

上市公司简评报告

信息传播服务业

政策导致拐点性变化出现 上调评级至“增持”

歌华有线（600037）

事件

09 年前三季度营业收入 10.44 亿元，同比增长 10.9%；归属上市公司股东净利润 2.47 亿元，同比增长 23.6%，对应 EPS0.23 元。基本符合我们预期。公司 10.30 日公告，控股北京北广传媒数字电视有限公司。10.31 日公告，列入北京市转制文化企业名单（第一批），有望从 2009 年起 5 年内免征企业所得税。

简评

营业收入增速有所加快 毛利率小幅下降

09 年 1-9 月份实现营业收入 10.44 亿元，同比增长 10.9%，较 09 上半年 7.4% 的增速有所加快，主要原因在于：有线电视用户数增长；数字平移带来缴费率上升；信息业务发展较快。

综合毛利率 32.6%，较上半年的 33.7% 有所下降。我们预计，全年综合毛利率将稳定在该水平，受机顶盒摊销总成本上升影响（赠送高清机顶盒会导致摊销成本进一步上升），未来两年毛利率可能继续小幅下行。但如果考虑提价因素（按基本收视费 25 元/月测算），未来两年毛利率将有望上升到 40% 的水平，而且随着付费频道、高清频道、增值业务等业务的快速发展，毛利率将进一步提升。

期间费用率同比上升 环比下降

1-9 月产生期间费用 6568 万元，在收入中的占比为 6.29%，较去年同期的 4.90%，上升了 1.39 个百分点，财务费用上升是其主要原因。其中，销售费用 4090 万元，在收入中的占比为 3.92%，较去年同期的 4.07%，下降了 0.15 个百分点；管理费用 4167 万元，在收入中的占比为 3.99%，较去年同期的 3.85%，上升了 0.14 个百分点；财务费用-1689 万元，较去年同期的-2847 万元，上升了 1158 万元，其主要原因在于随着募集资金和自有资金的投入，货币资金减少及利率不断下调，导致公司利息收入减少。

从环比来看，1-9 月产生期间费用在收入中的占比为 6.29%，较上半年的 6.55%，小幅下降 0.26 个百分点。

表 1：09/1-9 月与 08/1-9 月期间费用比较

	09/1-9 月	08/1-9 月	同比增长
期间费用占收入的比重	6.29%	4.90%	1.39%
销售费用占收入的比重	3.92%	4.07%	-0.15%
管理费用占收入的比重	3.99%	3.85%	0.14%
财务费用占收入的比重	-1.62%	-3.02%	1.40%

资料来源：公司公告、中信建投研发部

调高

增持

戴春荣

daichunrong@csc.com.cn

10-85130981

高辉

gaohui@csc.com.cn

10-85130782

分析日期：2009 年 10 月 31 日

当前股价：12.53 元

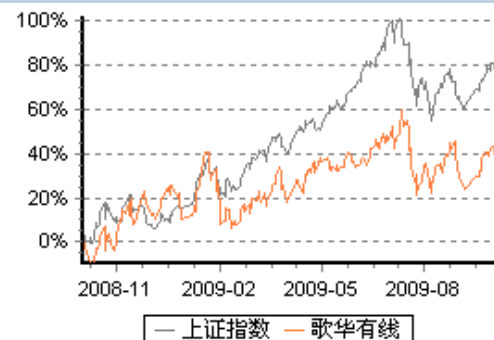
目标价格 6 个月：15.20 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
8.0/1.5	-5.9/5.0	31.8/-36.0
12 月最高/最低价 (元)		13.85/0
总股本 (万股)		106,036
流通 A 股 (万股)		106,036
总市值 (亿元)		121
流通市值 (亿元)		121
近 3 月日均成交量 (万)		2,140
主要股东		
北京北广传媒投资发展中心		44.98%

股价表现



相关研究报告

09.04.29	歌华有线 08 年报和 09 一季报点评:09 年面临业绩压力
09.06.03	歌华有线调研简评:维持中性评级但关注股价刺激因素

控股数字电视公司 “十字” 战略有望得到实质性推进

公司以每股1元的价格对北京北广传媒数字电视有限公司增资2704万元，增资后持有该公司股权比例为51%。数字电视公司是全国首批开办付费电视业务的机构，拥有《广播影视节目制作经营许可证》，目前已经开播付费电视频道11套，其中6套覆盖全国、5套覆盖北京，同时开播2套覆盖全国的付费音频广播频道。其控股子公司鼎视数字电视传媒公司，负责经营全国性数字付费电视集成、传输和营销业务，持有全国性付费电视集成运营机构四张牌照之一（鼎视公司、上海文广、中影集团、中数传媒）。公司增资后，将控股数字电视公司(成为国内第一家控股频道经营公司的有线运营商)，同时间接控股鼎视公司，实现了向电视内容领域的拓展，并为公司带来新的长期增长点(短期形成新利润增长点的难度较大)，更为重要的是公司近年来一直奉行的“十字”战略中，打通纵向产业链将取得实质性推进。

另外，我们认为，在产业链延伸取得实质性进展之后，受政府鼓励广电企业跨区域并购政策影响，预计1-2年内，公司的横向并购也会有重大突破。

获所得税免征政策 市场期待最终落实

公司10月31日公告：公司列入北京市转制文化企业名单（第一批），近日主管税务机关已正式受理了减免税备案资料，公司据此作为转制文化企业从2009年1月1日起至2013年12月31日止免征企业所得税。公司04-08年享受免所得税政策，再次享受此轮对文化产业的扶持政策在情理之中，也符合我们预期。获得免税政策后，公司利润将得到较大增厚。

涨价预期增强 数字电视业务推广有望加快

经历多年数字化整转后，在我国多数城市数字电视基本收视费提价已经完成，目前一二线城市中，只有北京和上海还没有提价（北京18元/月、上海13元/月），收视费标准明显偏低，而且与其一线城市的地位不符。随着60年大庆的结束和上海将召开听证会消息的影响（上海将于11月23日举行有线数字电视基本收视维护费定价听证会），北京收视费提价的预期明显增强。

虽然北京基本收视费提价很快实现的可能性不大，但公司未雨绸缪，进入09年数字电视高清和交互业务推广明显加快，已发展数字交互用户30多万户（09中报显示：数字用户216万户），及发展数字高清用户。10年发展交互用户的速度将进一步加快，这将为公司下一步发展数字交互业务和各项增值业务奠定好的基础。我们预期，由于进入频道经营和频道管理领域，较之前更加具备了实现内容和渠道良性互动的条件，公司迟迟未做的数字付费频道的收费，有望在10年大规模启动。

另外，随着机顶盒价格的不断下降，公司摊销成本随之下降（每年新增的有线电视用户收视费收入基本可以覆盖机顶盒摊销成本），利润增速有望超过业务收入增速。

行业拐点出现 上调评级至“增持”

根据最新所得税免征政策，我们对业绩预测进行了调整，即 09-11 年对应 EPS 分别为 0.38 元、0.43 元、0.48 元。如果考虑提价因素（假设 2010 年收视费提价至 25 元/月），10-11 年对应 EPS 将分别达到 0.64 元、0.74 元。

按 09 年业绩测算，公司动态 PE33 倍，估值开始具备一定吸引力，考虑到提价预期的不断增强和行业环境向上拐点的出现（税收政策支持、政府对跨区域并购的鼓励、数字电视产业链的良性发展等），上调评级至“增持”，目标价至 15.2 元，对应 09 年 40 倍 PE，10 年 35 倍 PE。

预测和比率

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万）	1,185.00	1,359.76	1,484.56	1,726.11	1,986.48
主营收入增长率	13.31%	14.75%	9.2%	16.3%	15.1%
净利润（百万）	366.81	328.85	400.84	457.43	508.35
净利润增长率	-15.23%	-10.35%	21.9%	14.1%	11.1%
EPS（元）	0.346	0.310	0.378	0.430	0.479
P/E	36	40	33	29	26

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

戴春荣：通信、传媒行业首席分析师，10 年证券研究经历，TMT 组组长，曾获《新财富》2006 年通信行业最佳分析师第二名、2007 年传媒行业最佳分析师入围。

高 辉：传媒、通信服务行业分析师，工学、金融学复合专业背景，5 年 IT 行业和 2 年证券行业从业经验。

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010