

动态跟踪报告

传媒行业

有线网络

广电网络 (600831)

谨慎推荐

(维持评级)

2009年2月19日

09 年业绩将大幅改善

✎ 分析师：陈财茂、廖绪发 CFA

事项：

2月19日，广电网络发布业绩修正预告，修正后2008年归属于母公司所有者的净利润同比增长10%左右，而在2008年10月25日披露的业绩预告中，预计该增长率为80%以上。

评论：

■ 业绩修正出于意料之中

按照修正后约10%的增长率计算，广电网络2008年实现净利润约4500万元，对应的EPS为0.135元，低于我们前期0.205元预测，也低于市场一致性预测的0.230元（wind一致性预测）。

1、业绩预增从“80%以上”下调到“10%左右”，处于预料之中。广电网络之前预计08年业绩同比增长80%以上，意味着08年净利润将超过7382万元，而考虑到之后退出广告代理业务确认的2950万元营业外支出，按15%扣除所得税的影响后，08年净利润应该在4874万元以上，这与修正后净利润约4500万元基本相当。

2、业绩低于市场预期。按照公司修正后的业绩预告，四季度扣除退出广告代理业务确认的2950万元营业外支出后，贡献净利润约700万元，是08年中最差的一个季度，也是低于市场预期的主要原因，我们估计四季度业绩较差的主要原因在于成本的大幅增加，包括整转带来折旧和摊销以及年末人工成本的大幅增加。

■ 维持“谨慎推荐”的投资评级

我们维持09-10年的盈利预测，即EPS分别为0.35元、0.38元，当前股价下，对应的PE分别为28、25倍，EV/EBITDA分别为10.6倍和8.7倍，在A股三家有线网络上市公司中，估值仍处于最低水平，我们维持谨慎推荐的投资评级。08年公司业绩是最困难的时期，而09年在没有非经常性损益、整转加快等因素的刺激下，业绩将大幅改善，这也构成股价表现的催化剂。而公司的投资风险主要来自于卫星直播、IPTV对陕西有线电视可能带来的冲击。

表 1: 广电网络盈利预测与主要财务指标

资产负债表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	631	50	50	109	营业收入	545	887	985	1271
应收款项	99	87	91	100	营业成本	381	561	602	806
存货净额	135	102	93	101	营业税金及附加	9	18	20	25
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	49	60	75	100
流动资产合计	866	239	233	310	管理费用	54	89	99	127
固定资产净额	2007	1958	1884	1772	财务费用	2	74	51	47
无形资产及其他	137	253	348	434	投资收益	5	2	0	0
长期投资	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	2	0	0	0
资产总计	3029	2453	2468	2519	补贴及营业外收支	(2)	(34)	0	0
短期借款及应付债券	117	122	189	100	利润总额	52	54	139	165
应付款项	404	374	334	384	所得税费用	9	6	21	36
其他流动负债	1168	100	5	5	少数股东损益	2	1	1	1
流动负债合计	1689	596	528	489	净利润	41	47	117	128
长期借款	200	700	700	700					
其他长期负债	0	0	0	0	关键财务与估值指标	2007	2008E	2009E	2010E
长期负债合计	200	700	700	700	每股收益	0.20	0.14	0.35	0.38
负债合计	1889	1296	1228	1189	每股红利	0.00	0.04	0.11	0.12
少数股东权益	17	18	19	20	每股净资产	5.39	3.42	3.66	3.93
股东权益	1123	1139	1221	1310	ROIC	8%	11%	8%	9%
负债和股东权益总计	3029	2453	2468	2519	ROE	4%	4%	10%	10%
					毛利率	28%	35%	37%	35%
现金流量表 (百万元)	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT Margin	10%	18%	19%	17%
净利润	41	47	117	128	EBITDA Margin	27%	35%	40%	37%
少数股东损益	2	1	1	1	收入增长	81%	63%	11%	29%
折旧摊销	95	153	200	253	净利润增长	125%	14%	152%	9%
财务费用	11	74	51	47	资产负债率	63%	53%	50%	47%
营运资本变动	2	26	(34)	31	息率	0.0%	0.4%	1.1%	1.2%
其它	(5)	(1080)	(95)	1	P/E	79	69	28	25
经营活动现金流	146	(779)	240	460	P/B	2.9	2.8	2.6	2.5
资本开支	(139)	(219)	(220)	(227)	EV/EBITDA	24.1	12.9	10.6	8.7
其它投资现金流	(493)	(1)	0	0					
投资活动现金流	(632)	(220)	(220)	(227)	关键假设	2007	2008E	2009E	2010E
权益性融资	0	0	0	0	有线用户 (万户)	372	402	429	453
负债净变化	225	505	67	(89)	城镇用户	244	261	280	299
支付股利、利息	11	88	86	86	农村用户	128	140	149	155
其它融资现金流	(2)	0	0	0	数字用户 (万户)	53	100	165	217
融资活动现金流	211	417	(20)	(174)	渗透率	14%	25%	38%	48%
现金净变动	(275)	(581)	0	59	模拟收费标准 (元/月)	12.0	12.0	12.0	12.0
企业自由现金流	(492)	(965)	20	233	数字ARPU (元/月)	23.9	23.3	23.4	29.5
权益自由现金流	(264)	(534)	35	97	有效税率	17%	12%	15%	22%

资料来源: 公司资料和国信证券预测

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。