

动态报告

传媒

广播与电视

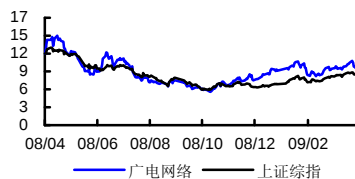
广电网络(600831)
谨慎推荐

2009 年 1 季报点评

(维持评级)

2009 年 4 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	9.23
总股本/流通 A 股(百万股)	333/307
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	3,077/2,832
上证综指/深圳成指	2,448.60/9,315.21
12 个月最高/最低 (元)	23.22/5.40

财务数据

净资产值(百万元)	1,172
每股净资产(元)	3.52
市净率	2.62
资产负债率	56.08%
息率	0.54%

分析师: 廖绪发

电话: 0755-82133406

E-mail: liaoxf@guosen.com.cn

分析师: 陈财茂

电话: 021-68866236

E-mail: chencm@guosen.com.cn

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。

财报点评

业绩符合预期, 维持“谨慎推荐”

● 1 季度业绩同比下滑 40%, 符合预期

广电网络一季度实现营业收入 2.2 亿元, 同比增长 12%; 实现归属于母公司股东的净利润 2269 万元, 同比下滑 40%, EPS 为 0.068 元, 符合市场预期, 业绩下滑的原因主要在于 2008 年一季度收入和费用并不匹配, 部分成本费用并未在当期进行确认, 导致 08 年 1 季度业绩畸高, 达到 3772 万元, 随后的三个季度又异常低。09 年一季度, 公司已经按照合理的会计准则确认收入成本费用。公司计划 09 年全年实现净利润 7000 万元, 一季度已经完成 32%, 业绩目标的完成并不困难, 并且公司的这一目标相对谨慎和保守。

● 维持“谨慎推荐”

我们维持之前的盈利预测, 即 09-11 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.26 元和 0.28 元, 当前股价对应的 PE 分别为 39、36 和 33 倍, 对应的 EV/EBITDA 分为 13.5、11.8 和 10.7 倍。维持“谨慎推荐”的投资评级。横向来看, A 股现有三家有线网络上市公司的相对估值并不具有可比性, 天威视讯存在并购预期, 歌华存在提价预期。但从每户市值的来看, 广电网络目前仅为 750 元/户, 接近于一级市场的收购价格 (东方明珠收购太原有线定价为 677 元/户), 目前的股价具有很高的安全边际。而股价表现的催化剂包括: (1) 获得免征所得税优惠, 从国家对文化体制改革的最新办法看, 这种可能性非常大, 免税范围有望惠及整个公司层面。(2) 机顶盒价格下调、网改成本下降使得数字化整转当年有利可图, 整转速度加快使得业绩超预期。而投资风险主要表现在: (1) 直播卫星对陕西农村用户的冲击, 使得用户增长受限。(2) 数字化整转结束后, 双向化改造和增值业务的开展可能面临新一轮的资本开支压力 (目前赠送的均为单向机顶盒)。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	545.42	834.21	905	1,070	1,233
(+/-%)	80.98%	52.95%	8.5%	18.2%	15.3%
净利润(百万元)	41.01	43.07	78	86	92
(+/-%)	108.75%	5.03%	81.3%	10.1%	7.3%
每股收益 (元)	0.20	0.13	0.23	0.26	0.28
EBIT Margin	11.51%	11.76%	14.2%	13.1%	11.8%
净资产收益率 (ROE)	3.71%	3.75%	6.5%	6.9%	7.1%
市盈率 (PE)	46.90	71.44	39.4	35.8	33.4
EV/EBITDA	14.15	13.47	13.5	11.8	10.7
市净率 (PB)	1.74	2.68	2.57	2.47	2.36

表 1: 广电网络利润表 (单季度)

单位, 百万, %	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	YoY	QoQ
营业收入	198.4	220.7	191.9	223.2	222.2	12.0%	-0.4%
营业成本	129.0	132.4	122.1	129.1	139.0	7.7%	7.7%
营业税金及附加	3.7	5.1	4.4	3.7	3.0	-17.1%	-18.7%
费率	1.9%	2.3%	2.3%	1.7%	1.4%	-0.5%	-0.3%
销售费用	3.1	19.8	14.0	26.4	17.9	484.1%	-32.3%
费率	1.5%	9.0%	7.3%	11.8%	8.1%	6.5%	-3.8%
管理费用	13.5	32.2	19.7	32.4	25.2	87.0%	-22.3%
费率	6.8%	14.6%	10.3%	14.5%	11.3%	4.5%	-3.2%
财务费用	4.4	16.6	16.9	10.8	11.4	157.3%	5.3%
资产减值损失	0.0	-0.7	0.0	6.9	0.0	..	-100.6%
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	..	..
投资净收益	-0.2	1.8	-0.5	0.6	0.0	-100.0%	-100.0%
营业利润	44.5	17.2	14.3	14.3	25.7	-42.2%	79.3%
营业利润率	22.4%	7.8%	7.4%	6.4%	11.6%	-10.9%	5.1%
营业外收入	0.2	0.0	0.8	2.1	0.5	174.3%	-74.7%
营业外支出	0.1	4.2	0.4	39.4	0.4	207.4%	-98.9%
利润总额	44.5	13.0	14.8	-23.0	25.8	-42.0%	-212.2%
所得税	5.2	2.1	1.1	-2.3	3.2	-37.5%	-238.6%
所得税率	11.6%	16.4%	7.6%	10.2%	12.5%	0.9%	2.4%
少数股东损益	1.6	-1.6	0.0	0.0	-0.1	-105.5%	-288.7%
净利润	37.7	12.5	13.6	-20.7	22.7	-39.9%	-209.4%
净利率	19.0%	5.6%	7.1%	-9.3%	10.2%	-8.8%	19.5%

资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所

表 2: A 股有线网络资产历次收购定价

公司	公告时间	收购资产类别	收购比例	收购价格 (百万)	PS	PE	PB	每户 价值
东方明珠	2007-4	东方有线	10%	160		12.5	2.4	364
		太原有线	50%	220	2.4	..	1.7	677
歌华有线	2001-12/2002-2	北京远郊有线网络资产	100%	165	..	..	..	335
	2004-9	涿州有线网络	95%	12	3.3	12.4	1.2	459
广电网络	2006-4	陕西 11 地市有线网络资产	100%	1099	2.5	14.7	0.9	388
中信国安	2006-11	益阳国安广播电视宽带网络	49%	36	4.2	16.1	1.0	
	2007-12	安徽广电信息网络股份有限公司	19%	71	1.5	70.1	1.0	319
电广传媒	2007-12	湖南广播电视网络有限责任公司	38%	38	4.7	..	..	
	2006-4	湖南广播电视网络有限责任公司	62%	62	4.4	..	3.1	
天威视讯	2007-9	深圳南油广播电视台	100%	53	..	..	1.7	
mean					3.3	25.2	1.6	423.6
median					3.3	14.7	1.4	376.0

资料来源: 各公司公告 国信证券经济研究所

表 3：财务预测与估值

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	179	234	367	营业收入	834	905	1070	1233
应收款项	58	62	73	84	营业成本	513	570	687	811
存货净额	107	105	125	149	营业税金及附加	17	25	30	35
其他流动资产	13	14	16	19	销售费用	63	77	89	100
流动资产合计	366	359	449	619	管理费用	98	105	124	142
固定资产	2170	2282	2347	2339	财务费用	49	43	45	44
无形资产及其他	16	17	17	17	投资收益	2	6	6	6
投资性房地产	59	59	59	59	资产减值及公允价值变动	(6)	0	0	0
长期股权投资	3	3	3	3	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2615	2721	2875	3038	营业利润	90	91	100	108
短期借款及交易性金融负债	50	50	50	50	营业外净收支	(41)	1	1	1
应付款项	445	419	489	564	利润总额	49	92	101	109
其他流动负债	241	225	258	290	所得税费用	6	14	15	16
流动负债合计	736	694	797	904	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	730	830	830	830	归属于母公司净利润	43	78	86	92
其他长期负债	0	0	0	0			76	86	93
长期负债合计	730	830	830	830	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1466	1524	1627	1734		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0	0	0	1	净利润	43	78	86	92
股东权益	1150	1196	1248	1303	资产减值准备	5	1	0	(0)
负债和股东权益总计	2615	2721	2875	3038	折旧摊销	171	213	260	304
					公允价值变动损失	6	0	0	0
关键财务与估值指标					财务费用	49	43	45	44
	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	(835)	(43)	68	71
每股收益	0.13	0.23	0.26	0.28	其它	(5)	(1)	0	0
每股红利	0.05	0.09	0.10	0.11	经营活动现金流	(614)	248	415	467
每股净资产	3.45	3.59	3.74	3.91	资本开支	(319)	(327)	(325)	(296)
ROIC	8%	5%	6%	6%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	4%	7%	7%	7%	投资活动现金流	(320)	(327)	(325)	(296)
毛利率	39%	37%	36%	34%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	14%	13%	12%	负债净变化	530	100	0	0
EBITDA Margin	38%	38%	37%	36%	支付股利、利息	(17)	(31)	(34)	(37)
收入增长	53%	8%	18%	15%	其它融资现金流	(535)	0	0	0
净利润增长率	5%	81%	10%	7%	融资活动现金流	491	69	(34)	(37)
资产负债率	56%	56%	57%	57%	现金净变动	(443)	(9)	55	134
息率	0.6%	1.0%	1.1%	1.2%	货币资金的期初余额	631	188	179	234
P/E	71.4	39.4	35.8	33.4	货币资金的期末余额	188	179	234	367
P/B	2.7	2.6	2.5	2.4	企业自由现金流	(857)	(47)	122	202
EV/EBITDA	14.4	13.5	11.8	10.7	权益自由现金流	(862)	16	83	165

资料来源：国信证券经济研究所预测

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。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄飙	0755-82133476	陈林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈煊	010-82254212	区瑞明	0755-82130678	凌晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-82133406
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠		谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	廖绪发	021-82133406
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张如	021-68866233			邱波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨涛	0755-82133339	戴军	021-68864585	林晓明	

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦戡	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		