

湘财证券研究所

TMT 研究小组

张良卫

Tel: 021-68634510-8227

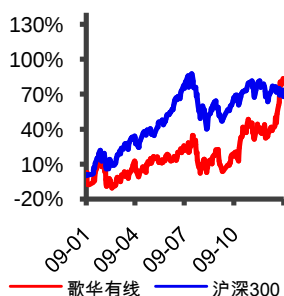
Email: zlw2889@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

Email: cg2012@xcsc.com

一年收益率比较



高清补贴政策明朗，提价依然值得期待

事件：歌华有线收到《北京市广播电影电视局关于追加高清交互机顶盒补助经费的通知》，按照市政府承担机顶盒推广经费 35% 的比例，给予公司 12,600 万元补助，专项用于北京市 2009 年 30 万用户高清机顶盒补贴。

点评：

□ 高清补贴政策明朗，基本收视费提价依然可期

目前歌华有线已完成第一阶段的高清试验示范推广工作，提前一个月完成北京 30 万高清交互电视用户的任务，高清推广工作进展顺利。高清互动采用免费发放机顶盒方式，成本较大，根据公司公告显示平均每户成本为 1200 元，从政府获取 35% 的补助，另外 65% 需要依靠自身力量，成本按照 5 年摊销；根据歌华有线的目标，2010 年目标完成 100 万高清用户，2011 年完成 130 万高清用户，暂不考虑其他因素影响的情况下，按照 2010 年全年平均 60 万用户，2011 年全年平均 115 万来计算，我们预计推广高清将分别增加公司成本为 2010 年 9,360 万元，2011 年 17,940 万元，高清业务的大规模推动将给公司带来巨大的资本折旧压力。

我们认为公司大规模推广高清业务带来资本支出的增加将进一步加剧基本收视费提价的必要性，单纯依靠政府补助难以有效支撑高清业务的大规模开展，企业承担的部分过多，在全国已完成数字化转换的城市都已实现提价，北京市其他公用基础设施纷纷提价的前提下，基本收视费提价的难度正逐步减少，有线收视费有望逐步回归正常化，提价的概率越来越大。按照我们之前的测算，如果基本收视费从 18 元提高到 25 元，对 10-11 年的 EPS 影响分别是 0.21, 0.24 元，这将对公司的业绩形成实质性的支撑和改善。

□ 增值业务将加快盈利贡献的步伐

歌华有线开展高清业务 4 个月以来，高清交互业务视频类服务使用状况良好，公司的高清交互业务也越来越被更多的人所接受，目前增值业务所占收入比重还比较小，主要是由于付费电视和互动电视的收费业务还没有大规模开展；随着 2010 年 1 月 1 日高清互动业务收费的启动，将会为公司形成实质性的利润贡献，用户资源的潜在价值也将会被不断的挖掘出来。公司的付费频道已免费播出超过 2 年，我们认为付费频道的收费也将会很快启动，数字电视增值业务将加快盈利贡献的步伐。

□ “十”字战略将成就长期投资价值

公司的“十”字战略将逐步推动公司向规模化、综合性方向发展，未来将成为涵盖内容生产、集成、传输产业链一体化，同时进行跨区域整合不断扩大规模的综合性娱乐运营商，新成立的数字电视公司在付费频道，内容集成方面具有丰富的经验和优势，尽管目前对公司的盈利贡献有限，但未来随着运营模式的不断成熟，内容资源的价值不断提升，长远来看将对公司的业绩形成实质性的贡献；“三网融合”政策的推进将有望实质性的推进公司的跨地域整合步伐。

□ 估值及投资评级

考虑到公司高清业务的大规模开展会带来一定的成本压力，将会对公司的毛利率带来一定的影响，我们暂下调公司 10-11 年 EPS 至 0.41, 0.47 元，对应当前股价 PE 分别为 50, 44, 39 倍，如果考虑提价因素，2010 年 PE 为 29.3 倍，安全边际显著。自我们 10 月份首次推荐歌华有线以来，涨幅已经超过 60%，已达到我们前期给予的目标价 18 元，考虑到增值业务的开展有可能超越预期，原有资本开支折旧摊销的逐步到期，基本收视费提价的实现，我们认为未来公司的盈利向好趋势不改，维持该公司“买入”的投资评级，按照提价后的 2010 年 EPS 0.62 元给予 35 倍 PE，对应每股价格为 21.7 元，考虑到后续公司股价催化剂的实现将进一步提升公司的盈利和估值，我们提高公司目标价至 23 元。

□ 股价催化剂

收视维护费提价，增值业务超预期

歌华有线重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1360	1484	1720	1892
收入同比(%)	15%	9%	16%	10%
归属母公司净利润	329	387	438	498
净利润同比(%)	-10%	18%	13%	14%
毛利率(%)	31.4%	32.7%	32.1%	32.7%
ROE(%)	7.6%	8.6%	8.8%	9.1%
每股收益(元)	0.31	0.37	0.41	0.47
P/E	58.59	49.74	43.97	38.69
P/B	4.48	4.25	3.88	3.53
EV/EBITDA	27.9	25.7	22.2	19.5

资料来源：湘财证券研究所

表 1：歌华有线分业务收入预测

营业收入（元）	2008	2009E	2010E	2011E
有线电视收视费	783197191.50	881,096,840	1,030,883,303	1,113,353,968
工程建设费	105054224.34	148,126,456	195,526,922	224,855,961
有线电视入网	31292816.28	34,891,490	38,380,639	41,451,090
信息业务收入	240644064.06	264,708,470	285,885,148	300,179,406
频道收转收入	115564400.00	125,965,196	138,561,716	146,875,419
销售材料收入	40805348.42	24,483,209	26,441,866	28,821,634
其他	43206470.60	4,320,647	4,536,679	4,854,247

资料来源：湘财证券研究所

注：有线电视收视费考虑了增值业务

表 2：可比公司估值比较

公司	股价 (元)	总市值(亿 元)	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	评级
有线网络											
广电网络	11.79	51.05	0.13	0.22	0.27	0.35	90.7	53.6	43.7	33.7	买入
天威视讯	25.35	67.68	0.32	0.31	0.40	0.57	79.2	81.8	63.4	44.5	增持
歌华有线	18.17	192.60	0.31	0.37	0.41	0.47	58.6	49.1	44.3	38.7	买入
电广传媒	20.39	82.78	0.05	0.18	0.31	0.43	407.8	113.3	65.8	47.4	增持
东方明珠	12.67	404.17	0.14	0.18	0.22	0.23	90.5	70.4	57.6	55.1	增持
有线网络设备商											
金亚科技	28.94	42.54	0.22	0.34	0.40	0.49	131.5	85.1	72.4	59.1	无评级
出版业											
出版传媒	14.1	77.69	0.21	0.24	0.28	0.31	67.1	58.8	50.4	45.5	增持
时代出版	20.43	79.88	0.55	0.62	0.67	0.72	37.1	33.0	30.5	28.4	买入
影视业											
华谊兄弟	51.51	86.54	0.41	0.52	0.83	1.15	125.6	99.1	62.1	44.8	增持
动漫											
奥飞动漫	46.02	73.63	0.41	0.65	0.92	1.30	112.2	70.8	50.0	35.4	增持
电视广告经营											
中视传媒	17.91	42.45	0.23	0.33	0.35	0.36	77.9	54.3	51.2	49.8	增持
报纸经营											
博瑞传播	30.72	115.20	0.52	0.78	0.98	1.13	59.1	39.4	31.3	27.2	买入

资料来源：湘财证券研究所

相关报告

- 1、 2009.10.19 《有线运营行业发展动力释放在即，值得期待》
- 2、 2009.11.18 《有线运营商表现良好，继续看好歌华有线、广电网络》
- 3、 2009.12.14 《基本业务待“提价”和“收费”，期待政策逐步明朗》

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2163	2123	2658	3327	营业收入	1360	1484	1720	1892
现金	1699	1779	2255	2864	营业成本	933	999	1169	1274
应收账款	0	27	32	35	营业税金及附加	36	33	43	47
其他应收款	38	18	22	24	营业费用	60	62	69	76
预付账款	227	210	240	271	管理费用	62	67	74	81
存货	197	89	108	132	财务费用	-43	-39	-45	-57
其他流动资产	2	1	1	1	资产减值损失	44	10	10	10
非流动资产	3509	3714	3765	3693	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	79	74	87	80	投资净收益	33	10	10	10
固定资产	2318	2483	2520	2487	营业利润	300	362	411	471
无形资产	37	44	54	63	营业外收入	36	29	31	30
其他非流动资	1074	1112	1105	1063	营业外支出	5	3	4	4
资产总计	5671	5838	6423	7020	利润总额	331	387	438	498
流动负债	913	857	1004	1103	所得税	2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	净利润	329	387	438	498
应付账款	174	186	218	238	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	739	671	786	865	归属母公司净利润	329	387	438	498
非流动负债	456	450	450	450	EBITDA	627	681	789	897
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.31	0.37	0.41	0.47
其他非流动负	456	450	450	450	主要财务比率				
负债合计	1369	1307	1454	1553	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	3	3	3	3	成长能力				
股本	1060	1060	1060	1060	营业收入	14.8%	9.1%	15.9%	10.0%
资本公积	1726	1726	1726	1726	营业利润	-15.4%	20.7%	13.5%	14.7%
留存收益	1513	1742	2180	2678	归属于母公司净利润	-10.4%	17.8%	13.1%	13.7%
归属母公司股东权益	4300	4528	4966	5464	获利能力				
负债和股东权益	5671	5838	6423	7020	毛利率(%)	31.4%	32.7%	32.1%	32.7%
现金流量表					净利率(%)	24.2%	24.2%	26.1%	25.5%
会计年度	0	27	32	34	ROE(%)	7.6%	8.6%	8.8%	9.1%
经营活动现金流	688	751	902	954	ROIC(%)	9.0%	10.8%	12.5%	14.6%
净利润	329	387	438	498	偿债能力				
折旧摊销	370	358	423	483	资产负债率(%)	24.1%	22.4%	22.6%	22.1%
财务费用	-43	-39	-45	-57	净负债比率(%)	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-33	-10	-10	-10	流动比率	2.37	2.48	2.65	3.02
营运资金变动	58	80	91	41	速动比率	2.15	2.37	2.54	2.89
其他经营现金	7	-25	5	-1	营运能力				
投资活动现金流	-1003	-548	-471	-402	总资产周转率	0.25	0.26	0.28	0.28
资本支出	1076	550	450	400	应收账款周转率	254	99	54	52
长期投资	30	-6	13	-7	应付账款周转率	6.09	5.54	5.78	5.59
其他投资现金	102	-4	-8	-9	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-1	-123	45	57	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.37	0.41	0.47
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊)	0.65	0.71	0.85	0.90
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.05	4.27	4.68	5.15
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	1	0	0	0	P/E	58.59	49.74	43.97	38.69
其他筹资现金	-1	-123	45	57	P/B	4.48	4.25	3.88	3.53
现金净增加额	-315	80	476	609	EV/EBITDA	28	26	22	20

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。