

增长中仍存隐忧

研究结论

- 市场近期关注广电网络无非在于其财务费用下降、平移成本下降及收缴率提升等几方面，带着这些问题，我们参加了其股东大会。
- 财务费用方面：公司 08 年直接还掉银行贷款 1.3 亿，09 年资本支出大约在 4 亿，预计新增贷款 2 亿。由于大幅的降息，利息费用能得到节省，但节省的程度还是要看今年 6 月长短期贷款互换的比例，09 年财务费用总体预计在 5000 万左右，较 08 年预计有 1000 万左右的下降。
- 数字平移方面：截至 08 年底公司数字电视用户约 114 万，由于金融危机的影响，09 年目标平移 70-80 万户，其中西安地区 40 万，这个数字低于市场预期。由于设备成本持续下降，整体平移的成本相应下降。08 年机顶盒+智能卡平均成本在 400 块，但和摩托罗拉战略合作后，机顶盒成本确实有了较大下降，预计机顶盒+智能卡平均成本降至 300 元左右。接入端双向改造成本也有一定下降，大约在 120 元/户。但值得注意的是，并不是所有成本都在下降。
- 收缴率提升：经过 2 年多的论证谈判，公司的 BOSS 系统建设 08 年 10 月开始启动，投入几千万，目前仅能实现简单功能，主要针对数字电视用户，因此公司收费体系目前还不能委托银行代收，仍需人工收取，收缴率的提升还是受限。
- 公司正在积极争取所得税免税，已经取得国家文化体制改制办的认可，但未形成正式文件之前仍存在不确定性。特别是时间的不确定，08 年公司已按 15% 的所得税率列支相应费用。
- 由于整合的原因，公司当前并不符合股权融资的条件，但会考虑短期融资券等融资模式，减轻财务压力。
- 公司仍存在大量的应付帐款，三季报显示应付帐款高达 4 亿多，绝大部分是欠机顶盒厂商的资金。
- 基于 15% 所得税的假设，我们预测其 08-10 年对应的每股收益分别 0.15 元、0.30 元及 0.39 元，需要指出的是 09 年的高增长主要在于 08 年业绩由于广告代理清算导致利润基数低，真实增长应该在 20%-30%。我们相信广电网络已经重新走向增长的道路，但这种增长主要是平移带来的，而不是新业务，因此我们仅给予“增持”的评级。
- 风险提示：考虑到公司的长远发展，公司考虑在 09 年中期进行一定的会计政策调整，由于前期网络折旧长达 20 年，不符合网络真实情况，调整中考虑缩短折旧年限，而这个改变将极大减少公司利润。



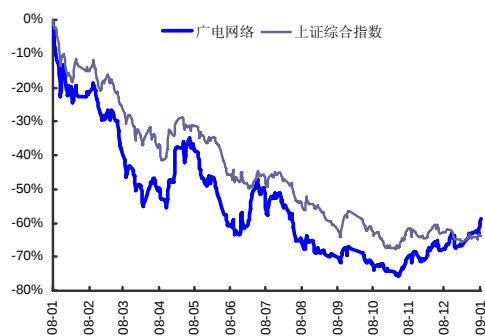
东方证券
ORIENT SECURITIES

张小嘎 (博士) 家电、传媒行业资深分析师
8621-63325888 × 6091
zhangxg@orientsec.com.cn

投资评级 **买入 增持** 中性 减持 (维持)

股价 (09 年 1 月 15 日) 8.86 元
目标价格 (12 个月) 10 元
总股本/A 股 (万股) 33340/33340
A 股市值 (百万元) 29.5 亿元
国家/地区 中国
行业 传媒
报告日期 2009 年 1 月 16 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	8.99	15.14	-58.61
相对表现 (%)	10.03	14.95	5.1

资料来源: WIND

财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入 (百万)	545	848	935	1106
营业利润 (百万)	54	60	119	155
净利润 (百万)	41	50	100	131
每股收益 (元)	0.20	0.15	0.30	0.39
净资产收益率 (%)	3.7%	4.3%	8.0%	9.4%
市盈率(X)	72.03	59.15	29.41	22.57
EV/EBITDA(X)	18	12	9	7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	866	365	405	438	营业收入	545	848	935	1106
现金	631	180	220	250	营业成本	381	545	593	686
应收账款	27	24	26	31	营业税金及附加	9	15	17	20
其它应收款	15	25	28	33	营业费用	49	49	54	64
预付账款	57	0	0	0	管理费用	54	87	97	118
存货	135	136	130	123	财务费用	2	63	55	63
其他	0	0	0	0	资产减值损失	2	30	0	0
非流动资产	2146	2280	2592	2833	公允价值变动收				
长期投资	3	2	2	2	益	0	0	0	0
固定资产	1707	1977	2357	2632	投资净收益	5	1	0	0
无形资产	82	83	83	83	营业利润	54	60	119	155
其他	354	219	150	117	营业外收入	2	1	1	1
资产总计	3012	2646	2997	3270	营业外支出	4	2	2	2
流动负债	1689	733	983	1126	利润总额	52	59	118	154
短期借款	107	95	354	444	所得税	9	9	18	23
应付账款	285	273	296	343	净利润	43	50	100	131
其他	1297	365	333	339	少数股东损益	2	0	0	0
非流动负债	200	740	740	740	归属母公司净利润	41	50	100	131
长期借款	200	740	740	740	EBITDA	151	217	291	357
其他	0	0	0	0	EPS (元)	0.20	0.15	0.30	0.39
负债合计	1889	1473	1723	1866	主要财务比率				
少数股东权益	17	17	17	17	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	208	333	333	333	成长能力				
资本公积	788	663	663	663	营业收入	81.0%	55.5%	10.2%	18.3%
留存收益	109	159	260	391	营业利润	123.3%	10.7%	99.3%	30.0%
归属母公司股东权益	1106	1156	1256	1387	归属于母公司净利润	108.8%	21.8%	101.1%	30.3%
负债和股东权益	3012	2646	2997	3270	获利能力				
现金流量表					毛利率	30.1%	35.7%	36.6%	38.0%
单位: 百万元					净利率	7.5%	5.9%	10.7%	11.8%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	3.7%	4.3%	8.0%	9.4%
经营活动现金流	146	-729	266	383	ROIC	5.4%	5.4%	6.6%	7.6%
净利润	43	50	100	131	偿债能力				
折旧摊销	95	95	117	140	资产负债率	62.7%	55.7%	57.5%	57.1%
财务费用	2	63	55	63	净负债比率	16.78%	60.10%	66.37%	66.15%
投资损失	-5	-1	0	0	流动比率	0.51	0.50	0.41	0.39
营运资金变动	2	-923	-7	49	速动比率	0.43	0.31	0.28	0.28

其它	10	-12	1	0	营运能力				
投资活动现金流	-632	-228	-430	-380	总资产周转率	0.26	0.30	0.33	0.35
资本支出	143	230	430	380	应收账款周转率	31	32	37	39
长期投资	-1	-1	0	0	应付账款周转率	2.38	1.96	2.08	2.15
其他	-490	1	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	211	506	204	27	每股收益(最新摊薄)	0.12	0.15	0.30	0.39
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	-2.19	0.80	1.15
短期借款	20	-12	259	90	每股净资产(最新摊薄)	3.32	3.47	3.77	4.16
长期借款	200	540	0	0	估值比率				
普通股增加	0	125	0	0	P/E	72.03	59.15	29.41	22.57
资本公积增加	-13	-125	0	0	P/B	2.67	2.56	2.35	2.13
其他	4	-23	-55	-63	EV/EBITDA	18	12	9	7
现金净增加额	-275	-451	40	30					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

张小嘎 (博士): 家电、传媒行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn