

网络服务

歌华有线 (600037. SH) / 12.98 元
政府扶持力度加大，产业链延伸步伐

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：马军 李怒放
Tel: 13661117337
Email: linufang@hczq.com

事 项

2011 年 1 月 7 日，我们参加了歌华有线临时股东大会，并对公司进行了调研。

主要观点

一、公司召开了 2011 年第一届临时股东大会，审议通过了公司章程修改、薪酬制度、国开行提供的综合授信额度等议案。其中公司章程修改议案，根据公司于 2010 年底获取的广告业务经营许可证的规定，新增了利用有线电视自有界面发布广告的业务，即在机顶盒开机界面发布广告，扩大了公司业务范围。目前该业务正在协议洽谈过程中，预计 2011 年产生一定的收入贡献。

二、政府扶持力度大，高清交互发展迅速。公司高清交互数字电视的发展被列入了北京市政府的民生工程，根据协议 2009、2010、2011 年公司需要分别发展 30 万、100 万、130 万高清交互用户，则市和区县两级政府分别承担机顶盒费用的 35%和 30%（按每户机顶盒 1200 元计）。在机顶盒免费对用户发放的模式下，公司高清交互用户发展迅速，2010 年底已达 130 万用户，居于全国第一。规模化的高清交互用户发展提升了三网融合背景下的公司竞争实力。

三、补助资金逐步到位，公司业绩进一步改善。原来市场预计公司需承担机顶盒 65%的成本，因此此次主要新增“营业外收入”为区县政府提供。根据 2010 年超过 130 万的用户规模，区县政府将会提供 3.6 亿的补助资金。现在已经到位了 2.56 亿的补助资金，2011 年还将收到其他 1.04 亿。因为是陆续到账，且按五年（60 个月）折旧，因此 2010 年实际入账“营业外收入”增加 510 万。

四、公司未来将以付费频道、广告业务拓展为业务发展重点。公司已经参与了中影集团、香港富邦媒体等多个投资项目，在广电总局诸多收费限制，基本收视费不能提高的背景下，公司通过向上游内容制作领域延伸，缓解业绩提升压力和三网融合竞争压力。在内容制作市场化趋势加、周边基本收视费高于北京的背景下，公司 2011 年还将可能在投资收益、区域延伸等方面获得新进展。

五、盈利评级和投资预测：公司在高清交互上获得政府的大力支持，为公司奠定了良好的用户基础和差异化的竞争优势，随着公司在内容领域和广告领域的拓展，公司业绩将在近年逐步释放，我们给予“推荐”评级。预计 2010 年、2011 年、2012 年三年 EPS 分别为 0.37、0.46、0.58 元，当前股价对应的 PE 分别为 36、28、23 倍。

风险提示

一是三网融合试点进度加快，竞争加剧；二是公司机房、双向网改造等投资支出加大；

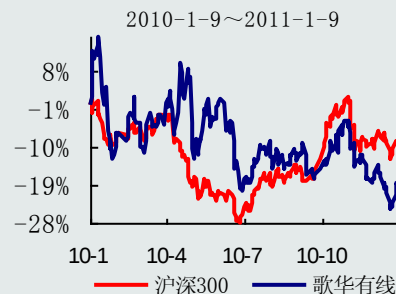
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	106036
流通 A 股/B 股(万股)	106036/0
资产负债率(%)	23.70
每股净资产(元)	4.22
市盈率(倍)	41.70
市净率(倍)	3.08
12 个月内最高/最低价	19.19/12.09

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1818	2785	3902	5091
现金	1490	2365	3317	4438
应收账款	4	7	5	8
其它应收款	7	22	33	30
预付账款	70	179	232	230
存货	246	210	313	385
其他	0	1	1	1
非流动资产	4048	3605	3165	2747
长期投资	113	100	97	103
固定资产	2960	2525	2059	1602
无形资产	98	118	145	176
其他	877	863	864	866
资产总计	5866	6390	7067	7838
流动负债	972	1105	1346	1619
短期借款	0	13	0	0
应付账款	194	235	285	354
其他	778	858	1061	1265
非流动负债	418	422	432	424
长期借款	0	0	0	0
其他	418	422	432	424
负债合计	1390	1527	1778	2043
少数股东权益	3	3	3	4
股本	1060	1060	1060	1060
资本公积金	1728	1728	1728	1728
留存收益	1685	2072	2497	3003
归属母公司股东权益	4473	4860	5286	5792
负债和股东权益	5866	6390	7067	7838

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	737	814	996	1194
净利润	330	388	488	611
折旧摊销	455	469	471	473
财务费用	-24	-36	-54	-74
投资损失	-9	-15	-19	-14
营运资金变动	-56	26	95	201
其它	40	-18	14	-3
投资活动现金流	-740	7	-23	-40
资本支出	767	0	0	0
长期投资	1	-25	0	8
其他	28	-18	-23	-32
筹资活动现金流	-166	54	-22	-32
短期借款	0	13	-13	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	2	0	0	0
其他	-168	42	-9	-32
现金净增加额	-170	875	951	1121

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1516	1819	2219	2774
营业成本	1081	1273	1554	1942
营业税金及附加	33	50	56	69
营业费用	65	79	97	120
管理费用	77	92	109	139
财务费用	-24	-36	-54	-74
资产减值损失	-0	15	19	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	15	19	14
营业利润	292	361	458	581
营业外收入	43	31	37	37
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	332	390	491	615
所得税	2	2	3	3
净利润	330	388	488	611
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	330	387	488	611
EBITDA	724	794	875	980
EPS（元）	0.31	0.37	0.46	0.58

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	11.5%	20.0%	22.0%	25.0%
营业利润	-2.6%	23.6%	26.7%	26.9%
归属母公司净利润	0.4%	17.3%	26.0%	25.3%
获利能力				
毛利率	28.7%	30.0%	30.0%	30.0%
净利率	21.8%	21.3%	22.0%	22.0%
ROE	7.4%	8.0%	9.2%	10.6%
ROIC	8.5%	11.8%	18.3%	32.3%
偿债能力				
资产负债率	23.7%	23.9%	25.2%	26.1%
净负债比率	0.00%	0.88%	0.07%	0.04%
流动比率	1.87	2.52	2.90	3.14
速动比率	1.62	2.33	2.66	2.91
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.30	0.33	0.37
应收账款周转率	688	328	367	420
应付账款周转率	5.87	5.94	5.98	6.08
每股指标(元)				
每股收益	0.31	0.37	0.46	0.58
每股经营现金	0.69	0.77	0.94	1.13
每股净资产	4.22	4.58	4.98	5.46
估值比率				
P/E	41.70	35.54	28.22	22.53
P/B	3.08	2.83	2.60	2.38
EV/EBITDA	17	15	14	12

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801