

赵宇杰
 0755-82943293
 zhaoyj@cmschina.com.cn

2010年4月25日

广电网络(600831.SH)/13.7元

后续网络改造资本投入有望增加，以应对三网融合竞争

信息技术·传媒

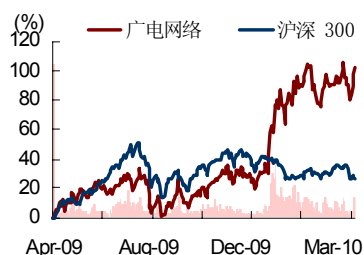
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2,984
总股本(万股)	43,341
已上市流通股(万股)	43,341
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	59
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	6.8
资产负债率	56.6%
主要股东	陕西省广电公司
主要股东持股比例	36.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	71	88
相对表现	8	78	64



相关报告

1、《广电网络偿还银行贷款拖累3季度业绩，获得免征所得税概率很大》

11/1/09

2、《广电网络折旧压力显现，毛利率有所下降》

8/22/09

3、《广电网络前次重组中盈利预测偏差大导致公司09年预测保守》

3/27/09

□ 公司09年业绩符合我们和市场预期。公司09年实现收入9.5亿，同比增长14%；营业成本6亿，同比增长17%，增速明显快于收入增长，主要是数字化平移需要较大资本投入导致折旧增加，09年折旧比08年增加0.6亿达到2.2亿，使毛利率同比下降1.5个百分点降到37%；实现净利润0.78亿，同比增长81%，主要是与08年相比减少营业外支出0.36亿；每股盈利0.18元。拟每10股分红0.5元（含税）转增3股。

公司09年收入增长主要是新增注册用户数和加快整转带来的基本收视费提价。09年全年新增注册用户35万，使在网用户规模达到445万；平移数字用户94万，累计数字用户数达到202万户，数字化比例达到45%；另外新发展副终端数字用户9.5万户，累计达到12万户；目前平移以城市为主，城市数字用户收费标准为25元/月，模拟用户为14元/户。同时公司积极拓展增值业务和数据业务，其中付费节目业务共发展17万户并实现0.15亿收入；发展个人宽带用户10.4万户和集团专网项目688个，与08年相比，个人宽带业务略微减少0.6万用户，而集团专网业务发展较好，新增88个项目。

公司财务上的亮点是：1、具有较好的正向现金流，去年经营性现金流增加4.3亿；2、通过对贷款进行长短互换的方式，对财务费用进行管理和控制，09年底与08年底相比，长期贷款减少2.1亿，短期贷款增加2.5亿（含新增借款）。

□ 公司迫切需要解决资金瓶颈，从而提升网络质量以应对未来三网融合的竞争。公司目前只有1.3亿现金，加上10年预计经营活动增加现金流5亿，合计6.3亿，而这刚好只能满足公司进行百万用户规模的单向标清数字化改造和相关网络改造；公司要在未来开放的三网融合中具有一定竞争力，就必须加快推进包括终端和网络在内的双向化改造，这需要大量资金支持，而公司目前短期加长期贷款合计超过8亿，今年预计将支付财务费用0.6亿；公司如再采取银行借款方式无疑将使财务压力加大，因此公司有望通过融资方式解决资金瓶颈。

□ 维持“审慎推荐-A”的投资评级：预测公司10~12年EPS为0.23元、0.32元和0.43元。我们认为公司作为三网融合试点地区的概率较小，加上本月12日广电总局发出“41号文”要求各省广电局清查IPTV，这为公司发展是创造了较为有利的经营环境；我们认为公司应在3年保护期内积极提升网络质量，但这将加大公司资本开支并相应大幅增加折旧，使公司业绩存在下调的风险。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	834	950	1,215	1,467	1,722
同比增长	53%	14%	28%	21%	17%
营业利润(百万元)	90	85	102	139	185
同比增长	67%	-6%	21%	36%	33%
净利润(百万元)	43	78	101	138	184
同比增长	5%	81%	30%	36%	34%
每股收益(元)	0.10	0.18	0.23	0.32	0.43
PE	137.5	76.0	58.4	42.9	32.1
PB	15.8	13.2	11.2	9.9	9.1

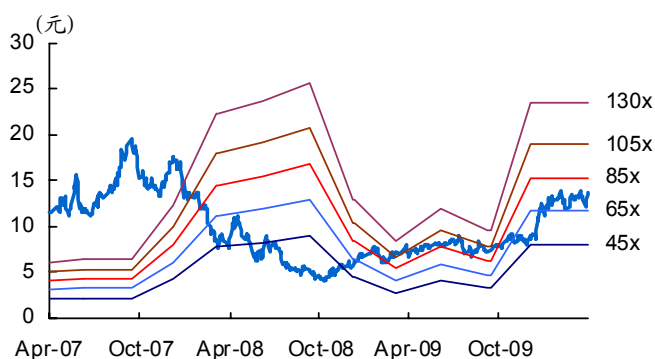
资料来源：招商证券

表 1、各季度业绩回顾

(百万元)	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	09N
营业收入	223	222	259	226	243	950
营业成本	129	139	168	147	144	599
销售费用	26.4	17.9	18.3	19.1	18.0	73.2
管理费用	32.4	25.2	27.6	27.9	38.5	119.2
财务费用	10.8	11.4	11.2	21.8	11.0	55.4
投资净收益	0.6	0.0	(1.3)	0.0	0.0	(1.3)
营业利润	14	26	26	6	26	85
归属母公司净利润	(20.7)	22.7	24.0	6.3	25.1	78.1
EPS (元)	-0.05	0.05	0.06	0.01	0.06	0.18
主要比率	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	09N
毛利率	42.2%	37.4%	35.1%	34.9%	40.5%	37.0%
营业费用率	11.8%	8.1%	7.1%	8.4%	7.4%	7.7%
管理费用率	14.5%	11.3%	10.7%	12.3%	15.9%	12.6%
营业利润率	6.4%	11.6%	10.2%	2.8%	10.8%	8.9%
有效税率	10.2%	12.5%	10.2%	12.2%	-20.6%	3.2%
净利率	-9.3%	10.2%	9.3%	2.8%	10.4%	8.2%
YoY	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	09N
收入	-34%	12%	17%	18%	9%	14%
归属母公司净利润	-196%	-40%	93%	-54%	-	81%

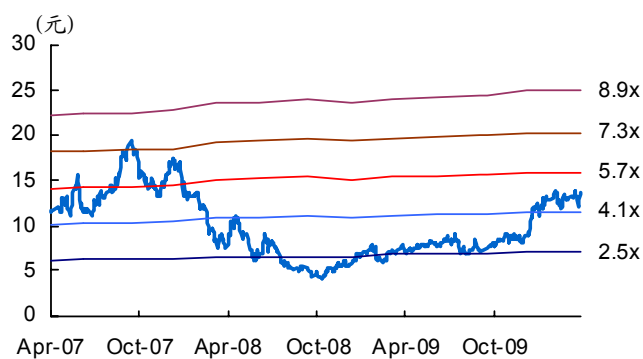
资料来源：招商证券研发中心

图 1、广电网络历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2、广电网络历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 2、盈利预测

收入 (百万)	2008N	2009N	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
有线电视业务合计	779	946	1,212	1,464	1,720	1,973	2,230	2,466
电视收视费收入	569	767	1,015	1,254	1,491	1,720	1,948	2,149
数据业务+落地费+施工费	210	180	197	210	229	253	283	318
其他业务合计	1	4	3	3	3	3	3	3
广告业务 (于 08 年中剥离)	53	0	0	0	0	0	0	0
收入合计	834	950	1,215	1,467	1,722	1,976	2,233	2,469
毛利率	2008N	2009N	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
有线电视业务	39%	37%	36%	36%	36%	37%	37%	36%
其他业务	65%	41%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
广告业务 (于 08 年中剥离)	24%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
毛利率合计	39%	37%	36%	36%	36%	37%	37%	36%
资本开支 (百万)	2008N	2009N	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
机顶盒支出	194	328	280	125	115	115	115	115
单向网改造支出	97	159	150	75	75	75	75	75
双向网改造支出	0	15	25	38	63	75	88	100
其他资本开支	35	120	145	150	130	100	100	100
资本开支合计	325	622	600	388	383	365	378	390
其他关键假设 (万户)	2008N	2009N	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
数字电视用户数	108	202	302	352	402	452	502	552
城镇数字用户数	108	202	302	352	402	452	502	552
农村数字用户数	0	0	0	35	70	104	139	174
模拟电视用户数	302	243	173	148	123	93	63	(28)
有线电视用户数	410	445	475	500	525	545	565	524
EPS	0.10	0.18	0.23	0.32	0.43	0.56	0.58	0.61

资料来源：公司公告、招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	366	279	403	464	504
现金	188	131	210	230	230
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	21	25	29	35	41
其它应收款	36	33	49	59	69
存货	107	73	93	112	131
其他	13	18	23	28	33
非流动资产	2,249	2,514	2,855	2,960	3,053
长期股权投资	3	13	13	13	13
固定资产	1,994	2,228	2,587	2,710	2,816
无形资产	16	26	23	21	19
其他	236	247	232	217	205
资产总计	2,615	2,793	3,259	3,424	3,557
流动负债	736	1,062	1,456	1,526	1,529
短期借款	40	290	607	515	361
应付账款	375	283	390	472	552
预收账款	157	302	312	378	442
其他	164	186	148	161	174
长期负债	730	520	520	520	520
长期借款	730	520	520	520	520
其他	0	0	0	0	0
负债合计	1,466	1,582	1,976	2,046	2,049
股本	333	433	433	433	433
资本公积金	664	564	564	564	564
留存收益	152	214	285	381	510
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	1,150	1,211	1,282	1,379	1,508
负债及权益合计	2,615	2,793	3,259	3,424	3,557

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	452	433	505	597	640
净利润	43	78	101	138	184
折旧摊销	0	0	262	282	290
财务费用	0	0	62	56	48
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	84	120	116
其它	408	355	(4)	1	1
投资活动现金流	(712)	(499)	(600)	(388)	(383)
资本支出	0	0	(600)	(388)	(383)
其他投资	(712)	(499)	0	0	0
筹资活动现金流	(183)	8	175	(190)	(257)
借款变动	0	0	267	(92)	(154)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(30)	(41)	(55)
其他	(183)	8	(62)	(56)	(48)
现金净增加额	(443)	(58)	79	20	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	834	950	1,215	1,467	1,722
营业成本	513	599	780	944	1,104
营业税金及附加	17	14	22	26	31
营业费用	63	73	97	117	138
管理费用	98	119	152	183	215
财务费用	49	55	62	56	48
资产减值损失	6	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	(1)	0	0	0
营业利润	90	85	102	139	185
营业外收入	3	4	4	4	4
营业外支出	44	8	5	5	5
利润总额	49	81	101	138	184
所得税	6	3	0	0	0
净利润	43	78	101	138	184
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	43	78	101	138	184
EPS (元)	0.10	0.18	0.23	0.32	0.43

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	53%	14%	28%	21%	17%
营业利润	67%	-6%	21%	36%	33%
净利润	5%	81%	30%	36%	34%
获利能力					
毛利率	38.5%	37.0%	35.8%	35.6%	35.9%
净利率	5.2%	8.2%	8.3%	9.4%	10.7%
ROE	3.7%	6.4%	7.9%	10.0%	12.2%
ROIC	6.3%	6.5%	6.8%	8.1%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	56.0%	56.6%	60.7%	59.7%	57.6%
净负债比率	29.8%	30.8%	34.6%	30.2%	24.8%
流动比率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	4.2	6.7	9.4	9.2	9.1
应收帐款周转率	34.5	41.1	45.3	46.1	45.5
应付帐款周转率	1.6	1.8	2.3	2.2	2.2
每股资料(元)					
每股收益	0.10	0.18	0.23	0.32	0.43
每股经营现金	1.04	1.00	1.16	1.38	1.48
每股净资产	2.65	2.79	2.96	3.18	3.48
每股股利	0.05	0.05	0.07	0.10	0.13
估值比率					
PE	137.5	76.0	58.4	42.9	32.1
PB	5.2	4.9	4.6	4.3	3.9
EV/EBITDA	15.8	13.2	11.2	9.9	9.1

分析师简介

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位，现任招商证券研发中心研究副董事。获 2009 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第二名。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 5 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。