

有线电视网络

冷星星

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

歌华有线

600037

中性

所得税全免优惠不再续 公司业绩预测及评级下调

事件:

2009 年 1 月 23 日, 公司发布了 2008 年业绩快报和关于所得税率调整及 2009 年第一季度业绩预减公告。

点评:

- **2008 年公司预告的业绩总体符合预期。**其中, 营业收入 13.6 亿, 和我们预测的基本一样; 净利润 3.3 亿, 低于预期 2000 万左右, 主要是成本费用高出了预测值; 相应地, 2008 年 EPS0.31 元, 低于我们预测的 0.33 元。
- **2009 年起公司所得税全免优惠不再续, 未来两年业绩受到影响。同时, 公司是否能获得北京市政府更多政策及其他方面支持愈加扑朔迷离。**据北京地税相关文件规定, 公司自 2004 年 1 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日作为文化体制改革中经营性文化事业单位转制企业, 免交所得税。此优惠政策已执行期满。2009 年开始公司将依据国家所得税法, 按 25% 缴纳企业所得税。对公司的影响主要有两方面: 一方面, 从业绩上来看, 预计 09-10 年将分别减少公司净利润 7000 万和 1.5 亿左右; 另一方面, 未获所得税全免优惠可能说明北京市政府对歌华支持态度的一些转变。市场上关于歌华有线未来可能作为北京市文化体制改革龙头企业得到市政府政策及其他方面支持的看法将受到质疑。
- **公司预计 2009 年成本费用增加幅度将大于收入增长幅度, 一季度净利润将同比下降 30% 以上。**成本费用增加主要有两方面原因: 一方面, 公司不再获得免所得税优惠; 另一方面, 为配合北京市政改造和市容整治要求, 公司加大光缆入地力度。另外, 公司相应的人员及业务费用有所增加。
- **下调公司盈利预测, 下调评级为“中性”。**将公司所得税率上调为 25%, 09-10 年盈利预测由 0.35、0.60 元相应下调为 0.26、0.45 元。公司股价自 2008 年 11 月持续上涨至昨日的 10.52 元, 上涨幅度近 40%。对应 09、10 年 PE 为 40 倍和 23 倍, 09 年接近传媒行业平均市盈率水平。09、10 年 EV/EBITDA 分别为 11 倍和 7 倍, 09 年处于合理水平。我们认为, 目前公司股价在当前的市场情况下, 若无超预期催化剂出现, 上涨空间有限, 因此, 下调公司评级为“中性”。

6-12 个月目标价: 10.66 元

当前股价: 10.52 元

评级调整: 下调

基本资料

上证综合指数	2004.95
总股本(百万)	1060
流通股本(百万)	583
流通市值(亿)	61
EPS (TTM)	0.34
每股净资产 (元)	3.75
资产负债率	21.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
歌华有线	-0.85	15.73	-24.80
上证综合指数	0.87	5.76	-29.55



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1185	1361	1549	2006
同比(%)	13.3%	14.9%	13.8%	29.5%
归属母公司净利润	366.82	349.88	278.03	477.19
同比(%)	-15.2%	-4.6%	-20.5%	71.6%
毛利率(%)	40.2%	34.0%	32.2%	40.9%
ROE(%)	9.2%	8.1%	6.0%	9.4%
每股收益(元)	0.35	0.33	0.26	0.45
P/E	30.40	31.88	40.12	23.37
P/B	2.81	2.58	2.43	2.20
EV/EBITDA	15.0	14.2	11.0	7.4

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008	2009	2010
流动资产	2113	1699	1580	1961	营业收入	1185	1361	1549	2006
现金	1977	1522	1373	1725	营业成本	708	898	1050	1185
应收账款	10	11	12	16	营业税金及附加	41	47	53	69
其它应收款	4	8	9	12	营业费用	51	59	67	86
预付账款	81	108	126	142	管理费用	65	68	77	100
存货	40	50	59	66	财务费用	-33	-35	-29	-31
其他	1	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	2919	3586	4077	4307	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	107	107	107	107	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	1960	2977	3427	3635	营业利润	354	324	331	596
无形资产	16	19	22	25	营业外收入	15	27	41	41
其他	836	483	521	540	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	5031	5285	5657	6268	利润总额	369	351	372	637
流动负债	667	571	664	797	所得税	2	1	93	159
短期借款	0	0	0	0	净利润	367	350	279	478
应付账款	133	144	168	190	少数股东损益	0	1	1	1
其他	535	427	496	608	归属母公司净利润	367	350	278	477
非流动负债	391	391	391	391	EBITDA	605	639	827	1231
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.33	0.26	0.45
其他	391	391	391	391	主要财务比率				
负债合计	1058	961	1055	1188	会计年度	2007	2008	2009	2010
少数股东权益	3	3	4	5	成长能力				
股本	1060	1060	1060	1060	营业收入	13.3	14.9	13.8	29.5
资本公积	1725	1725	1725	1725	营业利润	1.2%	-8.5%	2.0%	80.4
留存收益	1185	1535	1813	2290	归属于母公司净利润	-15.2	-4.6%	-20.5	71.6
归属母公司股东权益	3970	4320	4598	5075	获利能力				
负债和股东权益	5031	5285	5657	6268	毛利率	40.2	34.0	32.2	40.9
现金流量表					净利率	31.0	25.7	17.9	23.8
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	9.2%	8.1%	6.0%	9.4%
经营活动现金流	865	514	840	1216	ROIC	14.4	9.5%	6.5%	11.8%
净利润	367	350	279	478	偿债能力				
折旧摊销	283	349	526	666	资产负债率	21.0	18.2	18.7	19.0
财务费用	-33	-35	-29	-31	净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-2	0	0	0	流动比率	3.17	2.98	2.38	2.46
营运资金变动	250	-130	64	103	速动比率	3.11	2.89	2.29	2.38
其它	-1	-20	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-1079	-999	-1017	-895	总资产周转率	0.25	0.26	0.28	0.34
资本支出	1039	998	1014	892	应收账款周转率	161	128	133	141
长期投资	-75	-0	0	0	应付账款周转率	5.39	6.50	6.74	6.63
其他	-115	-1	-3	-3	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-66	30	29	31	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.33	0.26	0.45
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.48	0.79	1.15
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.74	4.07	4.34	4.79
普通股增加	398	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-397	0	0	0	P/E	30.40	31.88	40.12	23.37
其他	-67	30	29	31	P/B	2.81	2.58	2.43	2.20
现金净增加额	-281	-455	-149	351	EV/EBITDA	15.0	14.2	11.0	7.4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

冷星星, 英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。2007 年 5 月加入中投证券研究所, 现为传媒行业研究员。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434