

高清互动致毛利率持续走低，业绩提升仍需政策支持

歌华有线 (600037)
评级: 增持 (维持)
股价: 13.91 元
跟踪报告

2010 年 08 月 30 日 星期一

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142
 010-59707103
 kzy@longone.com.cn
 通信及传媒

联系人: 郑永双
 010-59707120
 zhengys@longone.com.cn
 传媒

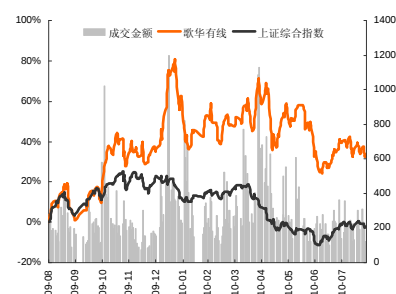
联系人: 顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	10.60
流通股本(亿股)	10.60
总市值(亿元)	147.50
流通市值(亿元)	147.50

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-4.1	-3.1
3 个月	-10.5	-11.2
6 个月	-11.3	3.7

个股相对上证综指走势图

投资要点

- **业绩略有下滑，符合预期。**10 年上半年公司实现营业收入 9.74 亿元，同比增长 43.6%，实现营业利润 1.04 亿元，同比下滑 41%，净利润 1.42 亿元，同比下滑 1.5%，对应摊薄后每股收益 0.13 元，二季度实现营业收入 6.42 亿元，同比增长 59.6%，环比增长 93.1%，实现净利润 8613 万元，同比下滑 15.8%，环比增长 55.2%，对应每股收益 0.08 元。营收大幅增长的同时业绩下滑的主要原因有两方面: (1) 报告期内朝阳监控项目基本完工，满足收入确认条件，贡献收入 2.42 亿元，占比 24.9%; (2) 去年底公司开始规模推广高清互动计划，致成本较去年同期有较大幅度上升。
- **传统业务维持自然增长，高清互动着眼长远，中短期压制业绩。**报告期公司有线电视用户达到 426 万户，同比增长 7.3%，营业收入在剔除朝阳区监控项目后为 7.32 亿元，同比增长 7.8%，收入增长基本来源于用户数的自然增长。随着公司加速推广高清互动计划，折旧压力持续加大。报告期公司折旧成本 2.63 亿元，同比增长 34.2%，综合毛利率 18.5%，剔除朝阳监控项目（毛利率 8.3%）影响后的综合毛利率为 21.9%，比去年同期下降 11.8 个百分点，从单季度数据看，自 09 年四季度推广高清互动开始，公司传统业务的毛利率便降低至 20% 左右的水平，今年公司要完成 100 万高清互动用户的推广，明年还有 130 万户，预计随着高清互动机顶盒的发放，毛利水平会继续走低，在高清业务形成有效收入之前，公司业绩持续走低将是大概率事件。
- **三网融合短期影响有限，业绩增长仍需政策支持。**北京市进入首批试点城市，从试点方案看，我们认为短期内对公司营运格局很难产生太大影响。为应对长期融合的竞争压力，公司推广高清互动是必然之举，成本上升的同时收费却受到政策的管制，使公司持续受到政府甚至大股东的补助成了必然的结果，后续提高补助力度，或通过提价对冲成本压力的预期会长期存在，一旦兑现将成为提振公司业绩的关键事件。
- 预计 2010-2011 年每股收益分别为 0.33 元、0.34 元，动态市盈率为 42x、41x。维持公司“增持”的投资评级。

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1,184.9	1,359.8	1,516.0	1,911.6	2,165.3
营业收入增长率(%)	13.3%	14.8%	11.5%	26.1%	13.3%
营业利润(百万元)	354.4	299.9	292.2	270.1	263.6
营业利润增长率(%)	1.2%	-15.4%	-2.6%	-7.6%	-2.4%
净利润(百万元)	366.8	328.9	330.1	346.3	359.8
净利润增长率(%)	-15.2%	-10.4%	0.4%	4.9%	3.9%
营业利润率(%)	29.9%	22.1%	19.3%	14.1%	12.2%
每股收益(元)	0.35	0.31	0.31	0.33	0.34
每股净资产(元)	3.74	4.05	4.22	4.54	4.88
PE (X)	40.2	44.9	44.7	42.6	41.0
PB (X)	3.7	3.4	3.3	3.1	2.8
ROE (%)	9.2%	7.6%	7.4%	7.2%	6.9%

表 1. 歌华有线 10 年上半年及二季度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2010	YoY	2Q2009	2Q2010	YoY	1Q2010	2Q2010	QoQ
营业收入	678.69	974.51	43.6%	402.12	641.97	59.6%	332.54	641.97	93.1%
增长率	7.4%	43.6%	36.2%	5.5%	59.6%	54.1%	20.2%	59.6%	39.4%
毛利率	33.7%	18.5%	-15.2%	38.8%	16.9%	-21.9%	21.4%	16.9%	-4.4%
营业成本	450.12	794.69	76.6%	245.91	533.20	116.8%	261.49	533.20	103.9%
营业税金及附加	14.12	23.90	69.2%	8.58	17.15	99.9%	6.75	17.15	153.9%
期间费用率	6.5%	5.5%	-1.1%	6.0%	4.7%	-1.3%	7.1%	4.7%	-2.5%
销售费用	26.81	31.79	18.6%	14.60	16.76	14.8%	15.03	16.76	11.5%
销售费用率	4.0%	3.3%	-0.7%	3.6%	2.6%	-1.0%	4.5%	2.6%	-1.9%
管理费用	28.53	31.41	10.1%	15.88	19.16	20.7%	12.25	19.16	56.5%
管理费用率	4.2%	3.2%	-1.0%	3.9%	3.0%	-1.0%	3.7%	3.0%	-0.7%
财务费用	-10.90	-9.64	-11.6%	-6.33	-6.02	-4.9%	-3.62	-6.02	66.3%
财务费用率	-1.6%	-1.0%	0.6%	-1.6%	-0.9%	0.6%	-1.1%	-0.9%	0.2%
资产减值损失	-0.03	0.04	-234.7%	-1.01	-0.91	-10.0%	0.95	-0.91	-195.8%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA
投资净收益	6.14	1.77	-71.2%	6.85	2.61	-61.8%	-0.84	2.61	-410.0%
营业利润	176.18	104.09	-40.9%	131.34	65.24	-50.3%	38.85	65.24	67.9%
增长率	4.0%	-40.9%	-44.9%	10.3%	-50.3%	-60.6%	-13.4%	-50.3%	-37.0%
营业利润率	26.0%	10.7%	-15.3%	32.7%	10.2%	-22.5%	11.7%	10.2%	-1.5%
加：营业外收入	21.58	38.63	79.0%	11.14	21.89	96.5%	16.74	21.89	30.8%
减：营业外支出	0.44	0.55	23.6%	0.43	0.52	20.6%	0.03	0.52	1633.3%
利润总额	197.31	142.18	-27.9%	142.05	86.62	-39.0%	55.56	86.62	55.9%
减：所得税	53.55	0.57	-98.9%	39.74	0.48	-98.8%	0.09	0.48	425.1%
实际所得税率	27.1%	0.4%	-26.7%	28.0%	0.6%	-27.4%	0.2%	0.6%	0.4%
净利润	143.77	141.61	-1.5%	102.31	86.14	-15.8%	55.47	86.14	55.3%
减：少数股东损益	0.00	-0.02	-2276.0%	0.02	0.02	-38.1%	-0.04	0.02	-143.3%
归属于母公司所有者的净利润	143.77	141.63	-1.5%	102.28	86.13	-15.8%	55.50	86.13	55.2%
增长率	-20.0%	-1.5%	18.5%	-16.6%	-15.8%	0.8%	33.8%	-15.8%	-49.6%
净利润率	21.2%	14.5%	-6.6%	25.4%	13.4%	-12.0%	16.7%	13.4%	-3.3%
每股收益（元）	0.14	0.13	-1.5%	0.10	0.08	-15.8%	0.05	0.08	55.2%

资料来源：东海证券研究所，WIND

表 2. 歌华有线盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
一、营业收入	1,184.9	1,359.8	1,516.0	1911.6	2165.3	2459.9	14.7%	11.5%	26.1%	13.3%	13.6%
增长率	13.3%	14.8%	11.5%	26.1%	13.3%	13.6%	1.5%	-3.3%	14.6%	-12.8%	0.3%
毛利率	40.2%	31.4%	28.7%	21.4%	19.5%	20.3%	-8.9%	-2.7%	-7.3%	-1.9%	0.8%
营业总成本	832.4	1093.1	1232.7	1649.5	1911.7	2203.7	31.3%	12.8%	33.8%	15.9%	15.3%
营业成本	708.4	933.5	1081.2	1502.4	1742.7	1959.7	31.8%	15.8%	39.0%	16.0%	12.5%
营业税金及附加	40.9	36.1	33.1	44.0	52.0	61.5	-11.8%	-8.3%	32.9%	18.2%	18.3%
期间费用率	7.0%	5.9%	7.8%	5.5%	5.5%	7.5%	-1.2%	2.0%	-2.3%	0.0%	2.0%
销售费用	51.3	60.5	64.6	61.2	69.3	110.7	17.9%	6.8%	-5.4%	13.3%	59.8%
销售费用率	4.3%	4.4%	4.3%	3.2%	3.2%	4.5%	0.1%	-0.2%	-1.1%	0.0%	1.3%
管理费用	65.2	61.7	77.4	63.1	71.5	123.0	-5.4%	25.5%	-18.5%	13.3%	72.1%
管理费用率	5.5%	4.5%	5.1%	3.3%	3.3%	5.0%	-1.0%	0.6%	-1.8%	0.0%	1.7%
财务费用	-33.3	-42.7	-23.5	-19.1	-21.7	-49.2	28.1%	-44.8%	-18.8%	13.3%	127.2%
财务费用率	-2.8%	-3.1%	-1.6%	-1.0%	-1.0%	-2.0%	-0.3%	1.6%	0.6%	0.0%	-1.0%
资产减值损失	-0.2	44.0	-0.1	-2.0	-2.0	-2.0	-25158.4%	-100.2%	1828.0%	0.0%	0.0%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资净收益	1.9	33.2	8.9	8.0	10.0	10.0	1633.1%	-73.3%	-9.9%	25.0%	0.0%
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	354.4	299.9	292.2	270.1	263.6	266.2	-15.4%	-2.6%	-7.6%	-2.4%	1.0%
增长率	1.2%	-15.4%	-2.6%	-7.6%	-2.4%	1.0%	-16.6%	12.8%	-5.0%	5.2%	3.4%
营业利润率	29.9%	22.1%	19.3%	14.1%	12.2%	10.8%	-7.9%	-2.8%	-5.1%	-2.0%	-1.4%
加: 营业外收入	14.8	35.7	42.8	80.0	100.0	35.0	140.9%	20.0%	86.7%	25.0%	-65.0%
减: 营业外支出	0.4	4.9	2.8	2.0	2.0	3.0	1161.4%	-42.5%	-28.6%	0.0%	50.0%
利润总额	368.9	330.7	332.2	348.1	361.6	298.2	-10.3%	0.4%	4.8%	3.9%	-17.5%
减: 所得税	1.6	1.7	1.9	1.7	1.8	1.5	5.7%	12.7%	-9.5%	3.9%	-17.5%
实际所得税率	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
净利润	367.2	329.0	330.3	346.3	359.8	296.7	-10.4%	0.4%	4.9%	3.9%	-17.5%
减: 少数股东损益	0.4	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	-57.8%	5.0%	-100.0%	NA	NA
归属所有者的净利润	366.8	328.9	330.1	346.3	359.8	296.7	-10.4%	0.4%	4.9%	3.9%	-17.5%
增长率	-15.2%	-10.4%	0.4%	4.9%	3.9%	-17.5%	4.9%	10.7%	4.5%	-1.0%	-21.4%
净利润率	31.0%	24.2%	21.8%	18.1%	16.6%	12.1%	-6.8%	-2.4%	-3.7%	-1.5%	-4.6%
每股收益(元)	0.35	0.31	0.31	0.33	0.34	0.28	-10.4%	0.4%	4.9%	3.9%	-17.5%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2009年7月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122