

有线电视网络

冷星星

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

广电网络

600831

推荐

积极预期将提升公司估值

事件:

6月2日,我参加了广电网络主办的“数字电视终端统一方案实验室成果应用报告会”、“国家广电总局有线数字电视应用技术实验室授牌仪式”及管理层与投资者的交流会。

投资要点:

- 公司的战略规划明确提出“34321工程”,目标具体且可行性强,显示出管理层将公司逐步做大做强的积极状态。
- 公司高层再次表明,以2008年为基数,2012年公司实现收入翻番目标不变。其中,数字电视收入将达到10亿元以上,副终端用户数将由目前的3%提升到15%。
- 数字平移和基础网络改造仍将是公司未来两年的重点。同时,公司将积极与其他运营商探讨跨区域并购、跨业务合作事宜,但可能由于受到资金等方面的限制,尚需等待较好的投资、合作机会才会行动。
- 公司可能将在3年内进行融资,预计为股权融资,最快将于2010年提出申请。
- 公司机顶盒实验室获得国家广电总局授牌“有线数字电视应用技术实验室”,实验室将继续朝着统一开发机顶盒软硬件平台、研发生产顺应发展趋势的新产品的方向努力,以最终改变各类标准“诸侯”割据的状况,并不断降低成本、提高效率。目前已有50万台机顶盒投放市场,计划三年内共生产投放300万台,推动实现陕西省有线电视的数字化。
- 积极预期将提升公司估值,上调公司为“推荐”评级。在不考虑所得税全免等优惠的情况下,预计公司09-11年EPS分别为0.22、0.28、0.38元,在当前股价(7.83元)下对应09年EV/EBITDA为14倍,PE为36倍,虽处于公司PE历史值的正常水平,但远低于传媒行业平均约50倍的PE。近期国家领导对公司的愈加重视和公司不断展现的积极向好的变化,以及获所得税全免优惠预期的增强,可能将提升公司估值。按09年40倍PE(仍低于歌华和天威),给予公司6个月目标价8.80元,对应EV/EBITDA为16倍,上调公司评级为“推荐”。

风险提示:

未来双向网改造的巨大资本支出;非经常性损益超预期;文化体制改革试点申请失败。

主要财务指标

单位:百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	834	902	1083	1298
收入同比(%)	53%	8%	20%	20%
归属母公司净利润	43	95	121	164
净利润同比(%)	5%	121%	27%	35%
毛利率(%)	38.5%	39.8%	40.0%	40.2%
ROE(%)	3.7%	7.7%	9.0%	10.8%
每股收益(元)	0.10	0.22	0.28	0.38
P/E	78.79	35.72	28.11	20.75
P/B	2.95	2.76	2.52	2.24
EV/EBITDA	12	14	11	10

资料来源:中投证券研究所

6-12个月目标价: 8.80元

当前股价: 7.83元

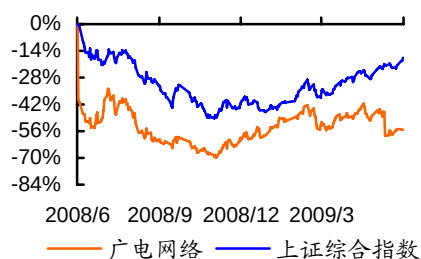
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2778.59
总股本(百万)	433
流通股本(百万)	399
流通市值(亿)	31
EPS(TTM)	0.06
每股净资产(元)	2.65
资产负债率	56.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
广电网络	5.66	17.55	44.81
上证综合指数	12.15	34.14	41.37



相关报告

《广电网络-09年利润目标谨慎,4年翻番目标不变》2009-4-21

《广电网络-主业经营情况符合预期 巨额非经常性损益影响业绩》2009-3-27

《广电网络-2008年公司业绩预增修正公告点评》2009-2-19

公司战略规划明确，目标具体且可行性强

公司的战略规划明确提出“34321 工程”，目标具体且可行性强，显示出管理层将公司逐步做大做强的积极状态。

“34321 工程”的框架内容：

- 3 个规划：管理架构集团化；产业发展多元化；经营运作市场化
- 4 个战略：技术发展战略；经营发展战略；资本运作战略；人才发展战略
- 3 个支撑：EPR 管理平台；BOSS 业务平台；OA 管理体系
- 2 个委员会：决策咨询委员会；技术发展委员会
- 1 个标准：统一陕西广电网络技术发展标准

数字平移和基础网络改造仍将是公司未来两年的重点

数字平移和基础网络改造仍将是公司未来两年的重点。预计 2009 年公司将数字整转 70 万用户，新增有线数字电视用户 20 万户，年底将达到 200 万数字电视用户，若能成功申请到政府补贴，整转速度有望加快。另外，基础网络改造将持续进行，预计 2009 年公司将投入 1 亿以上。我们认为，这样的资本投资较为务实。

同时，公司将积极与其他运营商探讨跨区域并购、跨业务合作事宜。据悉，目前国内三家运营商包括电信、移动和联通都与公司有合作意向，公司也有意愿在时机成熟之时与其中一家合作，以发展数据业务。

近日中央政治局常委李长春同志视察公司，肯定了公司已取得的成绩，希望公司做大作强，成为跨区域整合的典范，并建议公司换一个更响亮的名字。领导的肯定和希望给予了公司信心和动力，公司有意愿在内容、资本和网络等方面积极展开跨区域合作，但可能由于受到资金等方面的限制，尚需等待较好的投资、合作机会才会行动。

公司机顶盒实验室获得国家广电总局授牌

公司机顶盒实验室获得国家广电总局授牌“有线数字电视应用技术实验室”。

由于陕西省机顶盒品牌、型号、软硬件开发方案多，造成公司机顶盒开发应用、管理维护和后续服务都较困难，因此公司与杭州摩托罗拉共同组建实验室。目标是统一开发机顶盒软硬件平台、研发生产顺应发展趋势（高清、双向、多功能）的新产品，从而最终改变使用多标准的状况，并不断降低成本、提高效率。

目前，联合实验室研发的新产品已使陕西省各类标准的机顶盒统一到了一个平台上，广电网络数字电视产业摆脱了各类标准“诸侯”割据的状况。

现已有 50 万台机顶盒投放市场，计划三年内共生产投放 300 万台，以助推动实现陕西省有线电视的数字化。

积极预期将提升公司估值，上调为“推荐”评级

在不考虑所得税全免等优惠的情况下，预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.22、0.28、0.38 元，在当前股价（7.83 元）下对应 09 年 EV/EBITDA 为 14 倍，PE 为 36 倍，虽处于公司 PE 历史值的正常水平，但远低于传媒行业平均约 50 倍的 PE。近期国家领导对公司的愈加重视和公司不断展现的积极向好的变化，以及获所得税全免优惠预期的增强，可能将提升公司估值。按 09 年 40 倍 PE（仍低于歌华和天威），给予公司 6 个月目标价 8.80 元，对应 EV/EBITDA 为 16 倍，上调公司投资评级为“推荐”。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	366	419	455	497	营业收入	834	902	1083	1298
现金	188	190	190	190	营业成本	513	543	649	776
应收账款	21	24	24	24	营业税金及附加	17	18	22	26
其它应收款	36	24	24	24	营业费用	63	73	87	104
预付账款	13	45	54	65	管理费用	98	103	121	143
存货	107	136	162	194	财务费用	49	51	58	54
其他	0	0	0	0	资产减值损失	6	2	2	2
非流动资产	2249	2532	2679	2725	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	0	0	0	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	1994	2224	2344	2360	营业利润	90	116	146	196
无形资产	16	16	16	16	营业外收入	3	0	0	0
其他	236	292	319	349	营业外支出	44	4	4	4
资产总计	2615	2951	3134	3222	利润总额	49	112	142	193
流动负债	736	893	955	879	所得税	6	17	21	29
短期借款	40	201	233	11	净利润	43	95	121	164
应付账款	375	402	481	574	少数股东损益	0	0	0	0
其他	321	291	240	294	归属母公司净利润	43	95	121	164
非流动负债	730	830	830	830	EBITDA	327	292	348	406
长期借款	730	830	830	830	EPS (元)	0.13	0.22	0.28	0.38
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1466	1723	1785	1709	会计年度	2008	2009	2010	2011
少数股东权益	0	0	1	1	成长能力				
股本	333	433	433	433	营业收入	52.9	8.2%	20.0	19.9
资本公积	664	564	564	564	营业利润	67.1	28.1	26.1	34.5
留存收益	152	231	351	515	归属于母公司净利润	5.0%	120.6	27.1	35.5
归属母公司股东权益	1150	1228	1349	1512	获利能力				
负债和股东权益	2615	2951	3134	3222	毛利率	38.5	39.8	40.0	40.2
现金流量表					净利率	5.2%	10.5	11.1%	12.6
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	3.7%	7.7%	9.0%	10.8
经营活动现金流	452	214	323	475	ROIC	6.8%	6.7%	7.6%	9.6%
净利润	43	95	121	164	偿债能力				
折旧摊销	188	126	143	156	资产负债率	56.0	58.4	56.9	53.0
财务费用	49	51	58	54	净负债比率	53.22	59.82	59.59	49.19
投资损失	-2	-2	-2	-2	流动比率	0.50	0.47	0.48	0.57
营运资金变动	124	-27	-7	105	速动比率	0.35	0.32	0.31	0.34
其它	50	-28	10	-2	营运能力				
投资活动现金流	-712	-395	-298	-198	总资产周转率	0.30	0.32	0.36	0.41
资本支出	151	400	300	200	应收账款周转率	33	38	43	52
长期投资	0	-3	0	0	应付账款周转率	1.55	1.40	1.47	1.47
其他	-560	2	2	2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-183	183	-25	-277	每股收益(最新摊薄)	0.10	0.22	0.28	0.38
短期借款	-67	161	33	-223	每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	0.49	0.75	1.10
长期借款	530	100	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.65	2.83	3.11	3.49
普通股增加	125	100	0	0	估值比率				
资本公积增加	-125	-100	0	0	P/E	78.79	35.72	28.11	20.75
其他	-647	-78	-58	-54	P/B	2.95	2.76	2.52	2.24
现金净增加额	-443	2	0	0	EV/EBITDA	12	14	11	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

冷星星, 英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。2007 年 5 月加入中投证券研究所, 现为传媒行业研究员。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434