

买入 维持

歌华有线 (600037)

2009 年 12 月 02 日

收视费调价大概率事件，中长期看好内容提供能力

传媒与计算机行业分析师：李冠宇

ligy@htsec.com

021-23219414

我们的核心观点如下：短期公司业绩增长动力将主要来自于北京有线电视基本收视费的调价，预计从 18 元/月提高到 23 元/月。中期 2-3 年业绩增长动力将主要来自付费电视的逐步普及。长期来看，公司有望成为涵盖内容生产、内容集成、内容传输的综合媒体运营商。随着基础信息网络的不断完善，未来对于电信和广电的竞争，谁抢占了媒体内容制作的制高点，谁将成为主导力量。内容制作和集成的稀缺性有望给公司带来先发优势。我们预测 2009 年-2011 年公司 EPS 分别为 0.32、0.36、0.43 元。考虑提价影响，将增厚 2010 年、2011 年业绩 0.25、0.26 元。鉴于未来一年提价是大概率事件，公司处于转型初期，拥有节目制作和集成稀缺牌照，给予买入评级，目标价 18.3 元，对应 2010 年约 50 倍 PE（有线运营商平均估值水平），如果调价成功，对应 10 年约 30 倍 PE。

1. 近期北京市文化产业方面的扶持内容包括什么？

2008 年北京信息产业整体上基本没有增长，但是传媒产业实现了 10% 以上的增长率，使得北京政府更加重视传媒产业的发展。推出了《北京市信息化基础设施提升计划》，提升计划中明确提出高清交互网络和节目的建设目标。

2. 公司认为自身的核心价值包括两个方面。

第一个方面，过去模拟电视频道有 60 套，现在数字电视频道有 150 套。虽然频道数量有所增长，但是频道依然是稀缺的。第二个方面，公司目前具有节目制作和集成牌照。北广传媒数字电视公司具有节目制作资质，鼎视传媒具有全国性的节目集成牌照。歌华有线持有北广传媒数字电视公司 51% 的股权，北广传媒数字电视公司控股鼎视数字电视传媒公司。目前拥有全国性的节目集成牌照单位只有 4 家，包括上海文广、中影集团、中数传媒、鼎视传媒。

公司完成“内容生产+内容集成+内容传输”产业链的完整布局，有利于公司从单一的网络传输商向综合的媒体运营商转变。事实上拥有节目生产和集成牌照，相当于获得了一个电视台运营的资质。我们认为相比传统的电视台，公司的优势在于：传统电视台还是事业编制的，比较难以调动积极性。而公司在与其他媒体集团合作的时候可以采用更加灵活的合作方式，比如股权投资、收入分成等。短期来看，内容业务并不会直接产生利润，但是公司无疑是有线电视运营商里面真正可以制作电视节目的企业，未来通过合作运营可以将 400 万北京用户的潜在价值挖掘出来。机顶盒的频道监控功能，可使公司获得用户使用节目的反馈情况，有利于公司不断引入好的节目，挖掘用户价值，提高 ARPU。

3. 卫星电视和 IPTV 电视对有线数字电视的威胁。

卫星电视一般用在边远地区，但是不具备双向功能。IPTV 受限于网络带宽，在广电系统逐步推广高清电视的趋势下，IPTV 无法实现高清节目的传送。因此三者是差异化的竞争，我们的判断是有线数字电视仍然是主流的节目内容传播渠道。

4. 付费电视的运营情况。

我们估计明年 1 月开始付费电视开始正式收费。目前该业务已经免费运营了 1.5 年，成本已经得到体现，一旦收费，大部分收入将转换为利润。统计情况是大约每个用户每天看 1.5 个小时的付费电视。具体收费以后人数目前难以确定。基础礼包收费金额大约为 50 元/月（参照其他身份情况）。目前的机顶盒同时带有上网调制解调器，因此随时可以开放宽带业务。两者绑定销售能带来一些好处，比如提高宽带用户量。

5.公司将如何运营内容方面的业务?

公司可以和中影集团,分众等公司探讨合作的方式。对于频道资源的掌控方面,公司在自身节目逐渐成熟之后,会逐渐淘汰弱势卫视节目。

6.有线数字电视基本收视费提价的预期?

北京有线数字电视收费提价的困难在于政府需要考虑民生问题,但是在全国所有城市有线数字电视都提价的前提下,以及北京市其他公共事业服务提价的前提下。北京数字电视提价的障碍基本扫除,政府可以找到了免责的理由,我们认为明年提价是大概率时间,甚至提价的时间表会提前到第一季度。

7.未来的资本开支计划?

公司逐步在北京城8区推广交互式机顶盒。然后把城8区的可用机顶盒转移到远郊区。北京总共18个区。目前单向机顶盒200元,交互机顶盒400元,高清机顶盒1000元。个人认为高清数字电视,在补贴等配套措施没有落实下来之前,公司不会主动推广高清业务,成本太高。

8.公司未来的发展战略?

纵向整合产业链上下游,包括节目内容的制作、集成、发售。横向整合周围省份的有线网络。其他北京户外媒体资源存在注入预期。

表1 歌华有线利润表预测

(千元人民币)	2009Q3	YoY(%)	QoQ(%)	2009ToQ3	YoY(%)	2009E	2010E
营业总收入	365,113	17.95	45.39	1,043,805	10.89	1,450,284	1,575,461
有线电视收看维护	NA	NA	NA	NA	NA	872,809	948,240
工程建设及维护	NA	NA	NA	NA	NA	150,287	172,830
有线电视入网	NA	NA	NA	NA	NA	33,903	33,903
信息业务	NA	NA	NA	NA	NA	252,994	33,903
频道收转	NA	NA	NA	NA	NA	115,564	115,564
销售材料	NA	NA	NA	NA	NA	23,388	23,388
营业成本	253,760	17.52	20.42	703,876	13.33	1,007,283	1,044,210
毛利	111,352	18.92	115.86	339,929	6.14	443,000	531,252
毛利率(%)	30.50	0.83	48.47	32.57	-50.75	30.55	33.72
营业税金及附加	7,570	-21.78	54.81	21,693	-28.82	30,178	54,416
营业费用(销售费用)	14,090	11.41	19.54	40,898	6.66	57,287	62,231
管理费用	13,133	-3.89	25.53	41,665	14.84	67,633	71,015
财务费用	-5,988	-56.72	38.48	-16,887	-40.69	-21,799	-21,799
资产减值损失	260	-44.32	-203.03	231	-78.68	-59	-59
投资收益	713	-564.71	-	6,850	-405.31	6,138	6,138
公允价值变动	0	-	-	0	-	0	0
营业利润	83,000	17.13	192.90	259,180	7.85	315,898	371,585
营业利润率(%)	22.73	-0.69	101.46	24.83	-50.05	21.78	23.59
营业外收入	10,576	1.40	6.66	32,155	27.85	21,579	10,000
减:营业外支出	20	-61.21	3,026.86	465	-88.72	00	00
利润总额	93,556	15.16	157.01	290,870	11.30	337,477	381,585
减:所得税	-9,350	-2,109.13	187.83	44,196	4,909.99	00	00
净利润	102,906	27.40	146.75	246,674	-5.29	337,477	381,585
净利润率(%)	28.18	8.02	69.71	23.63	-56.67	23.27	24.22
归属于母公司所有者净利润	102,864	27.37	146.55	246,631	-5.31	337,532	381,598
少数股东损益	42	273.86	-203.87	43	-3,350.13	-55	-13
EPS(元)	0.10	27.37	146.55	0.23	-5.31	0.32	0.36

资料来源:公司公告、海通证券研究所预测

信息披露

分析师负责的股票研究范围

李冠宇：传媒与计算机行业

重点研究上市公司：歌华有线、华谊兄弟、博瑞传播、电广传媒、远光软件、广电运通、石基信息、远望谷、宝信软件、亿阳信通、华胜天成、东华合创、新大陆

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。