



2009年3月27日

传媒

业绩回顾

金宇

中性

分析员

jinyu@cicc.com.cn

钟文明

联系人

zhongwm@cicc.com.cn

广电网络(600831.CH)

业绩符合预期，挑战大于机遇

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	545	834	906	1,088
(+/-)	81%	53%	9%	20%
主营业务利润	155	305	345	414
(+/-)	164%	97%	13%	20%
营业利润	54	90	81	103
(+/-)	123%	67%	-10%	28%
净利润	41	43	69	88
(+/-)	109%	6%	59%	28%
每股盈利(元)	0.20	0.13	0.21	0.26
(+/-)	41%	-34%	59%	28%
市盈率	45.4	69.0	43.4	34.0
市净率	1.7	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	26.1	10.9	14.2	12.7
净资产收益率	3.8%	3.8%	5.9%	7.1%
现金分红收益率	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%
每股经营现金流(元)	0.70	1.35	0.85	0.47
股价/经营现金	12.8	6.6	10.6	19.2

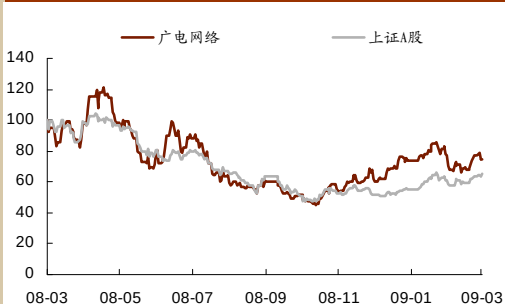
股票信息

A股	
当前股价	人民币8.96
股票代码	600831.CH
日成交量(百万股)	4
52周最高价/最低价	人民币23.625/5.8
总市值(百万元)	2987
发行股数(百万股)	333
其中:流通股(百万股)	233
主要股东(持股比例)	陕西省广播电视信息网络有限公司(36.47%)

最近估值走势

%	一周	一月	三月	年初至今
[600831.CH]	-0.44	-4.38	+23.59	+9.00
[上证A股指数]	+4.24	+7.32	+27.50	+21.88
[中金传媒指数]	+1.89	+8.12	+27.72	+35.39

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009/4/16 股东大会

08年业绩符合预期

公司08年实现收入8.34亿元,同比增长52.9%;净利润实现0.43亿元,对应每股收益0.13元,同比增长5.6%;扣除非经常性损益后的净利润为0.77亿元,折合每股收益0.23元,同比增长81.48%。由于08年为收购重组后的第一年,财务数据的可比性不强;且公司之前已经发布过业绩快报,故符合市场预期。本年度,公司计划每股派发现金红利0.05元(含税),同时拟用资本公积每10股转增3股。

正面:

- 有所为有所不为,专心发展有线网络运营主业。08年年初,公司终于完成了对陕西省全省有线网络的整合,有线网络运营成为公司的第一主业;08年7月,公司退出陕西电视台广告代理业务,集中精力发展有线网络运营唯一主业,开始着力打造成为综合网络运营商。
- 有线网络用户数进一步上升。08年末,公司有线网络(含数字电视)用户数达410万户,新增32万户;其中,数字电视用户数已达111万户,新增整体转换58万户,超额完成年初制定的转换任务。

负面:

- 一次性损失拖累业绩增长。公司退出广告代理业务,需要支付对陕西电视台2,950万元的经济补偿。此外,08年汶川大地震波及陕西,致使陕西地区线路、设备遭到一定程度破坏,公司对相关资产进行了报废处理。
- 净负债较高,财务负担较重。08年末,公司净负债约6亿元,财务费用4,900万元。

发展趋势：

- **机遇：**业务重组完成之后，公司管理层的精力更为集中，有利于全力推进有线网络用户的开发和数字电视的整体转换。我们预计，到 2009 年年底，公司有线网络用户可达 500 万户，数字电视用户在 200 万户左右。
- **挑战：**(1) 公司网络质量较差，改造压力巨大。(2) 收视维护费提升后，用户初期难以接受，收缴率可能下降。(3) IPTV，卫星电视和地面数字电视可能从高端和低端两个方向通过服务和价格挑战有线电视目前的垄断经营。(4) 2009 年是公司重组之后真正投入运

营的第二年，管理流程，治理结构均需要进一步理顺。(5) 公司处于双向网改造的初期，需要更多资金进行后续大规模的改造，以公司目前的财务状况，存在继续融资的压力。

盈利预测调整：

考虑到公司面临有线网络资本开支需求大，用户质量偏低(郊区和农村用户多，易受卫星直播和地面数字电视冲击)，财务负担重(存在再融资压力)等压力，我们调整了 09-10 年公司收入、毛利率、费用的假设，最终分别下调公司 09-10 年盈利预测 12.9%和 5.9%，对应每股收益 0.21 元和 0.26 元。

估值与建议：

当前股价对应 09-10 年 PE 分别为 43.4x 和 34.0x，EV/EBITDA 分别为 14.2x 和 12.7x，处于板块估值的中高端，维持“中性”评级。

图表 1：广电网络 08 年季度资产负债表指标变化

单位(百万)	1Q07	1-2Q07	1-3Q07	1-4Q07	1Q08	1-2Q08	1-3Q08	1-4Q08	QoQ	YoY
资产负债表指标										
货币资金	718.1	719.7	727.3	631.5	355.1	276.5	246.0	188.3	-23.4%	-70.2%
存货	2.6	2.3	2.1	135.0	120.6	113.6	111.3	107.0	-3.9%	-20.7%
流动资产合计	966.0	973.6	990.7	865.9	589.4	515.8	504.6	366.1	-27.5%	-57.7%
长期股权投资	0.0	0.0	1.9	2.9	2.7	2.1	1.7	3.5	107.5%	21.2%
固定资产	179.3	181.4	183.4	1707.1	1701.2	1697.5	1729.1	1993.8	15.3%	16.8%
在建工程	7.4	9.2	9.9	299.4	309.7	327.2	347.5	176.5	-49.2%	-41.1%
非流动资产合计	283.4	283.2	286.1	2146.3	2138.7	2147.4	2199.5	2249.4	2.3%	4.8%
资产合计	1249.4	1256.8	1276.8	3012.3	2728.1	2663.2	2704.1	2615.5	-3.3%	-13.2%
短期借款	90.0	92.0	102.0	107.0	110.0	110.0	80.0	40.0	-50.0%	-62.6%
应付票据	-	-	-	-	-	8.2	24.8	70.3	183.0%	nm
应付账款	29.8	30.4	32.5	284.9	299.9	311.9	328.7	374.6	14.0%	31.5%
其他应付款	4.9	1.6	3.3	1167.8	782.2	112.6	110.0	28.4	-74.2%	-97.6%
一年内到期的非流动负债	-	-	-	10.0	10.0	60.0	50.0	10.0	-80.0%	0.0%
流动负债合计	152.8	150.1	162.3	1689.1	1365.5	768.4	795.6	735.7	-7.5%	-56.4%
长期借款	-	-	-	200.0	200.0	740.0	740.0	730.0	-1.4%	265.0%
非流动负债合计	-	-	-	200.0	200.0	740.0	740.0	730.0	-1.4%	265.0%
负债合计	152.8	150.1	162.3	1889.1	1565.5	1508.4	1535.6	1465.7	-4.6%	-22.4%
归属于母公司所有者权益	1081.1	1090.2	1097.6	1106.0	1143.8	1154.7	1168.3	1149.6	-1.6%	3.9%
资产负债比率指标										
现金资产比率	57%	57%	57%	21%	13%	10%	9%	7%	0.0%	-13.8%
有息负债	90.0	92.0	102.0	317.0	320.0	910.0	870.0	780.0	-10.3%	146.1%
净负债	-628.1	-627.7	-625.3	-314.5	-35.1	633.5	624.0	591.7	-5.2%	-288.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：广电网络 08 年季度利润表和现金流量表指标变化

单位(百万)	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	QoQ	YoY	2007	2008	YoY
利润表指标													
一、营业收入	58.2	80.3	70.2	336.7	198.4	220.7	191.9	223.2	16.3%	-33.7%	545.4	834.2	52.9%
减：营业成本	45.9	61.0	53.8	220.6	129.0	132.4	122.1	129.1	5.7%	-41.5%	381.3	512.6	34.4%
减：营业税费	0.7	1.0	0.8	6.8	3.7	5.1	4.4	3.7	-14.5%	-44.7%	9.3	16.9	82.2%
减：销售费用	1.1	1.3	1.5	44.9	3.1	19.8	14.0	26.4	88.8%	-41.2%	48.8	63.3	29.7%
减：管理费用	11.3	8.8	7.2	26.5	13.5	32.2	19.7	32.4	64.5%	22.2%	53.8	97.8	81.8%
减：财务费用	0.1	-0.9	-1.4	4.3	4.4	16.6	16.9	10.8	-36.1%	152.8%	2.1	48.8	2254.4%
经营性利润	-0.9	9.2	8.3	33.5	44.7	14.6	14.7	20.7	40.7%	-38.2%	50.1	94.8	88.9%
减：资产减值损失	0.0	0.0	0.0	1.6	0.0	-0.7	0.0	6.9	-21138%	341.2%	1.6	6.2	292.1%
加：投资净收益	5.8	0.0	-0.1	-0.2	-0.2	1.8	-0.5	0.6	-219.3%	-384.0%	5.5	1.7	-68.4%
二、营业利润	4.9	9.2	8.2	31.8	44.5	17.2	14.3	14.3	0.4%	-54.8%	54.0	90.3	67.1%
加：营业外收入	0.0	0.1	0.6	1.0	0.2	0.0	0.8	2.1	147.5%	113.1%	1.7	3.1	85.7%
减：营业外支出	0.0	0.0	0.1	4.0	0.1	4.2	0.4	39.4	10554.5%	878.6%	4.1	44.1	979.2%
三、利润总额	4.9	9.3	8.7	28.7	44.5	13.0	14.8	-23.0	-256.0%	-180.2%	51.6	49.3	-4.5%
减：所得税	0.6	0.7	0.8	6.9	5.2	2.1	1.1	-2.3	-308.3%	-134.1%	9.0	6.1	-32.1%
四、净利润(含少数股东损益)	4.3	8.6	7.9	21.9	39.4	10.9	13.6	-20.7	-251.7%	-194.7%	42.6	43.2	1.3%
减：少数股东损益	0.1	0.8	0.5	0.2	1.6	-1.6	0.0	-0.2	146221%	-207%	1.6	-0.1	-106.7%
净利润(不含少数股东损益)	4.1	7.8	7.4	21.7	37.7	12.5	13.6	-20.5	-250.4%	-194.6%	41.0	43.3	5.6%
五、每股收益：	0.01	0.02	0.02	0.07	0.11	0.04	0.04	-0.06	-250.4%	-194.6%	0.12	0.13	5.6%
盈利比率指标													
毛利率	21.1%	24.1%	23.4%	34.5%	34.9%	40.0%	36.4%	42.2%	5.8%	7.7%	30.1%	38.5%	8.5%
三项费用率	21.4%	11.3%	10.5%	22.5%	10.6%	31.1%	26.4%	31.2%	4.8%	8.7%	19.2%	25.2%	6.0%
销售费用率	1.8%	1.6%	2.2%	13.3%	1.5%	9.0%	7.3%	11.8%	4.5%	-1.5%	8.9%	7.6%	-1.4%
管理费用率	19.3%	10.9%	10.3%	7.9%	6.8%	14.6%	10.3%	14.5%	4.3%	6.6%	9.9%	11.7%	1.9%
财务费用率	0.2%	-1.2%	-2.0%	1.3%	2.2%	7.5%	8.8%	4.8%	-4.0%	3.6%	0.4%	5.8%	5.5%
经营性利润率	-1.5%	11.5%	11.8%	10.0%	22.5%	6.6%	7.7%	9.3%	1.6%	-0.7%	9.2%	11.4%	2.2%
营业利润率	8.4%	11.5%	11.7%	9.4%	22.4%	7.8%	7.4%	6.4%	-1.0%	-3.0%	9.9%	10.8%	0.9%
净利润率	7.1%	9.7%	10.5%	6.4%	19.0%	5.6%	7.1%	-9.2%	-16.3%	-15.6%	7.5%	5.2%	-2.3%
有效税率	12.3%	7.8%	9.2%	23.9%	11.6%	16.4%	7.6%	10.2%	2.5%	-13.7%	17.4%	12.4%	-5.0%
主营业务分解													
收入结构	1H07			2H07			1H08			2H08			
有线电视网络运营	18			307			370			410			
广告代理	120			98			49			4			
毛利结构													
有线电视网络运营	11			115			145			163			
广告代理	20			17			12			1			
毛利率结构													
有线电视网络运营	63.8%			37.4%			39.2%			39.7%			
广告代理	17.0%			17.6%			25.0%			18.9%			
现金流量指标													
经营性现金流	1.7	5.0	10.9	128.3	127.6	112.9	88.6	122.5	38.3%	-4.5%	145.9	451.6	209.6%
工资支出	-2.6	-4.8	-2.0	-76.1	-42.2	-26.8	-36.1	-69.2	91.7%	-9.0%	-85.5	-174.3	104.0%
投资性现金流	-189.3	-4.1	-11.8	-426.8	-401.3	-174.1	-61.7	-74.5	20.7%	-82.6%	-632.0	-711.6	12.6%
资本支出	-195.1	-4.2	-10.4	66.6	-401.3	350.1	-62.2	-37.9	-39.0%	-156.9%	-143.0	-151.3	5.9%
融资性现金流	-0.8	0.7	8.6	202.7	-2.6	-17.5	-57.4	-105.7	84.1%	-152.2%	211.1	-183.1	-186.7%
银行借款	3.0	22.0	30.0	287.0	3.0	0.0	0.0	40.0	#DIV/0!	-86.1%	342.0	43.0	-87.4%
偿还借款	0.0	-20.0	-20.0	-77.4	0.0	0.0	-40.0	-130.0	225.0%	68.0%	-117.4	-170.0	44.8%
合计现金流量	-188.4	1.6	7.7	-95.9	-276.3	-78.7	-30.5	-57.7	89.1%	-39.9%	-275.0	-443.1	61.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 广电网络盈利预测调整

	2009E			2010E		
	调整前	调整后	调整幅度	调整前	调整后	调整幅度
营业收入	942	906	-3.8%	1131	1088	-3.8%
毛利率	40.7%	39.9%	-0.8%	40.7%	40.9%	0.2%
三项费用率	28.9%	29.1%	0.3%	28.4%	28.5%	0.2%
有效税率	15.0%	15.0%	0.0%	15.0%	15.0%	0.0%
净利润	79	69	-12.9%	93	88	-5.9%
每股收益	0.24	0.21	-12.9%	0.28	0.26	-5.9%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4: 广电网络主要盈利预测 (2006A-2010E)

损益表 (百万元)	2006A	2007A	1H08	2H08	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	301	545	419	415	834	906	1,088
主营业务利润	59	155	149	156	305	345	414
其他业务利润	-	-	-	-	-	-	-
营业费用	-3	-49	-23	-40	-63	-91	-109
管理费用	-27	-54	-46	-52	-98	-113	-142
财务费用	-4	-2	-21	-28	-49	-60	-60
营业利润	24	54	62	29	90	81	103
税前利润	24	52	58	-8	49	81	103
所得税	-3	-9	-7	1	-6	-12	-16
少数股东权益	-1	-2	-0	0	0	0	0
净利润	20	41	50	-7	43	69	88
(+/-%)	10.7%	108.8%			5.6%	58.9%	27.8%
总股本 (百万股)	141	208	333	333	333	333	333
每股收益 (人民币元)	0.140	0.197	0.150	-0.021	0.130	0.206	0.264
现金流量表 (百万元)							
经营活动现金净额	75	146	240		452	282	155
投资活动现金净额	-138	-632	-575		-712	-395	-395
融资活动现金净额	886	211	-20		-183	363	353
货币资金增加额	822	-275	-355		-443	250	114
资产负债表 (百万元)							
货币资金	906	631	276		188	438	552
应收款项	8	42	9		58	61	73
存货	2	135	114		107	115	136
流动资产	950	866	516		366	628	777
长期投资	-	3	2		3	2	2
固定资产	191	2,011	2,023		2,170	2,459	2,739
无形资产和其他资产	97	131	120		73	68	63
短期借款	87	107	110		40	190	340
预收帐款	8	63	90		157	170	204
一年内到期的长期负债	-	10	60		10	20	101
流动负债	145	1,689	768		736	948	1,102
其他长期负债		1,168	-		28	28	28
长期负债	-	200	740		730	1,010	1,209
少数股东权益	16	17	0		0	0	0
股东权益	1,078	1,106	1,155		1,150	1,202	1,273
总资产	1,239	3,012	2,663		2,615	3,160	3,584

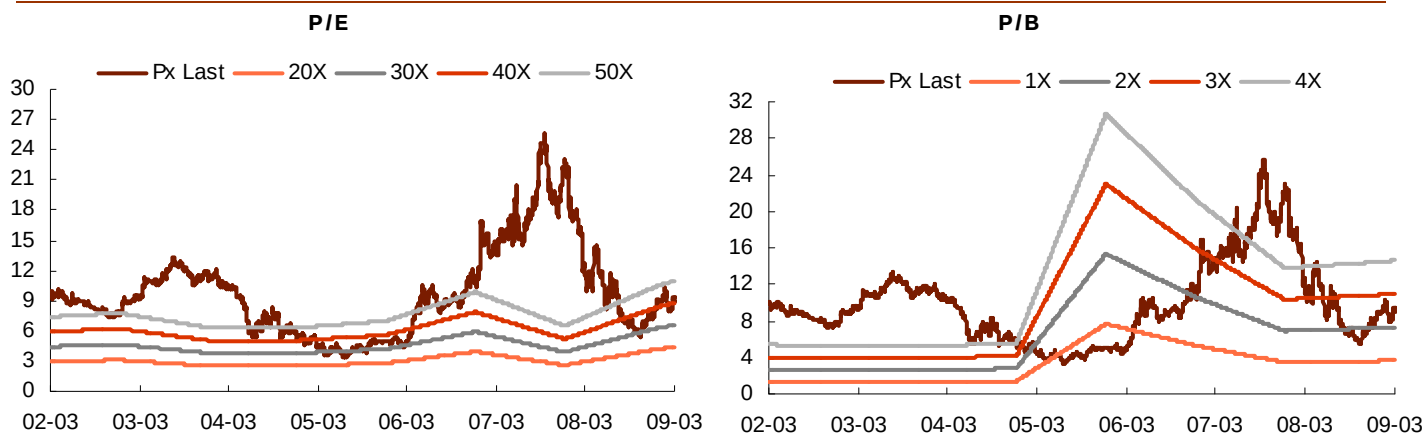
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 传媒类上市公司估值水平对比 (09/03/26)

公司列表	投资建议	P/E			P/B			EV/EBITDA		
		08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
中金研究-A股										
有线网络										
天威视讯	推荐	52.0	45.6	32.1	3.4	3.1	2.9	11.2	10.4	9.5
歌华有线	审慎推荐	32.3	42.8	39.9	2.5	2.4	2.3	13.5	12.9	11.8
广电网络	中性	69.0	43.4	34.0	2.6	2.5	2.3	10.9	14.2	12.7
报纸经营										
博瑞传播	推荐	26.9	23.6	21.1	5.1	4.4	3.8	17.6	15.2	13.4
新华传媒	推荐	33.8	29.4	25.2	4.3	3.7	3.2	27.5	22.1	18.9
华闻传媒	中性	34.8	33.9	30.1	2.7	2.6	2.4	12.4	12.5	10.4
粤传媒		-2366.7	42.5	30.9	Na	Na	Na	26.3	14.6	12.5
图书出版										
时代出版	推荐	23.0	23.8	21.9	2.6	2.3	2.1	52.0	18.0	16.3
出版传媒	中性	47.9	43.6	40.0	3.4	3.1	2.9	49.1	42.9	37.8
电视广告经营										
中视传媒	中性	61.4	56.0	51.0	3.3	3.2	3.1	17.2	15.9	14.4
户外广告经营										
北巴传媒		57.5	31.0	18.4	3.3	3.8	Na	Na	Na	Na
综合										
中信国安	中性	49.7	48.9	34.6	3.9	3.7	3.4	35.0	27.8	22.0
电广传媒	中性	205.1	86.9	60.1	3.4	3.3	3.2	21.4	18.2	15.8
东方明珠	中性	63.6	59.6	55.3	4.7	4.4	4.1	41.4	35.1	32.4
中值		47.9	42.8	34.0	3.3	3.2	3.1	23.8	16.9	15.1
Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内, 每股盈利采用万德平均预测均值										

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6: 广电网络历史价格市盈率、市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。