

歌华有线(600037)

公司研究/点评报告

推荐 维持评级

合理估值: 21.5 元

高清互动电视运营商 开启“门户”价值

民生精品---点评报告/传媒行业

2011 年 3 月 3 日

一、事件概述

近期,歌华有线公司发布 2010 年度业绩快报。报告期内,公司实现营业收入 18.9 亿元,归属于母公司的净利润 3.45 亿元,基本每股收益 0.33 元。

二、分析与判断

➤ 2010 年公司营收同比增长 24.96%, 净利润同比增长 4.41%

1、报告期内,公司实现营业收入 18.94 亿元,同比增长 24.96%;归属于母公司的净利润 3.45 亿元,同比增长 4.41%;基本每股收益 0.325 元,同比增长 4.40%。

2、公司净利润增幅低于我们预期主要原因:公司对高清交互数字电视推广和基础设施建设投入了大量人力、物力和财力,投入资金形成的固定资产的折旧费用大幅度增加,同时,公司相应的人员费用及业务费用较大幅度增加,但该项目收入及盈利贡献滞后。

➤ 2011 年将推广高清交互数字电视用户 130 万, 预计可获政府补贴资金约 10 亿

1、公司成为国内最大的高清互动电视市场运营商,2011 年公司将推广高清交互数字电视用户 130 万户。北京计划用三年时间(2009-2011 年)推广 260 万户高清交互机顶盒。截至 2010 年底,公司高清交互数字电视用户已达 130 万户,高清交互数字电视小区达 1321 个。

2、按 1200 元/户成本,公司 2011 年可获政府补贴约 10 亿元

根据北京市有关文件精神,为支持北京市高清交互数字电视工程的稳步实施,市级财政和区县级财政分别承担高清交互机顶盒推广资金的 35%和 30%。2011 年,政府仍将进行补贴,我们预计此资金将分三笔下拨至公司账户。

➤ 14 个高清频道节目内容增强用户黏性

1、高清交互是电视发展的重要趋势。公司高清交互数字电视平台集成 14 个高清频道(近期新增 BTV 文艺高清),高清频道播出数量均位于全国各城市前列。今年还将有新的清晰频道接入。

2、根据国家广电总局要求,经批准已经开展高、标清同播的频道,力争 2011 年 9 月 28 日达到全高清播出。高清频道节目有利于锁定客户娱乐时间,增强用户黏性。

➤ 牵手昌荣传播,挖掘“门户”价值,实现新的盈利模式

民生证券研究所

分析师: 卢婷

执业证书编号: S0100210090003

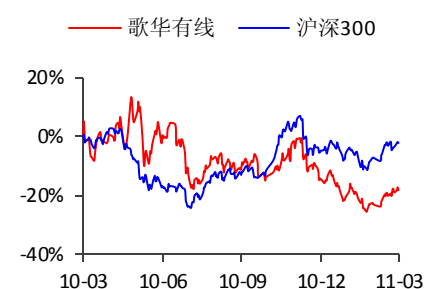
联系人: 郑平

电话: (8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-3-2)

收盘价(元)	12.85
近 12 个月最高/最低	17.82/11.70
总股本(百万股)	1060.36
流通股本(百万股)	1060.36
流通股比例%	100
总市值(亿元)	136.26
流通市值(亿元)	136.26

相关研究

- 1.《区域垄断成就龙头地位,融合先行获取优势价值》2010.11.01
- 2.《16 亿可转债发行,高清交互业务发展提速》2010.11.12
- 3.《高清交互补贴兑现 平台价值静待释放》2011.01.04

1、公司已取得广告经营许可证，将经营范围扩展为：设计、制作电视广告，利用有线电视自有界面发布广告（不得在点播节目中发布广告）。实际上是对公司 430 万用户电视“门户”价值的开发。自有界面既包括机顶盒开机界面，也包括广播频道的电视界面，不排除未来还有更多形式的可利用界面。

2、2010 年 12 月，昌荣传播宣布与公司签订独家广告代理协议，负责运营歌华高清互动数字电视媒体平台广告业务。昌荣传播是国内领先的综合广告与媒体服务商，已在 NASDAQ 上市，具有丰富的电视媒体代理经验。此次合作预计将充分发挥公司电视“门户”价值，是向探索新的高清交互业务平台盈利模式迈出的重要一步。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.33 元、0.43 元和 0.75 元。对应目前的股价，公司 2010-2012 年的 PE 分别为 39.44、29.58 与 17.18。考虑公司地处首都北京，具有区域垄断性，且拥有价值巨大的三网融合平台，我们维持公司“推荐”评级，暂给予 21.5 元目标价。

四、风险提示：

1、公司数字电视的商业化运营经验不足；2、有线电视基本收视维护费提价、高清交互业务收费时点落后于预期；3、IPTV、直播卫星等竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,516	1,894	2,133	2,846
增长率（%）	11.49%	24.96%	12.59%	33.42%
归属母公司股东净利润（百万元）	330	345	461	793
增长率（%）	0.38	4.66	33.34	72.18
每股收益（元）	0.31	0.33	0.43	0.75
毛利率（%）	28.7%	14.8%	9.5%	21.1%
净资产收益率 ROE(%)	7.5%	7.4%	9.1%	14.0%
每股净资产（元）	4.22	4.55	4.98	5.73
PE	41.28	39.44	29.58	17.18
PB	3.04	2.83	2.58	2.24
EV/EBITDA	0	24.41	21.75	11.95

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,516	1,894	2,133	2,846
减：营业成本	1,081	1,614	1,930	2,246
营业税金及附加	33	38	43	57
销售费用	65	68	77	102
管理费用	77	70	79	105
财务费用	(24)	(7)	(10)	(12)
资产减值损失	(0)	1	1	1
加：投资收益	9	1	1	1
二、营业利润	292	111	14	348
加：营业外收支净额	40	236	448	448
三、利润总额	332	347	462	796
减：所得税费用	2	1	1	2
四、净利润	330	346	461	793
归属于母公司的利润	330	345	461	793
五、基本每股收益 (元)	0.31	0.33	0.43	0.75
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	0	23.73	21.14	11.59
成长能力:				
营业收入同比	11.5%	25.0%	12.6%	33.4%
营业利润同比	-2.6%	-62.0%	-87.3%	2364%
净利润同比	0.4%	4.6%	33.3%	72.2%
营运能力:				
应收账款周转率	688.25	164.81	105.92	114.32
存货周转率	6.85	9.30	12.03	13.63
总资产周转率	0.26	0.30	0.30	0.35
盈利能力与收益质量:				
毛利率	28.7%	14.8%	9.5%	21.1%
净利率	21.8%	18.2%	21.6%	27.9%
总资产净利率 ROA	5.7%	5.4%	6.4%	9.8%
净资产收益率 ROE	7.5%	7.4%	9.1%	14.0%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.87	2.01	1.98	2.33
资产负债率	23.7%	33.7%	33.8%	32.7%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.33	0.43	0.75
每股经营现金流量	0.69	1.23	1.17	1.54
每股净资产	4.22	4.55	4.98	5.73

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,490	2,539	2,924	4,005
应收票据	0	0	0	0
应收账款	4	19	21	28
预付账款	70	189	213	285
其他应收款	7	9	11	14
存货	246	161	193	225
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,818	2,919	3,362	4,557
长期股权投资	113	120	127	134
固定资产	2,960	3,224	3,428	3,232
在建工程	428	488	548	608
无形资产	98	88	78	69
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	4,048	3,920	4,181	4,043
资产总计	5,866	6,839	7,544	8,600
短期借款	0	0	0	0
应付票据	72	291	347	404
应付账款	194	242	290	337
预收账款	538	807	965	1,123
其他应付款	79	120	100	100
应交税费	(8)	(9)	(8)	(8)
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	972	1,451	1,694	1,956
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	352	852	852	852
非流动负债合计	352	852	852	852
负债合计	1,390	2,303	2,546	2,808
股本	1,060	1,060	1,060	1,060
资本公积	1,728	1,728	1,728	1,728
留存收益	1,685	2,030	2,491	3,284
少数股东权益	3	3	3	3
所有者权益合计	4,476	4,821	5,282	6,075
负债和股东权益合计	5,866	7,125	7,828	8,884

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	737	1,308	1,241	1,635
投资活动现金流量	(740)	(766)	(866)	(566)
筹资活动现金流量	(166)	507	10	12
现金及等价物净增加	(170)	1,049	385	1,081

资料来源：民生证券研究所

分析师与行业专家简介

郑平，中国人民大学管理学博士，工信部高级工程师，曾供职于工信部电信研究院，4 年以上通信行业研究经验，主持或参与了多项政府部院及电信运营商课题项目，长期跟踪行业发展动态，对行业有较为深刻的理解和认识。2010 年加盟民生证券研究所。

卢婷，IT 行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。曾就职于兴业银行。2008 年加入民生证券，长期关注 IT 行业的发展趋势。负责计算机及信息服务行业研究，覆盖智能交通、智能建筑、手机支付、物联网、LBS、LED 等领域。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璿	韦珂嘉	李北铎
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	18621639595
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	libeiduo@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	18601357268	18601368846	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。