

审慎推荐-A (维持)

广电网络 600831.SH

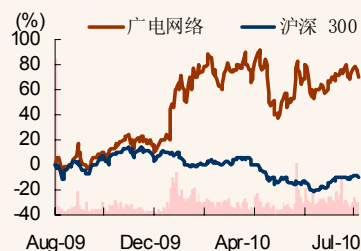
目标估值: NA
当前股价: 9.6 元
2010 年 8 月 22 日

基础数据

上证综指	2642
总股本(万股)	56344
已上市流通股(万股)	56344
总市值(亿元)	54
流通市值(亿元)	54
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	6.9
资产负债率	57.6%
主要股东	陕西省广播电视信息
主要股东持股比例	36.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-2	74
相对表现	-4	8	84



相关报告

- 1、《广电网络后续网络改造资本投入有望增加,以应对三网融合竞争》4/25/10
- 2、《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
- 3、《广电网络折旧压力显现,毛利率有所下降》8/22/09

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090208050196

上半年业绩符合预期, 资金压力需尽快改善

□ 公司上半年业绩符合我们和市场预期。上半年实现收入 5.7 亿, 同比增长 19%; 营业成本 3.6 亿, 同比增长 16%, 增速慢于收入增长, 表明公司目前仍以数字化整转为主, 尚未大规模双向化改造, 因此数字化过程中的收视费提价带来毛利率提升, 上半年毛利率提升 2 个百分点达到 38%; 实现归属母公司净利润 0.54 亿, 同比增长 16%; 每股盈利 0.10 元。公司具有不错的正向现金流, 上半年经营性现金流增加 3 亿。

公司上半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。上半年新增注册用户 21 万, 总用户数达到 466 万, 发展速度好于我们预期, 我们认为国家对直播卫星 9 号持续加密升级对山寨锅市场是有利打击, 也有利于公司发展新用户和避免老用户流失。平移数字用户 46 万户, 累计数字用户总数达到 268 万户, 预计年底将达到 330 万户, 届时数字化比例将达到 62%。另外公司新发展副终端数字用户和付费频道用户分别为 8 万和 15 万户, 和去年全年发展 10 万副终端和 17 万付费用户已非常接近, 这两块业务未来具有一定的增长潜力。

□ 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。公司目前现金 1.9 亿, 加上下半年预计经营活动增加现金流 2 亿, 合计 4 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 7 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 0.21 元、0.32 元和 0.43 元。

□ 风险提示: 公司后续如加大资本开支加快网络双向化改造, 将相应大幅增加折旧, 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	1,258	1,568	1,867
同比增长	53%	14%	32%	25%	19%
营业利润(百万元)	90	85	115	180	242
同比增长	67%	-6%	36%	56%	34%
净利润(百万元)	43	78	116	181	243
同比增长	5%	81%	49%	56%	34%
每股收益(元)	0.08	0.14	0.21	0.32	0.43
PE	125.4	69.2	46	30	22
PB	16.0	13.3	11.1	9.4	8.5

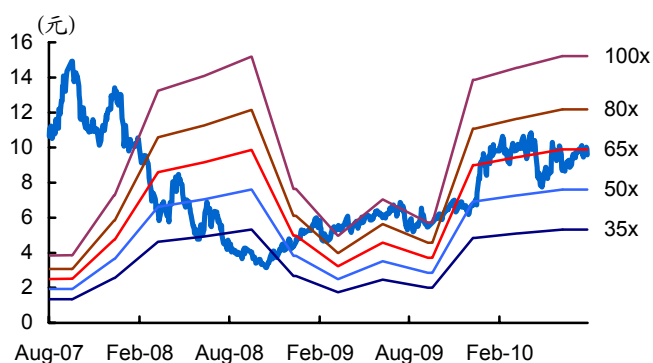
资料来源: 招商证券

表 1、各季度业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	09H	10H	09N	10E
营业收入	257	317	481	574	950	1,258
营业成本	155	201	307	356	599	777
销售费用	24	18	36	42	73	92
管理费用	33	48	53	80	119	176
财务费用	11	11	23	22	55	58
投资净收益		0	(1)	0	(1)	1
营业利润	27	27	52	54	85	115
归属母公司净利润	27	28	47	54	78	116
EPS (元)	0.05	0.05	0.08	0.10	0.14	0.21
主要比率	10Q1	10Q2	09H	10H	09N	10E
毛利率	39.8%	36.6%	36.2%	38.0%	37.0%	38.3%
营业费用率	9.4%	5.6%	7.5%	7.3%	7.7%	7.3%
管理费用率	12.7%	15.1%	11.0%	14.0%	12.6%	14.0%
营业利润率	10.4%	8.7%	10.8%	9.5%	8.9%	9.2%
有效税率	0.0%	0.0%	11.3%	0.0%	3.2%	0.0%
净利率	10.4%	8.7%	9.7%	9.5%	8.2%	9.2%
YoY	10Q1	10Q2	09H	10H	09N	10E
收入	16%	22%	15%	19%	14%	32%
归属母公司净利润	17%	15%	-7%	16%	81%	49%

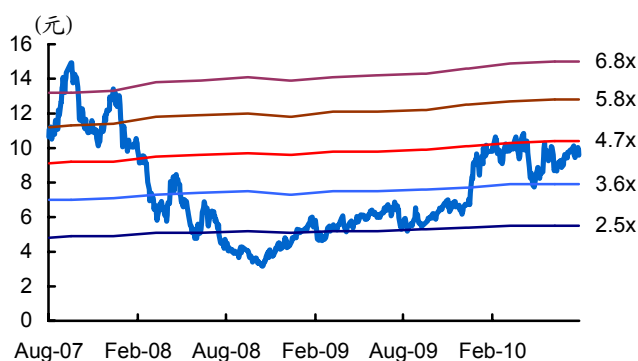
资料来源：招商证券研发中心

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	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
有线电视业务合计	779	946	1,255	1,565	1,864	2,152	2,432
电视收视费收入	569	767	1,045	1,338	1,617	1,878	2,126
数据业务+落地费+施工费	210	180	210	226	247	273	305
其他业务合计	1	4	3	3	3	3	3
广告业务 (于 08 年中剥离)	53	0	0	0	0	0	0
收入合计	834	950	1,258	1,568	1,867	2,155	2,435
毛利率	2008N	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
有线电视业务	39%	37%	38%	39%	40%	40%	39%
其他业务	65%	41%	40%	40%	40%	40%	40%
广告业务 (于 08 年中剥离)	24%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
毛利率合计	39%	37%	38%	39%	40%	40%	39%
资本开支 (百万)	2008N	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
机顶盒支出	194	328	250	120	115	115	115
单向网改造支出	97	159	130	65	65	65	65
双向网改造支出	0	15	20	45	63	75	88
其他资本开支	35	120	135	165	130	100	100
资本开支合计	325	622	535	395	373	355	368
其他关键假设 (万户)	2008N	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
数字电视用户数	108	202	302	352	402	452	502
城镇数字用户数	108	202	302	352	402	452	502
农村数字用户数	0	0	0	35	70	104	139
模拟电视用户数	302	243	183	163	141	116	86
有线电视用户数	410	445	485	515	543	568	588
EPS	0.08	0.14	0.21	0.32	0.43	0.51	0.47

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	406	471	517
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	30	37	44
其它应收款	36	33	50	63	75
存货	107	73	92	113	134
其他	13	18	23	28	34
非流动资产	2,249	2,514	2,793	2,912	2,999
长期股权投资	3	13	13	13	13
固定资产	1,994	2,228	2,525	2,661	2,762
无形资产	16	26	23	21	19
其他	236	247	232	217	205
资产总计	2,615	2,793	3,199	3,383	3,515
流动负债	736	1,062	1,386	1,443	1,406
短期借款	40	290	540	427	217
应付账款	375	283	388	475	563
预收账款	157	302	311	380	450
其他	164	186	148	162	176
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	1,906	1,963	1,926
股本	333	433	563	563	563
资本公积金	664	564	434	434	434
留存收益	152	214	295	422	592
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	1,150	1,211	1,292	1,419	1,589
负债及权益合计	2,615	2,793	3,199	3,383	3,515

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	452	433	507	632	695
净利润	43	78	116	181	243
折旧摊销	0	0	259	277	285
财务费用	0	0	58	52	41
投资收益	0	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	0	0	79	123	127
其它	408	355	(4)	1	1
投资活动现金流	(712)	(499)	(535)	(395)	(373)
资本支出	0	0	(535)	(395)	(373)
其他投资	(712)	(499)	0	0	0
筹资活动现金流	(183)	8	108	(217)	(323)
借款变动	0	0	200	(112)	(210)
普通股增加	0	0	130	0	0
资本公积增加	0	0	(130)	0	0
股利分配	0	0	(35)	(54)	(73)
其他	(183)	8	(57)	(51)	(40)
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	1,258	1,568	1,867
营业成本	513	599	777	949	1,126
营业税金及附加	17	14	39	52	62
营业费用	63	73	92	114	136
管理费用	98	119	176	219	261
财务费用	49	55	58	52	41
资产减值损失	6	3	2	2	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	(1)	1	1	1
营业利润	90	85	115	180	242
营业外收入	3	4	2	2	2
营业外支出	44	8	1	1	1
利润总额	49	81	116	181	243
所得税	6	3	0	0	0
净利润	43	78	116	181	243
少数股东损益	0	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	43	78	116	181	243
EPS (元)	0.08	0.14	0.21	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%	32%	25%	19%
营业利润	67%	-6%	36%	56%	34%
净利润	5%	81%	49%	56%	34%
获利能力					
毛利率	38.5%	37.0%	38.3%	39.4%	39.7%
净利率	5.2%	8.2%	9.2%	11.6%	13.0%
ROE	3.7%	6.4%	9.0%	12.8%	15.3%
ROIC	6.3%	6.5%	7.4%	9.8%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	56.0%	56.6%	59.6%	58.0%	54.8%
净负债比率	29.8%	30.8%	33.1%	28.0%	21.0%
流动比率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4
速动比率	0.4	0.2	0.2	0.2	0.3
营运能力					
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5
存货周转率	4.2	6.7	9.4	9.3	9.1
应收帐款周转率	34.5	41.1	46.1	46.7	45.8
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	0.08	0.14	0.21	0.32	0.43
每股经营现金	0.80	0.77	0.90	1.12	1.23
每股净资产	2.04	2.15	2.29	2.52	2.82
每股股利	0.05	0.05	0.06	0.10	0.13
估值比率					
PE	125.4	69.2	46.5	29.8	22.3
PB	4.7	4.5	4.2	3.8	3.4
EV/EBITDA	16.0	13.3	11.1	9.4	8.5

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。

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位，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 6 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

行业层面创新性提出传媒行业具有“势能”、“动能”两大商业天赋，总结出“势能法则”，并将传媒划分为三代媒体形态，每一代媒体具有不同的势能和动能。公司层面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。

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。