



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009 年 8 月 24 日

传媒行业

研究部

金宇

分析员

jinyu@cicc.com.cn

钟文明

联系人

zhongwm@cicc.com.cn

推荐

歌华有线(600037.CH)

1H09 业绩超出预期，关注 U 型拐点

1H09 业绩超出预期：

公司上半年实现收入 6.8 亿元，同比增长 7.4%；实现净利润 1.4 亿元，折合每股收益 0.14 元，占我们全年预测的 67%，超出我们预期，主要原因是公司毛利率、营业税费和投资收益好于我们预期。

正面：

- **成本费用支出和投资收益好于预期。**公司对于非折旧成本支出的有效控制和免征有线电视基本收视费营业税，以及公司收到茁壮网络贡献的投资收益 850 万元，使得上半年公司的毛利率、营业税费和投资收益好于我们预期。（见图表 3）

负面：

- **资本开支处于高位。**2009 年公司资本开支在 7 亿元左右，上半年公司计提折旧 2 亿元，同比增加约 20%。
- **所得税费用大幅增加。**09 年公司重新执行 25% 的新税率，导致上半年公司所得税费用支出同比增加约 5400 万元。

发展趋势：

政府部门主导的有线网络数字化正进入到“大投资，零回报”的尴尬境地，我们认为，能够打破数字化困局的唯一出口在于数字电视内容、频道集成资质的松绑，鼓励民间资本进入付费频道内容制作和运营，支持有线网络独立集成、允许付费频道播放广告，在文化体制改革和拉动内需的双重背景下，我们认为，政策适度解禁可以期待，若此，歌华以其区位优势和网络优势，经营上将迎来 U 型翻转。

估值与建议：

上调 09-10 年盈利至 0.25 元和 0.28 元，上调幅度分别为 19% 和 22%。当前股价已经充分反映了市场的悲观预期（如税率上升、数字电视监管政策难以放开、跨地域整合很难、产业链难以延伸至内容、收视维护费无法提升等）。我们认为，未来 6-12 个月，影响公司股价的负面因素有望逐渐改善，其中，所得税率优惠在 4 季度重新获得的可见度较高，届时将带来投资机会，重申推荐评级。

主要财务信息

(单位：百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,046	1,185	1,360	1,497	1,656
(+/-)	16.9%	13.3%	14.8%	10.1%	10.6%
主营业务利润	441	436	390	404	442
(+/-)	15.5%	-1.3%	-10.4%	3.5%	9.3%
营业利润	350	354	300	311	347
(+/-)	9.0%	1.2%	-15.4%	3.6%	11.9%
净利润	433	367	329	265	292
(+/-)	60.0%	-15.2%	-10.4%	-19.5%	10.4%
每股收益 (元)	0.41	0.35	0.31	0.25	0.28
市盈率 (倍)	26.3	31.0	34.6	42.9	38.9
市净率	3.1	2.9	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	18.3	16.2	15.7	13.4	12.3
每股经营现金流	0.71	0.82	0.65	0.68	0.78
股价/经营现金	15.0	13.1	16.5	15.8	13.7
分红收益率	0.9%	0.0%	1.4%	1.1%	1.2%
净资产收益率	11.8%	9.2%	7.6%	5.8%	6.2%

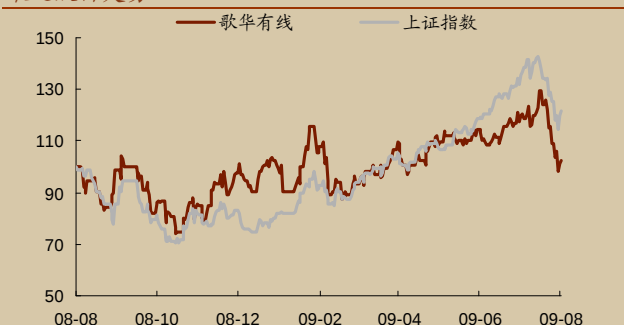
股票信息

A股	
当前股价	人民币10.72
股票代码	600037.CH
日成交量 (百万股)	18.7
52周最高价/最低价	人民币13.85/7.29
总市值(百万元)	11,365
发行股数 (百万股)	1060
其中：流通股 (百万股)	1060
主要股东 (持股比例)	北京北广传媒投资发展中心(44.98%)

最近估值走势

%	Last week	1m	3m	YTD
[600037.CH]	-6.29	-14.65	-6.70	+4.18
[SHASHR Index]	-2.83	-10.20	+13.98	+52.78
[CICC Media]	-4.52	-10.96	+0.95	+54.75

最近股价走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

1H09 业绩超出预期：

公司上半年实现收入 6.8 亿元，同比增长 7.4%；实现净利润 1.4 亿元，折合每股收益 0.14 元，占我们全年预测的 67%，超出我们预期，主要原因是公司毛利率、营业税费和投资收益好于我们预期。

正面：

- **成本费用支出和投资收益好于预期。**(1)上半年，公司扣除折旧后的成本支出为 2.5 亿元，同比增长仅 5.5%，远好于我们全年增加 15.3%的假设。公司加强了对于非折旧成本支出的控制，使得毛利率录得 33.7%，高于我们 26.6%的假设。(2)报告期内，公司获准免征有线电视基本收视费营业税，使得营业税费支出仅 1400 万，同比下降 32%，也好于我们同比增长的假设。(2)报告期内，公司收到茁壮网络贡献的投资收益 850 万元，好于我们全年投资收益为零的假设。(见图表 3)
- **业务基础逐步夯实。**上半年，公司已经拥有有线电视用户 397 万，数字电视用户 216 万，个人宽带用户 8.8 万，同时和内容供应商以及数字电视增值业务服务商形成较好的合作关系，具备开展包括付费电视、增值业务以及宽带接入等综合信息业务基础。

负面：

- **数字电视的有效商业模式尚未建立。**虽然公司拥有较大的用户规模，数字化比例也已经超过 50%，但受制于政策瓶颈，公司包括付费电视在内的数字电视业务短期内难以建立有效的商业模式。宽带业务发展空间较大，但合资公司迟迟无法启动运营，审批程序落后预期。
- **资本开支处于高位。**按照公司 2009 年的发展规划(1000 公里光缆地下化、30 万双向改造、70 万数字化改造)，2009 年资本开支在 7 亿元左右，我们预计要到 2011 年，公司资本开支才能降到 5 亿元以下，而折旧高峰要到 2012-2013 年才能有所下降。上半年

公司计提折旧 2 亿元，同比增加约 20%。

- **所得税费用大幅增加。**09 年开始，公司不再享受免征所得税的优惠，重新执行 25%的新税率，导致上半年公司所得税费用支出同比增加约 5400 万元，是拖累业绩下滑的最主要原因。

发展趋势：

政府部门主导的有线网络数字化正进入到“大投资，零回报”的尴尬境地，我们认为，能够打破数字化困局的唯一出口在于数字电视内容、频道集成资质的松绑，鼓励民间资本进入付费频道内容制作和运营，支持有线网络独立集成、允许付费频道播放广告，在文化体制改革和拉动内需的双重背景下，我们认为，政策适度解禁可以期待，若此，歌华以其区位优势和网络优势，经营上将迎来 U 型翻转。

估值与建议：

我们调整了盈利结构，同时基于收视维护费不提价、25%所得税、宽带业务和付费电视发展迟缓等保守假设，**最终上调 09-10 年盈利至 0.25 元和 0.28 元，上调幅度分别为 19%和 22%。**虽然当前股价对应公司 09 年 PE 为 42.9x，但 EV/EBITDA 仅为 13.4x，与美国有线网络在 1995-2004 年之间的估值水平相当，显示处于合理区间。同时我们的 DCF 模型显示公司的内在价值为 10.6 元/股，表明当前股价已经充分反映了市场的悲观预期（如税率上升、数字电视监管政策难以放开、跨地域整合很难、产业链难以延伸至内容、收视维护费无法提升等）。**我们认为，未来 6-12 个月，影响公司股价的负面因素有望逐渐改善，其中，所得税率优惠在 4 季度重新获得的可见度较高，届时将带来投资机会，重申推荐评级。**

投资风险

动态市盈率处于较高水平，制约股价上行空间；与电信运营商的“错位合作”在时间和进程上存在较高不可预测性；数字电视收视维护费何时提升存在不确定性。

图表 1: 利润表和现金流量表指标季度变化

单位(百万)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	QoQ	YoY	1H08	1H09	YoY
利润表指标											
一、营业收入	250.6	381.2	309.6	418.4	276.6	402.1	45.4%	5.5%	631.8	678.7	7.4%
减: 营业成本	176.1	229.0	215.9	312.4	204.2	245.9	20.4%	7.4%	405.1	450.1	11.1%
减: 营业税费	8.1	12.7	9.7	5.6	5.5	8.6	54.8%	-32.5%	20.8	14.1	-32.1%
减: 销售费用	11.3	14.4	12.6	22.2	12.2	14.6	19.5%	1.2%	25.7	26.8	4.3%
减: 管理费用	10.0	12.6	13.7	25.4	12.7	15.9	25.5%	25.5%	22.6	28.5	26.2%
减: 财务费用	-6.8	-7.8	-13.8	-14.2	-4.6	-6.3	38.5%	-19.1%	-14.6	-10.9	-25.5%
经营性利润	52.0	120.2	71.5	67.0	46.5	123.5	165.4%	2.7%	172.2	170.0	-1.2%
减: 资产减值损失	0.9	-0.3	0.5	42.9	1.0	-1.0	-203.0%	268.9%	0.6	0.0	-104.8%
加: 公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	nm	nm	0.0	0.0	nm
加: 投资净收益	-0.7	-1.4	-0.2	35.5	-0.7	6.8	-1062.8%	-590.0%	-2.1	6.1	-393.6%
二、营业利润	50.4	119.1	70.9	59.6	44.8	131.3	192.9%	10.3%	169.5	176.2	4.0%
加: 营业外收入	6.7	8.0	10.4	10.5	10.4	11.1	6.7%	39.4%	14.7	21.6	46.6%
减: 营业外支出	0.0	4.1	0.1	0.7	0.0	0.4	3026.9%	-89.4%	4.1	0.4	-89.1%
三、利润总额	57.1	123.0	81.2	69.4	55.3	142.0	157.0%	15.5%	180.1	197.3	9.6%
减: 所得税	0.1	0.4	0.5	0.8	13.8	39.7	187.8%	10844.2%	0.4	53.5	12747.8%
四、净利润(含少数股东损益)	57.0	122.7	80.8	68.6	41.5	102.3	146.7%	-16.6%	179.7	143.8	-20.0%
减: 少数股东损益	-0.1	0.0	0.0	0.2	0.0	0.0	-203.9%	-41.8%	0.0	0.0	-107.3%
净利润(不含少数股东损益)	57.1	122.6	80.8	68.4	41.5	102.3	146.5%	-16.6%	179.7	143.8	-20.0%
五、每股收益:	0.05	0.12	0.08	0.06	0.04	0.10	146.5%	-16.6%	0.17	0.14	-20.0%
盈利比率指标											
毛利率	29.7%	39.9%	30.2%	25.3%	26.2%	38.8%	12.7%	-1.1%	35.9%	33.7%	-2.2%
三项费用率	5.8%	5.0%	4.0%	8.0%	7.3%	6.0%	-1.3%	1.0%	5.3%	6.5%	1.2%
销售费用率	4.5%	3.8%	4.1%	5.3%	4.4%	3.6%	-0.8%	-0.2%	4.1%	4.0%	-0.1%
管理费用率	4.0%	3.3%	4.4%	6.1%	4.6%	3.9%	-0.6%	0.6%	3.6%	4.2%	0.6%
财务费用率	-2.7%	-2.1%	-4.5%	-3.4%	-1.7%	-1.6%	0.1%	0.5%	-2.3%	-1.6%	0.7%
经营性利润率	20.7%	31.5%	23.1%	16.0%	16.8%	30.7%	13.9%	-0.8%	27.3%	25.1%	-2.2%
营业利润率	20.1%	31.2%	22.9%	14.2%	16.2%	32.7%	16.4%	1.4%	26.8%	26.0%	-0.9%
净利润率	22.8%	32.2%	26.1%	16.3%	15.0%	25.4%	10.4%	-6.7%	28.4%	21.2%	-7.3%
有效税率	0.1%	0.3%	0.6%	1.2%	25.0%	28.0%	3.0%	27.7%	0.2%	27.1%	26.9%
现金流量指标											
经营性现金流	102.2	230.0	161.4	194.8	111.5	219.5	96.8%	-4.6%	332.2	331.0	-0.4%
每股经营性现金流	0.10	0.22	0.15	0.18	0.11	0.2	96.8%	-4.6%	0.31	0.31	-0.4%
工资支出	-51.4	-95.9	-48.6	-72.3	-55.9	-119.6	114.1%	24.8%	-147.2	-175.5	19.2%
投资性现金流	-171.1	-200.7	-186.4	-444.4	-65.2	-282.9	334.1%	40.9%	-371.9	-348.1	-6.4%
资本支出	-178.8	-208.0	-198.4	-490.3	-101.5	-261.0	157.1%	25.5%	-386.8	-362.5	-6.3%
融资性现金流	0.0	-0.4	0.0	-0.1	-5.4	-81.9	1419.2%	21457.3%	-0.4	-87.3	22598%
银行借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	nm	nm	-	-	nm
偿还借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1.4	nm	nm	-	-1.4	nm
汇率变动的影响	-	-	-	-	-	0.0	nm	nm	-	-	nm
合计现金流量	-68.9	28.9	-25.1	-249.8	41.0	-145.4	-454.7%	-602.6%	-40.0	-104.4	160.8%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 2：资产负债表指标季度变化

单位(百万)	1Q08	1-2Q08	1-3Q08	1-4Q08	1Q09	2Q09	YoY
资产负债表指标							
货币资金	1908.1	1937.0	1911.9	1698.5	1731.8	1557.8	-19.6%
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	nm
应收账款	26.9	14.3	15.8	0.4	16.4	8.2	-42.9%
预付账款	110.8	143.5	154.0	227.2	251.1	98.0	-31.7%
其他应收款	5.1	11.1	11.7	38.3	6.9	4.3	-61.3%
存货	115.1	164.6	200.5	196.6	222.7	228.5	38.8%
流动资产合计	2166.7	2271.1	2294.3	2162.5	2229.0	1897.8	-16.4%
长期股权投资	107.7	104.7	106.5	82.5	81.5	128.1	22.3%
固定资产	1966.0	2033.6	2085.1	2318.3	2295.1	2552.0	25.5%
在建工程	504.2	603.8	653.0	557.2	577.8	609.1	0.9%
工程物资	421.3	489.3	522.4	501.8	450.2	347.1	-29.1%
无形资产	26.2	24.7	30.2	37.0	44.8	83.3	236.8%
非流动资产合计	3036.7	3271.8	3415.0	3508.6	3462.1	3730.4	14.0%
资产合计	5203.5	5542.9	5709.4	5671.1	5691.1	5628.1	1.5%
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	nm
应付票据	-	61.2	110.3	72.3	65.4	13.3	-78.3%
应付账款	246.8	277.8	305.0	174.1	155.1	121.5	-56.3%
预收账款	396.4	472.6	499.9	515.9	525.0	538.2	13.9%
其他应付款	72.0	72.8	72.0	69.5	71.0	90.8	24.7%
一年内到期的非流动负债	0.0	2.8	2.8	2.8	1.8	0.0	-100.0%
流动负债合计	793.2	929.9	1028.2	912.8	895.6	902.9	-2.9%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	nm
应付债券	2.8	0.0	0.0	0.0		0.0	nm
专项应付款	48.2	66.0	66.0	87.9	97.9	94.5	43.2%
其他非流动负债	327.8	394.5	381.9	368.0	352.8	342.2	-13.2%
非流动负债合计	378.8	460.5	447.9	455.9	450.7	436.7	-5.2%
负债合计	1171.9	1390.4	1476.1	1368.7	1346.3	1339.6	-3.7%
资本公积	1725.3	1725.4	1725.5	1726.0	1726.9	1727.2	0.1%
未分配利润	915.6	1036.9	1117.6	1153.3	1194.8	1138.1	9.8%
归属于母公司所有者权益	4028.6	4149.9	4230.7	4299.7	4342.2	4285.8	3.3%
资产负债比率指标							
现金资产占比	37%	35%	33%	30%	30%	28%	-7%
固定资产(含在建工程和工程物资)	56%	56%	57%	60%	58%	62%	6%
有息负债	0.0	2.8	2.8	2.8	1.8	0.0	-100%
资产负债率	22.5%	25.1%	25.9%	24.1%	23.7%	23.8%	-1%
每股净资产	3.80	3.91	3.99	4.05	4.09	4.04	3%
全面摊薄ROE	1.4%	3.0%	1.9%	1.6%	1.0%	2.4%	-1%

资料来源：资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：主要盈利预测调整

	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	1497	1497	0.0%	1656	1656	0.0%
营业税金及附加比率	39.7	29.9	-24.6%	43.9	33.1	-24.6%
毛利率	26.6%	29.0%	2.3%	26.3%	28.7%	2.4%
三项费用率	6.7%	7.0%	0.3%	6.8%	6.9%	0.1%
投资收益	0.0	12.0	n.a	0.0	20.0	n.a
净利润	223	265	18.6%	239	292	22.5%
每股收益	0.21	0.25	18.6%	0.23	0.28	22.5%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4: 公司主要历史和预测财务数据 (2006A-2010E)

人民币 (百万)		Y2006	Y2007	Y2008	Y2009E	Y2010E
主营业务收入	总计	1,046	1,185	1,360	1,497	1,656
	有线电视看护费	643	717	783	868	965
	工程费收入	99	81	105	149	157
	信息业务收入	162	191	241	253	291
	频道收转费收入	98	104	116	133	146
	有线电视入网费收入	24	28	31	34	38
	其他业务收入	22	64	84	60	60
主营业务利润	主营业务利润	441.28	435.56	390.21	403.82	441.55
	主营业务利润率	42.2%	36.8%	28.7%	27.0%	26.7%
运营指标	三项费用	66	83	80	105	114
	主营业务占比	6%	7%	6%	7.0%	6.9%
	经营费用	43	51	60	63	66
	主营业务占比	4%	4%	4.4%	4.2%	4.0%
	管理费用	56	65	62	70	78
	主营业务占比	5%	6%	4.5%	4.7%	4.7%
	财务费用	-33	-33	-43	-28	-30
	主营业务占比	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%
	营业利润	350	354	300	311	347
	营业利润率	33%	30%	22%	21%	21%
其他指标	投资收益	3	2	33	12	20
	营业外收支净额	-3	14	31	43	43
	所得税	-85	2	2	88	98
	有效税率	25%	0%	1%	25%	25%
净利指标	净利润	433	367	329	265	292
	净利润率	41%	31%	24%	18%	18%
	年同比增长	60%	-15%	-10%	-19%	10%
	每股盈利	0.41	0.35	0.31	0.25	0.28
资产负债指标	现金	2,257	1,977	1,699	1,750	1,987
	流动资本	-250	-526	-441	-488	-583
现金流指标	经营现金流	758	865	688	721	829
	资本开支	600	1,039	1,076	693	494

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

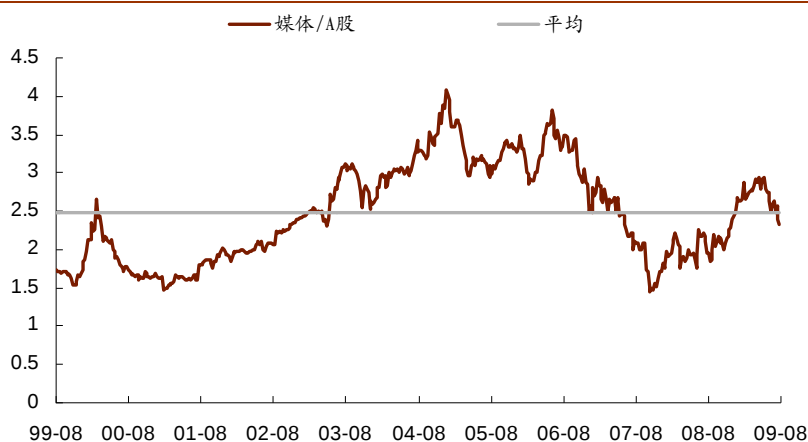
图 5：可比公司估值(09/08/21)

公司列表	股价货币	股价 (2009-8-21)	总市值 (百万元)	投资建议	08	P/E 09E	10E	08	P/B 09E	10E	08	EV/EBITDA 09E	10E
中金研究-A股													
有线网络													
天威视讯	CNY	15	4,005	推荐	52.9	48.7	35.1	3.4	3.2	3.0	10.9	10.9	10.3
歌华有线	CNY	10.72	11,367	推荐	34.6	42.9	38.9	2.6	2.5	2.4	15.7	13.4	12.3
广电网络	CNY	7.3	3,164	中性	73.1	33.4	29.3	2.8	2.6	2.4	9.2	11.3	10.5
报纸经营													
博瑞传播	CNY	19.32	7,251	推荐	37.8	26.7	21.4	7.1	5.9	4.9	24.8	18.5	14.8
新华传媒	CNY	10.24	8,916	中性	36.8	45.9	38.0	4.2	3.8	3.5	32.2	22.0	18.8
华闻传媒	CNY	5.4	7,345	中性	44.2	43.1	38.2	3.5	3.3	3.0	15.8	16.6	13.5
粤传媒	CNY	9.33	3,267		3332.1	65.4	364.5	2.5	2.4	2.4	63.4	24.9	18.2
图书出版													
时代出版	CNY	13.52	5,281	推荐	24.6	21.5	19.7	2.9	2.5	2.2	57.3	16.5	15.2
出版传媒	CNY	8.87	4,887	中性	42.3	37.8	33.5	3.6	3.3	3.1	41.2	33.2	28.8
电视广告经营													
中视传媒	CNY	12.55	2,971	中性	54.8	61.1	54.6	3.5	3.4	3.3	23.8	27.3	23.2
户外广告经营													
北巴传媒	CNY	11.04	4,451	推荐	49.6	27.5	21.3	5.1	4.3	3.6	13.6	13.6	11.2
综合													
中信国安	CNY	16.51	25,756	中性	72.4	31.1	42.5	5.0	4.4	4.1	81.2	50.6	41.4
电广传媒	CNY	15.95	6,482	中性	303.9	89.3	52.0	3.9	3.7	3.5	17.4	18.7	16.7
东方明珠	CNY	9.54	30,398	中性	68.1	72.4	57.6	5.0	4.7	4.4	45.0	41.5	35.7
中值		10.72	6,482		52.9	42.9	38.0	3.6	3.3	3.1	24.8	18.7	15.2

Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内，每股盈利采用万得平均预测均值

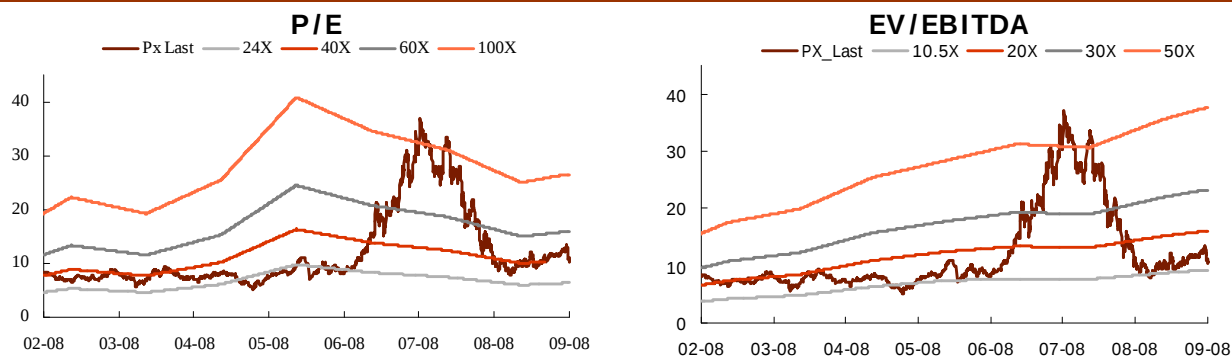
资料来源：公司资料，彭博资讯，Wind，中金公司研究部

图 6：传媒板块对大盘溢价率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 7：历史 P/E 和 EV/EBITDA



资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

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。

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。