大与大客户的OEM、ODM合作范围，增加高端机种的合作，从而提高卫星高频头业务的盈利水平。

盈利预测

我们假设公司在10年和11年，国外机顶盒业务会保持上半年27%左右的增长，国内机顶盒业务会有30%左右的增长。EMS业务稳中有增，但在人工成本上升和人民币升值预期下，毛利率很难提升。高频头业务会伴随卫星机顶盒在国外的普遍应用可能会取得30%的增长率。

我们预计公司10年、11年、12年的净利润是5326万、6817万、7839万，EPS分别为0.28元、0.36元、0.42元，对应8月6日13.81的收盘价，PE分别为45.75倍35.58倍30.50倍。

投资建议：

考虑到机顶盒行业的长远发展，公司在该行业的龙头地位，以及控股公司对盈利补偿的承诺，我们认为公司风险较小，但未来空间广阔，给予推荐的投资评级。

表 1: 投资组合盈利预测和估值

指标	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入(百万元)	1,036.83	1145	838.6	3342	4179	4764
增长率(%)	41.87	10.5	-26.81	98	25	14
净利润(百万元)	27.61	12.39	1.56	53.26	68.17	78.39
增长率(%)	384.24	-55.12	-87.41	3413	28	15
每股收益(元)	0.2091	0.0938	0.0118	0.28	0.36	0.42
PE	61.26	136.57	1085.59	45.75	35.58	30.50

资料来源: 东兴证券

分析师简介

唐敏

中科院半导体研究所硕士, 两年电子行业从业经验, 2010 年加盟东兴证券研究所, 从事电子元器件行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。