

赵宇杰
 0755-82943293
 zhaoyj@cmschina.com.cn

2009年4月29日

歌华有线(600037.SH)/10.5元

注重细节改善提升用户价值，后续发展值得期待

信息技术·传媒

目标估值：11.6~13.2元

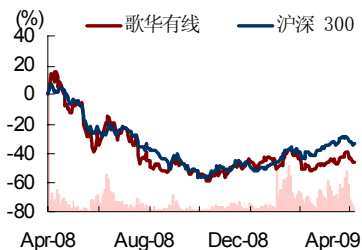
审慎推荐-A(上调)

基础数据

上证综指	2468
总股本(万股)	106,031
已上市流通股(万股)	106,031
总市值(亿元)	109
流通市值(亿元)	109
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	7.2
资产负债率	23.7%
主要股东	北广传媒投资中心
主要股东持股比例	45.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	26	-46
相对表现	2	-22	-14



相关报告

- 1、《歌华有线 08 年业绩下滑受累下半年收入放缓，09 年挑战与机遇并存》
1/23/2009
- 2、《歌华有线关于数字电视收视费免征营业税点评》
11/7/2008
- 3、《歌华有线奥运因素放缓三季增速，提价税收影响短期价值》
10/24/2008
- 4、《歌华有线二季度业绩释放，上调全年 EPS 预测》
8/17/2008
- 5、《歌华有线机遇与挑战并存，短、中、长三阶段把握公司价值》
6/20/2008
- 6、《歌华有线引入 LGI 意在激活十字战略，转型综合性媒体集团》
5/29/2008
- 7、《歌华有线 07 业绩快报点评，兼谈三网融合下产业监管趋势》
2/20/2008

□ 公司 08 年报与 09 年 1 季报业绩均符合我们预期。08 年收入 13.6 亿元，增长 15%；归属母公司净利润 3.29 亿，同比下滑 10%；盈利下滑原因是巨额资本开支而增加了相应折旧。公司拟按每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。1 季度收入增长 10.4%，保持平稳增长；归属母公司净利润 0.4 亿，大幅下滑 27%，折旧压力与所得税优惠终止，继续拖累业绩表现。

□ 09 年经营展望：资本开支有所下降，互动业务是亮点。全年预计资本开支 6.8 亿，计划完成 1 千公里光缆入地，发展 70 万数字用户并完成 30 万双向网改造，与 08 年相比有 20%降幅，也低于我们此前预期。即将上线的互动业务包括视频点播、电视购物、卡拉 OK、电视相册、互动游戏和电视邮箱等七大功能。

付费频道方面希望公司能尽快进行商业化运营。我们出发点并不是希望通过销售付费频道创造收入，而是在国内付费频道整体内容质量一般、并不能创造多少增量收入的情况下，公司可通过多业务捆绑营销方式将付费频道资源用足，促进互动业务、宽带业务发展。

□ 公司在数字电视、宽带业务、网站建设、客户服务等细节方面持续改善，以此提升用户价值。我们始终认为有线运营商本质是服务行业，因此是否注重对用户体验价值的提升与创造，是否具有足够开放合作的心态、市场营销意识的薄弱、以及在内容方面的引进与建设等，是考量运营商是否具有长期竞争力与投资价值的关键因素。而歌华在业绩下滑的背景下，更加注重对细节的重视和改善，让我们看到歌华在建品牌、树立新形象的长远战略眼光，也让我们对歌华有了全新的认识 and 了解。

□ 盈利预测：在不考虑数字用户基本收视费提价、和所得税率为 25% 的情况，预测 09~11 年的 EPS 为 0.25 元、0.27 元、和 0.32 元。

□ 估值与投资评级：通过 DCF 估值得到合理股价区间为 11.6~13.2 元；当前股价处于合理股价区间的下端，安全价值显现。同时我们预计公司在明年实现基本收视费提价的可能性极大（今年由于是建国 60 周年，出于保证信息安全传输的重任，提价可能性相对较小），进一步如按公司在年报里说的“继续积极争取相关的政策支持”并成功申请到税收优惠的话，则业绩还有较大幅度的提升空间。我们将公司评级由“中性-A”上调到“审慎推荐-A”，以反映我们对公司后续发展持乐观态度。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1,185	1,360	1,521	1,715	1,927
同比增长	13%	15%	12%	13%	12%
营业利润(百万元)	354	300	314	339	411
同比增长	1%	-15%	5%	8%	21%
净利润(百万元)	367	329	265	285	338
同比增长	-15%	-10%	-19%	7%	19%
每股收益(元)	0.35	0.31	0.25	0.27	0.32
EV/EBITDA	20.6	19.9	19.2	17.6	15.9
P/E(倍)	30.3	33.8	41.9	39.1	32.9

资料来源：招商证券

08 年年报与 09 年 1 季报点评：折旧压力与所得税优惠终止，继续拖累业绩表现

公司 08 年年报与 09 年 1 季报业绩均符合我们预期。公司 08 年实现收入 13.6 亿元，同比增长 15%，收入增长主要来自于有线电视收视费稳步增长，和信息业务的大幅增长。归属母公司净利润 3.29 亿，同比下滑 10%；公司近年来盈利持续下滑的原因在于，公司为推进数字化进程形成巨大的资本开支而增加了相应折旧；公司 08 年的资本开支超过 8 亿，当期折旧摊销 3.6 亿，占到营业成本的 39%。公司拟按每 10 股派发现金红利 1.50 元（含税）。

公司 1 季度实现收入 2.77 亿，同比增长 10.4%，保持平稳增长；归属母公司净利润 0.4 亿，同比大幅下滑 27%，主要原因在于公司享受免征所得税优惠于去年底结束，今年开始按 25% 所得税缴税，同时巨额资本开支导致大量折旧仍是拖累公司业绩的主因。

表 1、利润对照表

（百万元）	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	07N	08N	09E
营业收入	251	381	310	418	277	1,185	1,360	1,521
营业成本	176	229	216	312	204	708	933	1,040
营业税金及附加	8	13	10	6	6	41	36	36
营业费用	11	14	13	22	12	51	60	68
管理费用	10	13	14	25	13	65	62	88
财务费用	(7)	(8)	(14)	(14)	(5)	(33)	(43)	(31)
投资收益	(1)	(1)	(0)	35	(1)		33	0
营业利润	50	119	71	60	45	354	300	319
营业外收入	7	8	10	11	10	14	36	40
归属母公司净利润	57	123	81	68	41	367	329	269
EPS（元）	0.05	0.12	0.08	0.06	0.04	0.35	0.31	0.25
主要比率	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	07N	08N	09E
毛利率	29.7%	39.9%	30.2%	25.3%	26.2%	40.2%	31.4%	31.6%
营业费用率	4.5%	3.8%	4.1%	5.3%	4.4%	4.3%	4.4%	4.5%
管理费用率	4.0%	3.3%	4.4%	6.1%	4.6%	5.5%	4.5%	5.8%
营业利润率	20.1%	31.2%	22.9%	14.2%	16.2%	29.9%	22.1%	21.0%
有效税率	0.1%	0.3%	0.6%	0.7%	25.0%	0.4%	0.5%	25.0%
净利率	22.8%	32.2%	26.1%	16.4%	15.0%	31.0%	24.2%	17.7%
YoY	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	07N	08N	09E
收入	15.5%	37.0%	8.5%	3.5%	10.4%	13.3%	14.8%	11.8%
归属母公司净利润	-5.1%	17.8%	-18.9%	-33.6%	-27.3%	-15.2%	-10.4%	-18.2%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

营业税金及三项费用变化情况：营业税金方面，公司自去年 7 月 1 日开始享受数字电视收视费免征营业税优惠（期限 3 年），从去年 4 季度起所支付的营业税金明显下降；销售费用率与管理费用率波动属于正常范围；财务费用受到国家利率不断下调影响，导致今年 1 季度利息收入减少。

有线电视收视费增长动力仍是来自于新增注册用户数增加。08 年有线电视收视费为 7.8 亿，增长 9%；其中新增注册用户 39 万达到 383 万用户规模，上、下半年各新增 21 万和 18 万，并未受到奥运影响；而新发展数字用户数则受到奥运影响，上半年平移速度明显快于下半年，上、下半年各新增 43 万和 27 万，全年新增 70 万户达到 190 万数字用户规模。

信息业务发展仍是集团业务快于个人业务。08 年信息业务收入 2.1 亿，增长 26%；集团业务继续保持良好发展势头，公司去年朝阳区“电子眼”项目确认了 1.14 亿元收入；同时房山、大兴、通州等远郊分公司利用有线网积极开展数据业务，推进“党员干部远程教育”，在远郊区县的近 2000 个行政村建立了项目服务点。而个人宽带业务发展则较为缓慢，08 年个人宽带用户仅新增 7 千户达到 8.3 万户，说明北京个人宽带市场竞争激烈，同时也说明公司去年并没将个人宽带业务作为重点业务推广。

频道收转收入增长主要来自于新增节目频道数。08 年频道收转收入 1.16 亿，增长 11%，增量部分主要是新增 3 个落地北京的省级卫视频道所贡献，而单频道传输费提升幅度不到 1%。

另外工程费与其他业务收入也保持较快增速。其中工程费 08 年收入 1.1 亿，增长 30%，其中下半年大幅增长 50%；而其他业务收入则包括销售材料和管道转让收入，合计全年实现 0.84 亿收入，增长 32%，下半年由于管道转让收入仅实现 76 万元，因此出现负增长。

表 2、各业务数据对照表

单位：百万元	07N	08N	YOY	07H2	08H2	HOH
有线电视收看维护收入	717	783	9%	394	420	6%
信息业务收入	191	241	26%	126	139	11%
频道收转收入	104	116	11%	57	59	2%
工程建设及维护收入	81	105	30%	50	74	50%
有线电视入网收入	28	31	11%	14	16	12%
其他业务收入	6,358	8,401	32%	4,870	1,985	-59%
合计	1,185	1,360	15%	690	728	6%

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

09 年经营展望：资本开支有所下降，互动业务是亮点

全年资本开支 6.8 亿，与去年相比有 20% 的降幅

今年是国家建国 60 周年，保证信息安全传输仍是企业的重大政治任务，加强基础设施建设仍是 09 年工作的重中之重。公司计划完成 1000 多公里的光缆入地，比去年的 500 公里光缆入地增加 1 倍；计划新发展数字用户 70 万户，完成 30 多万户双向网的建设及改造，并完成部分传输机房的搬迁与启用。预计每公里光纤成本 20 万元，单向机顶盒成本 320 元，两项资本开支合计 4.1 亿元，全年预计资本开支 6.8 亿元，比我们之前预期的 9 个亿有明显下降，与 08 年的 8.5 亿相比也有 20% 的降幅。

互动业务将在 09 年开始推广，值得期待

即将上线的互动业务主要有七大功能，包括视频点播、电视购物、卡拉 OK、电视相册、教育在线、互动游戏和电视邮箱（各功能块具体介绍参见表 3）。我们注意到除了视频点播、电视购物有着比较成熟的收费模式外；包括卡拉 OK、电视相册、教育在线、互动游戏和电视邮箱更多是对用户形成黏性服务，提升用户体验价值；其中电视相册、互动游戏和电视邮箱则在尝试将有线网络朝社区化模式发展上进行了有益的尝试。虽短期内不能寄望互动业务有良好的营收表现，但我们对公司积极创新盈利模式表示高度认可与关注。

付费频道方面希望公司能尽快进行商业化运营

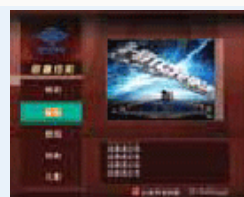
我们的出发点并不是希望通过销售付费频道创造收入，而是在国内付费频道整体内容质量一般、并不能创造多少增量收入的情况下，公司可通过多业务捆绑营销方式将付费频道的资源用足，以此促进互动业务、宽带业务的发展。

公司在对数字用户不能提价的情况下，数字用户以每月 18 元的超低收视费收看到 142 套数字标清节目、4 套高清节目和 16 套数字广播；其中 4 大付费频道集成商合计 66 个付费频道为数字用户免费收看，分别是鼎视传媒 24 个频道、文广互动 9 个频道（含新视觉高清频道）、华诚 5 个频道（含高清电影频道、欧洲足球）和中数传媒 28 个频道（含 CCTV 高清综合、高尔夫）；另一个高清频道是北京（BTV）奥运高清。

我们认为在数字化平移初期，公司通过让数字用户免费收看付费频道的方式，是快速提升用户对数字电视认同的有效手段；而在目前数字用户突破 190 万规模，大多数用户使用数字电视已超过 1 年时间的情况下，此时数字电视的良好收视体验早已借助用户间的亲身体验、口碑宣传得到包括大量非数字用户在内的广泛认同。

通过 1 年来付费频道的免费收看，部分优秀付费频道已积累了一定程度的受众群体，这为公司借助该类付费频道的人气发展互动业务和宽带业务创造了有利的条件，但前提是公司将付费频道尽快进行商业化运营。我们在研究天威和杭州华数互动业务、宽带业务营销推广时，付费频道的价值在其中得到了巧妙、充分的运用。

- **互动业务**快速发展的物理条件之一是需要双向机顶盒在家庭中的普及，而在数字化平移过程中，运营商送给用户的普遍都是单向机顶盒，双向机顶盒需要用户购买；而在有线运营商普遍缺少优质付费内容和高质量增值服务的背景下，消费者主动购买双向机顶盒的意愿极低。因此我们看到天威和华数均通过将付费频道（包括高清频道）、互动点播、双向机顶盒等多业务捆绑营销的方式，让用户在享受到超值套餐优惠的同时，使用户家庭中的单向机顶盒升级到互动甚至是高清互动机顶盒，为公司后续盈利模式拓展、升级作好准备。
- **宽带业务**涉及到与电信运营商间争夺用户，单纯的价格战对有线运营商而言并无优势；而有线运营商通过将宽带业务与付费频道（包括高清频道）捆绑进行销售的方式，无疑是与电信运营商争夺用户的利器。

表 3、歌华互动业务介绍


视频点播：视频点播完全改变您以往收看电视的方式。您可以在最方便的时候，用最个性化的方式选择观看您最感兴趣的节目。如果您错过了当天的时政要闻、体育新闻、财经新闻、天气预报，视频点播服务可以为您将这些节目信手拈来。若您希望在休闲假期里观看经典影片、流行大片、精彩连续剧，有线电视庞大的节目库将尽情满足您的个性化需求，为您提供绝对高品质的影视节目。



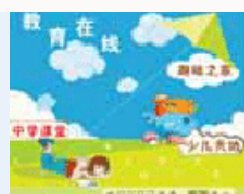
电视购物：区别于以往的电视购物，数字电视让用户由被动地接受推销变为主动地选择喜爱商品。用户可以自由地浏览商品目录，查看商品详细信息，挑选自己满意的商品后，可以选择所提供的电视网上银行，利用数字电视安全的网上支付功能，完成商品的订购。电视商城让您足不出户，即可方便、快捷的购买到满意商品。



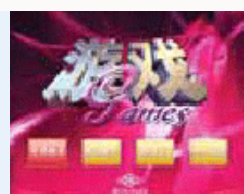
卡拉 OK：如果想在自己的家里过把 KTV 瘾，让全家人伴着字幕的滚动尽情高歌，数字电视将实现您的家庭愿望，感受到家庭卡拉 OK 的乐趣，尽情体验数字电视带来的欢乐家庭气氛。



电视相册：利用电视相册，您可以将数码相机拍摄的相片上传到数字电视图片服务器，并且在自己的相册上发布，让自己生活的快乐通过电视相册和亲朋好友分享，同时也可以分享朋友的欢乐，数字电视热诚为您传播亲情、友情。



教育在线：区别于传统的书本教育和广播式教学，数字电视教育真正凸显在线互动的个性化服务，内容更加丰富多彩。数字电视教育在线将教育进行分类，让不同教育背景、不同年龄段的用户各取所需。



互动游戏：数字电视互动游戏更具趣味性，游戏的种类更多。利用数字电视交互功能，还可以实现多人联机游戏，使得游戏真正成为开发智力、休闲娱乐的好项目。



电视邮箱：数字电视不仅可以实现电视之间收发邮件的功能，还可以通过互联网收发邮件，在操作上更简单快捷。利用其中发送图片的功能还可以实现发送电子贺卡，逢年过节，亲朋好友之间利用电视互发电子贺卡将会成为新的时尚。同时，数字电视电子邮箱还带有收发短信的功能，能够快速接收和发送即时消息。

资料来源：公司网站、招商证券研发中心

业绩下滑背景下公司更加注重细节改善、提升用户价值， 后续发展值得期待

在公司近年来业绩持续下滑的背景下，我们关注到公司在数字电视、宽带业务、网站建设、客户服务等方面并未放缓发展步伐，相反在诸多细节方面持续改善，以此提升用户价值。

数字电视领域：携手 TCL 创新数字一体机新模式，实现三方多赢

前期歌华与 TCL 合作，将向市场推出植入“大卡”的液晶有线数字一体机，即将运营商配发的含有用户认证信息的“小卡（CI 卡）”插入数字电视一体机的“大卡（CA 卡）”，用户不用机顶盒就可收看数字电视，运营商则可以根据自身技术平台和业务特性进行灵活定制。该合作模式可看作消费者、电视厂家、运营商三方的多赢。

- **对消费者而言：**免去了消费者过去看数字电视要使用 2 个遥控器操作的不便，并改变了过去新增机顶盒导致用户家庭客厅布线增加导致不美观等诸多弊端，从而使消费者能更轻松、简便的收看数字高清电视节目。
- **对运营商而言：**此举可看作歌华在数字化推进过程中的创新；一定程度上可降低资本开支，缓解折旧压力，同时分摊部分成本给厂家。原因是数字一体机的推广销售，将减少歌华免费赠送机顶盒而产生的大量资本开支和相应折旧；同时其中大卡（CA 卡）由歌华从国外进口，进而批发给厂家，从而将 CA 卡成本由厂家承担；并向厂家收取入网费，从而将歌华购买付费频道的成本也相应转嫁一部分给厂家。更为重要的是，该合作模式并不仅局限于与 TCL 的合作，将来此模式还将拓展到与长虹和海尔等电视厂家的合作。合作伙伴的增加，无疑将使终端市场上的数字电视一体机种类、型号大大增加，从而大大丰富消费者的选择面，进而将更加有效的降低歌华的资本开支和缓建折旧压力。
- **对电视厂家而言：**使广大电视机厂商能够融于中国数字电视产业的核心链条。双卡合一疏通了运营商、厂商之间的产业链关系，有利于数字电视产业建立合理的业务运营模型，形成一个可持续发展的良性价值链，维持产业的良性发展，使数字电视产业链上的各方都同时可以获益。

宽带业务：开通网上缴费和网上业务办理，提供更加方便快捷的服务；4 月推出 VIP 服务和“买十赠三”活动，逐渐重视营销推广

公司目前已与工行、招行、浦发等银行合作开展网上缴费，方便用户支付；并提供移机、保修、暂停等网上业务办理，带给用户更加方便、快捷的服务体验。

歌华在今年 4 月份同时推出忠实用户 VIP 服务和“买十赠三”优惠活动，对营销推广逐渐重视。其中忠实用户 VIP 服务实质是服务升级，对所有使用歌华宽带超过 3 年的忠实用户提供区域经理 VIP 服务，上述用户可直接与公司区域经理联系沟通，并承诺在最短时间内直接服务；今后歌华宽带的最新消息均由区域经理向忠实用户传达。同时此前所有缴费正常的宽带用户，从今年 4 月 22 日至年底前，一次性缴纳 10 个月费用的用户，即可享受“买十赠三”优惠。

网站建设：构建开放平台引入多元化合作伙伴，丰富用户网络体验，并积极探索实践多种盈利模式

公司目前有两个专门网站，具体负责推广数字电视和宽带业务，分别是新北京数字电视网站（<http://www.beijingdtv.com.cn>）和歌华宽带官方网站（<http://www.gohoo.cn>）。

- **数字电视网站**以全北京有线电视用户群为受众群体，构建开放平台引入多元化合作伙伴，目前网站上已推出由合作伙伴提供的在线欢唱、FLASH 小游戏、双人对战游戏、影视资讯、奥运英语等多种网络服务，在不断丰富用户网络体验的同时，也积极探索实践多种盈利模式。
- **歌华宽带官方网站**在提供 FLASH 小游戏的同时，也尝试提供网络直播电视。目前网络电视频道数量为 20 个，以央视、北京电视台和各地方卫视在北京收视率排名靠前的电视频道为主；这对提升用户黏性和降低带宽出口成本是有益的探索。

表 4、歌华网站上网络电视频道资源

CCTV-5	CCTV-11	湖南卫视	BTV-体育
CCTV-6	CCTV-12	东方卫视	BTV-影视
CCTV-7	CCTV-新闻	天津卫视	BTV-财经
CCTV-8	山东卫视	江苏卫视	BTV-青少
CCTV-10	深圳卫视	四川卫视	BTV-生活

资料来源：公司网站、招商证券研发中心

客户服务：加强营业网点建设与加派客户服务热线人手，建立快速响应机制和健全维护体系，不断提升用户服务水平

公司加强营业网点建设，建立快速响应机制，健全维护体系。公司目前营业厅已经发展到 40 多个，全年无休确保用户需求，建立了 24 小时二级调度机制，接听、处理、上门、反馈一条龙服务，结单时间由 72 小时缩短到 24 小时；并加强一线维护力量，增加了数百人的数字电视维护队伍，将直属维护队伍分配到城区 5 个分公司，缩小了维护半径，提高了故障处理效率。

公司坚持“以用户为中心”的服务理念，在全国广电率先设立客户服务热线（96196），为用户提供咨询、报修、投诉等方面的服务。近年来，公司客服办公面积增加了一倍，席位数量由 40 席增加到 100 多席，客服人员也由 40 人增加到近 300 人。通过对客服人员培训、制度建设、增加夜间班次等措施，目前客服电话平均接起率达到 95% 以上。**08 年公司 96196 客服热线接通有线电视方面的来电上百万个，问题处理的回访满意度达到 96.28%。**

盈利预测

单位: 百万	06N	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
有线电视收视费	643	717	783	872	981	1,110	1,256	1,412	1,608
信息业务收入	160	191	241	279	340	399	449	503	559
工程建设费收入	99	81	105	116	125	135	143	151	158
频道收转费收入	98	104	116	127	136	146	156	166	176
有线电视入网费收入	24	28	31	34	38	42	46	50	55
其他收入	2	64	84	92	95	95	95	95	95
分业务收入	1,024	1,185	1,360	1,521	1,715	1,927	2,145	2,377	2,652
分业务增速	06N	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
有线电视收视费	10%	12%	9%	11%	12%	13%	13%	12%	14%
信息业务收入	48%	20%	26%	16%	22%	17%	13%	12%	11%
工程建设费收入	1%	-18%	30%	10%	8%	8%	6%	6%	5%
频道收转费收入	14%	7%	11%	10%	7%	7%	7%	6%	6%
有线电视入网费收入	26%	19%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
其他收入	65%	2455%	32%	10%	3%	0%	0%	0%	0%
总收入	14%	16%	15%	12%	13%	12%	11%	11%	12%
资本开支	06N	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
传输基站建设	64	49	47	25	24	23	21	21	20
网络传输系统建设	231	225	277	297	170	164	148	142	136
用户接收系统	83	380	245	210	154	102	102	77	75
资本开支总计	582	859	852	682	497	438	421	389	380
其他主要盈利预测	06N	07N	08N	09E	10E	11E	12E	13E	14E
折旧摊销	211	276	360	356	391	401	405	405	402
毛利率	45%	40%	31%	31%	30%	32%	34%	37%	39%
经营费用	4.1%	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	5.4%	5.5%	4.5%	5.8%	5.5%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
财务费用	(33)	(33)	(43)	(31)	(33)	(38)	(43)	(50)	(57)
经营现金流	758	865	688	775	732	766	829	894	987
净利润	433	367	329	265	285	338	413	483	582
EPS	0.41	0.35	0.31	0.25	0.27	0.32	0.39	0.46	0.55

资料来源: 公司网站、招商证券研发中心

估值与投资建议

我们始终认为有线运营商本质是服务行业，因此是否注重对用户体验价值的提升与创造，是否具有足够开放合作的心态、市场营销意识的薄弱、以及在内容方面的引进与建设等，是考量运营商是否具有长期竞争力与投资价值的关键因素。

而歌华在业绩下滑的背景下，更加注重对细节的重视和改善，让我们看到歌华在建品牌、树立新形象的长远战略眼光，也让我们对歌华有了全新的认识 and 了解。

在不考虑数字用户基本收视费提价、和所得税率为 25% 的情况，预测 09~11 年的 EPS 为 0.25 元、0.27 元、和 0.32 元；通过 DCF 估值得到合理股价区间为 11.6~13.2 元。当前股价处于合理股价区间的下端，安全价值显现；同时我们预计公司在明年实现基本收视费提价的可能性极大（今年由于是建国 60 周年，出于保证信息安全的重任，提价的可能性相对较小），进一步如按公司在年报里说的“继续积极争取相关的政策支持”并成功申请到税收优惠的话，则业绩还有较大幅度的提升空间。因此，我们将公司评级由“中性-A”上调到“审慎推荐-A”，以反映我们对公司后续发展持乐观态度。

表 5、DCF 估值的敏感性分析

初始股价= 11.6		WACC				
		9.0%	9.5%	9.95%	10.5%	11.0%
Growth	2.0%	12.3	11.4	10.7	10.0	9.5
	2.5%	12.9	11.9	11.1	10.4	9.8
	3.0%	13.6	12.5	11.6	10.8	10.1
	3.5%	14.4	13.2	12.1	11.3	10.5
	4.0%	15.4	14.0	12.8	11.8	11.0

资料来源：招商证券

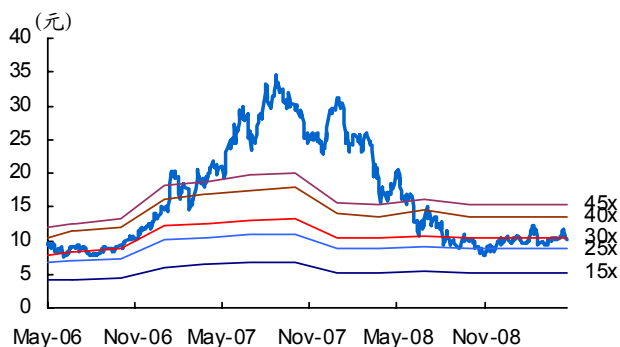
表 6、2010 年的 EPS 敏感性测算

0.27	25%	15%	0%
18	0.27	0.30	0.36
20	0.31	0.35	0.42
23	0.38	0.43	0.51
25	0.42	0.48	0.56

资料来源：招商证券

备注：横轴代表 2010 年所得税预测数，纵轴代表 2010 年每户每月基本收视费

图 1、歌华有线历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2、歌华有线历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2,113	2,163	1,521	1,683	1,912
现金	1,977	1,699	1,384	1,528	1,741
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	10	0	4	3	4
其它应收款	0	0	72	83	91
存货	40	197	54	62	68
其他	86	267	6	7	8
非流动资产	2,919	3,509	3,755	3,860	3,897
长期股权投资	107	79	79	79	79
固定资产	1,960	2,318	2,677	2,787	2,829
无形资产	16	37	33	30	27
其他	836	1,074	966	964	963
资产总计	5,031	5,671	5,276	5,543	5,809
流动负债	667	913	795	901	981
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	133	174	198	227	249
预收账款	375	516	418	479	525
其他	159	223	178	195	207
长期负债	391	456	20	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	391	456	20	10	10
负债合计	1,058	1,369	815	911	991
股本	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060
资本公积金	1,725	1,726	1,726	1,726	1,726
留存收益	1,185	1,513	1,673	1,844	2,029
少数股东权益	3	3	3	3	3
母公司所有者权益	3,970	4,300	4,459	4,630	4,815
负债及权益合计	5,031	5,671	5,276	5,543	5,809

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	865	688	775	732	766
净利润		329	265	285	338
折旧摊销		0	356	391	401
财务费用		0	(31)	(33)	(38)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	215	89	65
其它		360	(30)	1	0
投资活动现金流	(1,079)	(1,003)	(576)	(497)	(438)
资本支出		0	(682)	(497)	(438)
其他投资		(1,003)	106	0	0
筹资活动现金流	(66)	(1)	(514)	(90)	(114)
借款变动		0	(3)	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(106)	(114)	(152)
其他		(1)	(405)	23	38
现金净增加额	(281)	(315)	(314)	144	213

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,185	1,360	1,521	1,715	1,927
营业成本	708	933	1,044	1,197	1,312
营业税金及附加	41	36	36	40	53
营业费用	51	60	68	77	83
管理费用	65	62	88	94	106
财务费用	(33)	(43)	(31)	(33)	(38)
资产减值损失	(0)	44	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	33	0	0	0
营业利润	354	300	314	339	411
营业外收入	15	36	40	40	39
营业外支出	0	5	0	0	0
利润总额	369	331	354	379	450
所得税	2	2	88	95	113
净利润	367	329	265	285	338
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	367	329	265	285	338
EPS (元)	0.35	0.31	0.25	0.27	0.32

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	13%	15%	12%	13%	12%
营业利润	1%	-15%	5%	8%	21%
净利润	-15%	-10%	-19%	7%	19%
获利能力					
毛利率	40.2%	31.4%	31.3%	30.2%	31.9%
净利率	31.0%	24.2%	17.5%	16.6%	17.5%
ROE	9.2%	7.6%	6.0%	6.1%	7.0%
ROIC	8.0%	5.9%	4.8%	5.0%	5.8%
偿债能力					
资产负债率	21.0%	24.1%	15.4%	16.4%	17.1%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.2	2.4	1.9	1.9	1.9
速动比率	3.1	2.2	1.8	1.8	1.9
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转率	20.6	7.9	8.3	20.5	20.1
应收帐款周转率	167.3	267.6	629.6	437.9	539.9
应付帐款周转率	5.4	6.1	5.6	5.6	5.5
每股资料(元)					
每股收益	0.35	0.31	0.25	0.27	0.32
每股经营现金	0.82	0.65	0.73	0.69	0.72
每股净资产	3.74	4.06	4.21	4.37	4.54
每股股利	0.00	0.15	0.10	0.11	0.14
估值比率					
PE	30.3	33.8	41.9	39.1	32.9
PB	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	20.6	19.9	19.2	17.6	15.9

分析师简介

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位。2006 年加入招商证券研发中心，现为招商证券文化传媒行业分析师。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 4 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。