

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3月27日

传媒行业首席分析师: 廖绪发, CFA

电话: 021-68866237

E-mail: liaoxf@guosen.com.cn

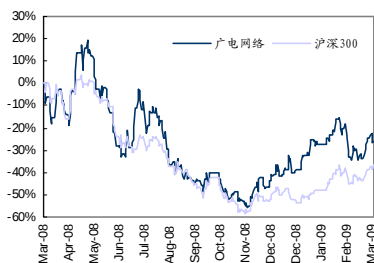
传媒行业分析师: 陈财茂

电话: 021-68866236

E-mail: chencm@guosen.com.cn

年度业绩分析

09 年业绩将大幅改善

一年收益率比较


资料来源: 国信证券经济研究所

市场与公司重要数据

(3月26日)

上证综合指数	2362
换手率(3个月)(%)	125
52周价格波动(元)	5.22-23.80
总股本(百万股)	333
流通股(百万股)	307
息率(%)	0

资料来源: 国信证券经济研究所

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

广电网络发布 08 年年报, 实现净利润 4307 万元, EPS 为 0.13 元, 分配预案: 每 10 股派现 0.5 元 (含税), 转增 3 股。

● 业绩略低于预期

广电网络 08 年实现收入 8.3 亿元, 净利润 4307 万元, 摊薄后每股收益 0.13 元, 略低于我们 0.14 元的预测 (偏差 7.5%), 也低于市场一致性预测 0.19 元。我们判断原因主要为 (1) 尽管数字化整转户数超预期 (08 年累计达到 111 万户, 高于我们估计的 100 万户), 但估计集中在年底进行, 使得收入规模略低于预期。(2) 销售和管理费用超出预期, 共同表现为 4 季度大幅增加, 我们估计这主要和年终的费用结算相关 (包括人工成本)。(3) 营业外支出确认超预期, 估计年底追加了对地震受损资产的处理和清算。

● 09 年业绩将大幅增长

董事会预计 “2009 年实现营业收入 9 亿元, 营业成本 8.3 亿元, 净利润 7000 万元, 为达此目标, 将新增有线用户 24 万户, 数字用户 70 万-90 万户”。这一业绩预测目标大大低于市场预期, 按此计划, 09 年 EPS 仅为 0.21 元, 低于市场一致性预测的 0.33 元。我们判断, 管理层的这一预测可能略偏保守, 因为 2007 年管理层预计 “2008 年实现营业收入 9.5 亿元, 成本费用 8.5 亿元, 净利润 8000 万元”。而最终因为退出广告业务而未能实现预期, 在此情况下, 管理层对 09 年作出保守预测的可能性很大。我们预计 2009 年营业收入 9.06 亿元, 在剥离广告业务后, 收入的可预见性变得更强; 预计 09 年净利润约 7600 万元, 原因在于公司的成本费用弹性相对较大。

09 年业绩增长的动力在于: (1) 有线和数字用户的增长, 预计 09 年底有线用户规模 433 万户, 数字用户 181 万户。(2) 08 年营业外支出的大幅计提, 导致了低基数效应。

● 维持 “谨慎推荐” 的投资评级

我们预计 09-11 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.26 元和 0.28 元 (前期, 我们对 09-10 年的预测分别为 0.35 元和 0.38 元, 下调幅度分别为 35% 和 33%)。主要原因在于公司的成本费用超出了我们的预期。在当前股价下, 对应 09-11 年的 PE 分别为 39、35 和 32 倍, EV/EBITDA 分别为 13.5、11.4 和 9.8 倍, 估值比较合理, 但公司目前的每户市值仅为 730 元, 远远低于歌华和天威。我们维持谨慎推荐的投资评级。

表 1: 广电网络近 4 个季度利润表及主要指标

单位: 百万, %	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	YoY	QoQ
营业收入	58	80	70	337	198	221	192	223	-33.7%	16.3%
营业成本	46	61	54	221	129	132	122	129	-41.5%	5.7%
营业税金及附加	1	1	1	7	4	5	4	4	-44.6%	-14.5%
销售费用	1	1	2	45	3	20	14	26	-41.2%	88.8%
管理费用	11	9	7	27	13	32	20	32	22.2%	64.5%
财务费用	0	-1	-1	4	4	17	17	11	152.9%	-36.1%
资产减值损失	0	0	0	2	0	-1	0	7	341.2%	-21137.7%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	..	..
投资收益	6	0	0	0	0	2	0	1	-378.6%	-219.3%
营业利润	5	9	8	32	44	17	14	14	-54.9%	0.4%
营业外收入	0	0	1	1	0	0	1	2	112.8%	147.5%
营业外支出	0	0	0	4	0	4	0	39	879.5%	10554.5%
利润总额	5	9	9	29	45	13	15	-23	-180.2%	-256.0%
所得税	1	1	1	7	5	2	1	-2	-134.1%	-308.3%
少数股东损益	0	1	1	0	2	-2	0	0	-70.0%	-41733.6%
净利润	4	8	7	22	38	12	14	-21	-195.5%	-252.0%
毛利率	21.1%	24.1%	23.4%	34.5%	34.9%	40.0%	36.4%	42.2%	7.7%	5.8%
营业税金及附加率	1.3%	1.3%	1.1%	2.0%	1.9%	2.3%	2.3%	1.7%	-0.3%	-0.6%
销售费用率	1.8%	1.6%	2.2%	13.3%	1.5%	9.0%	7.3%	11.8%	-1.5%	4.5%
管理费用率	19.3%	10.9%	10.3%	7.9%	6.8%	14.6%	10.3%	14.5%	6.6%	4.3%
有效税率	12.4%	7.7%	9.2%	23.9%	11.6%	16.4%	7.6%	10.2%	-13.7%	2.5%
营业利润率	8.4%	11.5%	11.7%	9.4%	22.4%	7.8%	7.4%	6.4%	-3.0%	-1.0%
净利润率	7.1%	9.7%	10.5%	6.4%	19.0%	5.6%	7.1%	-9.3%	-15.7%	-16.4%

资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所

表 2: 广电网络盈利预测差异及评论

单位: 百万, %	2007A	2008A	YoY	国信预测	差异	差异 (%)	评论
营业收入	545	834	52.9%	887	(53)	-6.0%	估计临近年终数字化整转提速, 新增数字用户收入确认集中在年末; 第二终端的占比也低于预期。
营业成本	381	513	34.4%	561	(48)	-8.6%	估计年末数字化整转用户较多, 摊销在当年确认的比例较少; 机顶盒价格也有较大幅度的下降。
营业税金及附加	9	17	82.2%	18	(1)	-4.6%	从绝对量看, 差异并不大。
销售费用	49	63	29.7%	60	3	5.5%	费用在季度之间波动较大, 四季度居全年最高, 支出超预期。
管理费用	54	98	81.8%	89	9	10.2%	和销售费用类似, 上半年末和全年末管理费用都是最高, 估计由人工成本的季节性结算导致。
财务费用	2	49	2254.4%	74	(26)	-34.4%	贷款规模低于预期, 平均贷款利率也小于预期。
资产减值损失	2	6	292.1%	0	6	n.a.	坏账准备增加所致, 与退出广告业务相关。
公允价值变动收益	0	0	n.a.	0	0	n.a.	
投资收益	5	2	-68.4%	2	(0)	-13.9%	绝对数差异不大
营业利润	54	90	67.1%	88	3	3.2%	
营业外收入	2	3	85.7%	1	2	212.6%	
营业外支出	4	44	979.2%	35	10	28.0%	追加了上半年地震受损资产的计提。
利润总额	52	49	-4.5%	54	(5)	-8.8%	
所得税	9	6	-32.1%	6	(0)	-5.9%	
少数股东损益	2	0	-93.3%	1	(1)	-89.1%	
净利润	41	43	5.0%	47	(3)	-7.5%	

资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所

表 3: 广电网络盈利预测与主要财务指标

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	188	100	100	100	营业收入	834	906	1058	1202
应收款项	71	74	85	95	营业成本	513	576	665	771
存货净额	107	115	133	154	营业税金及附加	17	18	21	24
其他流动资产	0	0	0	0	销售费用	63	65	75	85
流动资产合计	366	289	318	349	管理费用	98	104	122	132
固定资产净额	2170	2428	2549	2611	财务费用	49	55	69	72
无形资产及其他	76	65	55	43	投资收益	2	2	2	2
长期投资	3	3	3	3	资产减值及公允价值变动	6	0	0	0
资产总计	2616	2786	2926	3007	补贴及营业外收支	(41)	0	0	0
短期借款及应付债券	50	265	450	464	利润总额	49	89	107	119
应付款项	657	384	370	367	所得税费用	6	13	21	26
其他流动负债	28	100	5	5	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	736	749	824	836	净利润	43	76	86	93
长期借款	730	830	830	830					
其他长期负债	0	0	0	0	关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
长期负债合计	730	830	830	830	每股收益	0.13	0.23	0.26	0.28
负债合计	1466	1579	1654	1666	每股红利	0.00	0.06	0.06	0.07
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产	3.45	3.62	3.81	4.02
股东权益	1150	1207	1271	1341	ROIC	11%	7%	7%	7%
负债和股东权益总计	2616	2786	2926	3007	ROE	4%	6%	7%	7%
					毛利率	37%	34%	35%	34%
现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT Margin	17%	16%	17%	16%
净利润	43	76	86	93	EBITDA Margin	40%	33%	35%	36%
少数股东损益	0	0	0	0	收入增长	53%	9%	17%	14%
折旧摊销	188	152	191	237	净利润增长	5%	77%	13%	8%
财务费用	52	55	69	72	资产负债率	56%	57%	57%	55%
营运资本变动	124	(277)	(45)	(36)	息率	0.0%	0.6%	0.7%	0.8%
其它	46	63	(95)	(0)	P/E	69	39	35	32
经营活动现金流	452	68	206	367	P/B	2.6	2.5	2.4	2.2
资本开支	(118)	(397)	(300)	(286)	EV/EBITDA	10.8	13.5	11.4	9.8
其它投资现金流	(594)	(1)	0	0					
投资活动现金流	(712)	(398)	(300)	(286)	关键假设	2008	2009E	2010E	2011E
权益性融资	0	0	0	0	有线用户 (万户)	410	433	456	482
负债净变化	(127)	315	184	14	城镇用户	261	280	299	319
支付股利、利息	56	74	91	96	农村用户	149	152	158	163
其它融资现金流	0	0	0	0	数字用户 (万户)	111	181	241	301
融资活动现金流	(183)	241	94	(81)	渗透率	27%	42%	53%	63%
现金净变动	(443)	(88)	0	0	模拟收费标准 (元/月)	12.0	12.0	12.0	12.0
企业自由现金流	(796)	(329)	(96)	79	数字ARPU (元/月)	22.8	22.9	23.2	23.4
权益自由现金流	(381)	(69)	19	21	有效税率	15%	20%	22%	24%

资料来源: 公司资料和国信证券预测

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。