

歌华有线 (600037)**09 年一季度净利同比下降 30%，下调评级为中性**

✍ **谭晓雨** **吴轶**
 ☎ 021-38676061 021-38676050
 ✉ tanxy@gtjas.com wuyi007608@gtjas.com

本报告导读：

- 公司 2008 年业绩快报点评
- 公司所得税和 2009Q1 业绩预告点评

事件：

- 公司发布 2008 年业绩快报，预计实现营业收入 13.6 亿元，同比增长 14.75%；归属母公司股东的净利润 3.312 万元，同比下降 9.72%。预计实现每股收益 0.3124 元。
- 公司 2009 年不再享受所得税减免政策，按照 25% 的税率缴纳企业所得税。
- 公司预计 2009 年度的成本费用增加幅度将超过收入增长幅度，2009 年第一季度的净利润将同比下降 30% 以上。

评级：**中性**

上次评级：谨慎增持

目标价格：**¥10.24**

上次预测：¥0.00

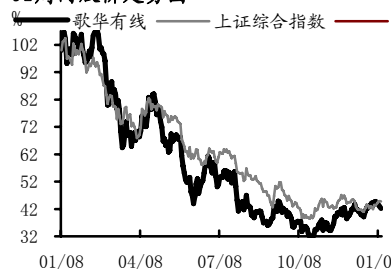
当前价格：

¥10.24

2009.01.21

交易数据

52 周内股价区间 (元)	7.29 ~ 28.71
总市值 (百万元)	10,856
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,060/583
流通 B 股/H 股	
流通股比例	55.0%
日均成交量 (百万股)	10.2
日均成交值 (百万元)	158.4

52 周内股价走势图**相关报告**

免征数字电视用户收入营业税短多长空
 (08.11.07)

业绩表现稳健，调高评级为谨慎增持
 (08.08.26)

待基本面更明朗再投资为宜
 (08.08.04)

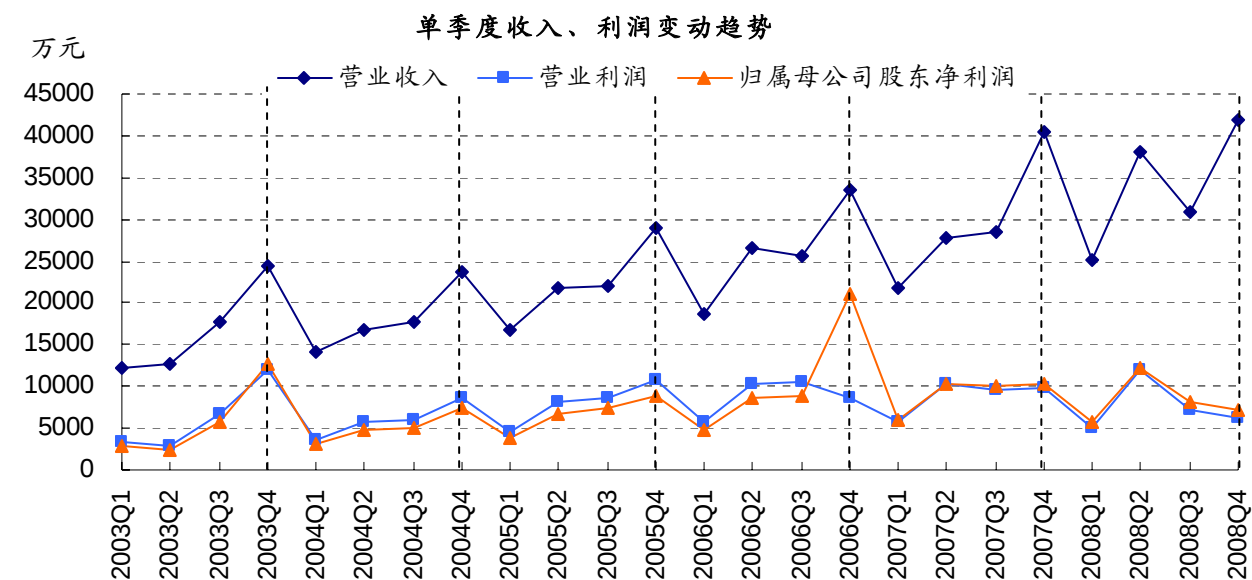
评论：

- 公司 2008 年收入增速较前一年度为高，但实现净利润较上年减少，主要原因在于 08 年第四季度盈利同比和环比的大幅下降。08 年第四季度，公司实现营业收入 41832 万元，环比和同比增速分别为 35.14% 和 3.45%；实现归属母公司股东的净利润 7069 万元，环比和同比分别下降 12.47% 和 31.37%。
- 从公司历史单季度财务数据分析（如图 1），其营业收入和净利润具有非常明显的季节性特征，理论上第四季度应当是全年收入和盈利的制高点，但是 2008 年下半年以来利润规模在持续下滑。我们分析，拖累业绩的主要原因在于：（1）新增固定资产折旧，（2）新增机顶盒及系统设备摊销，（3）新业务开展增加营业费用和管理费用。
- 我们曾分析，如果 2009 年公司不能提价，其获得所得税再减免政策的可能性会增大，这对于支撑公司业绩以较平缓幅度负增长有重要作用。而今公司确认 2009 年按照 25% 的税率缴纳企业所得税，对公司是一个重大利空。假定 09 年利润总额与 08 年持平来估算，09 年所得税支出将达到 8315.23 万元，影响每股收益 0.078 元。如果公司基本收视费不变，按照 25% 纳税、每平移一用户补贴 100 元政策延续、信息业务收入维持 30% 的年增长速度计算，则预测 2009 年每股收益仅为 0.22 元。
- 能否提价对稳定公司业绩非常关键。有线电视收视维护费占公司营业收入 50% 以上，公司对数字电视用户的基本收视维护费仍然按照 18 元/月征收，低于全国普遍 25 元/月的水平。此前，政府补贴和所得税减免在很大程度上缓解了整转压力。09 年所得税率定位 25%，如果不能提价，则公司全年业绩大幅负增长将成定局。从公司所处行业特征来看：数字化转换过程初期必然伴随成本、折旧、摊销的大幅增加，而利润不会在短期释放。同时数字化转换过程初期政府应当作为第一推动力，因此只能希冀政策为公司在公益性和市场化之间找到一个平

衡点。

- 从公司历年经营情况来看：公司的经营效率指标在行业内属于最优，财务政策较为严格，主业突出，收入增速较慢但是稳健。但由于 08-10 年是公司资本开支高峰年，且不能实现优质优价的产业良性循环，预计未来业绩前景堪忧。公司 09 年一季度业绩大降 30% 的开局使得公司估值在行业和市场显得颇为昂贵。有鉴于此我们下调评级为中性。

图表 1：歌华有线单季度收入、利润变动趋势



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所

作者简介:

谭晓雨: 高级经济师。现任国泰君安证券公司行业研究部经理, 中视传媒(600088)、科力远(600478)、湖南投资(000548)独立董事, 中国广播电视学会产业研究专业委员会理事。2003—2008 连续六年获《新财富》组织全体基金经理评选的传播文化业全国最佳分析师, 2003-2004 年社会服务行业全国最佳分析师。

投资研究著作有《股市策略制胜—资本市场策略研究》(2001 年 1 月文汇出版社出版, 刘鸿儒教授、姚刚博士作序)和《中国资本市场出路》(2003 年 12 月中信出版社出版, 刘鸿儒、梁定邦教授作序), 曾获深交所会员研究成果评选第一届三等奖、第五届二等奖和第六届三等奖, 中国证券业协会 2003 年科研课题获金融产品创新类别两个三等奖。

吴轶: 复旦大学经济学硕士, 金融学专业, 2008 年 7 月加入国泰君安证券研究所。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准：

增持：股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上；

谨慎增持：股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%；

中性：股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%；

减持：股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：（021）38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码：518029

电话：（0755）82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：（010）59312799

国泰君安证券研究所网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com