

网络服务

歌华有线 (600037. SH) / 12.88 元

网络改造压力大，新业务拓展值得期待

事项

公司发布 2010 年年报和 2011 年一季报，2010 年公司营业收入同比增长 24.96%，归属于上市公司股东的净利润同比增长 4.80%，EPS 为 0.33 元；2010 年一季度归属于上市公司股东的净利润同比减少 42.31%，EPS 为 0.03 元。

主要观点

一、公司业绩低于市场预期。2010 年下半年开始公司陆续收到北京市、区县两级政府的补贴，弥补了高清交互网络和用户改造的巨大支出负担。按照此前公司公告，每户高清交互用户改造成本为 120 元，其中北京市政府承担 35%，区县政府承担 30%，公司承担剩下的 35%。2011-2012 年公司将继续收到 2010 年尚未收到的政府补贴和 2011 年 3.6 亿的补贴，将在一定程度上减轻公司的压力。

二、今明公司业绩压力依然较重。考虑到此前公司与北京市政府的协议，2011 年还有 120 万高清交互电视用户的发展要求，网络改造压力依然很大。同时受稳定物价的政策需要，短期内提高普通有线电视基本收视费、高清交互电视用户基本收视费的可能性不大。

三、今年看点在新业务拓展：一方面是依托高清交互电视网络提供广告、增值业务，近期将推出的机顶盒广告业务将从今年起产生收入，而从外省有线运营商的经验，增值业务具有高增长、高利润的特点，有助于缓解业绩压力；另一方面公司去年年底“突击”入股 2011 年可能上市的中影股份，拓展产业链的意图明显，是一次积极的尝试，值得关注。

四、投资建议：受制于高清交互网络改造的压力，资本性支出压力巨大，而新业务拓展和政府补助将成为减轻业绩压力的重要因素，我们维持公司“推荐”评级，2011、2012、2013 三年 EPS 为 0.37、0.46、0.60 元，当前股价对应的 PE 为 34、28、21 倍。

风险提示

网络改造进度低于预期；政府补贴到款情况；新业务拓展风险。

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：马军、李怒放
Tel: 010-59370857
Email: linufang@hczq.com

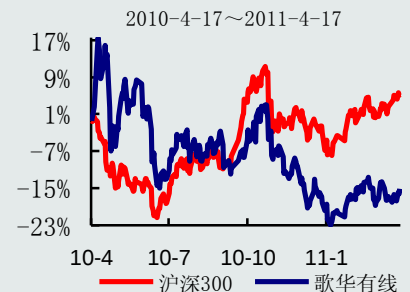
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

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(%)	46.26
每股净资产(元)	4.96
市盈率(倍)	426.58
市净率(倍)	2.60
12 个月内最高/最低价	18.2/11.6

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

《政府扶持力度加大，产业链延伸步伐加快》
2011-01-09

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3314	3638	4951	6918
现金	3080	3045	4347	6203
应收账款	1	3	4	4
其它应收款	6	28	20	28
预付账款	95	232	196	266
存货	117	324	375	406
其他	16	6	8	12
非流动资产	5812	4932	4332	3723
长期投资	142	111	122	125
固定资产	4542	3847	3195	2549
无形资产	98	112	124	126
其他	1030	862	890	922
资产总计	9126	8570	9282	10641
流动负债	1202	1734	1783	2196
短期借款	0	255	0	0
应付账款	302	350	440	564
其他	900	1129	1343	1632
非流动负债	2664	1179	1420	1754
长期借款	0	0	0	0
其他	2664	1179	1420	1754
负债合计	3865	2913	3203	3951
少数股东权益	3	3	3	4
股本	1060	1060	1060	1060
资本公积金	2167	2167	2167	2167
留存收益	2030	2427	2848	3459
归属母公司股东权益	5258	5654	6075	6687
负债和股东权益	9126	8570	9282	10641

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	915	348	1441	1584
净利润	346	396	486	637
折旧摊销	634	675	678	679
财务费用	-27	-79	-97	-150
投资损失	-4	-15	-9	-9
营运资金变动	-35	-120	300	314
其它	1	-509	84	114
投资活动现金流	-1087	121	-56	-40
资本支出	1956	0	0	0
长期投资	-56	-130	30	23
其他	813	-9	-26	-16
筹资活动现金流	1761	-504	-84	311
短期借款	0	255	-255	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	439	0	0	0
其他	1322	-759	172	311
现金净增加额	1590	-35	1302	1856

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1894	2368	2984	3789
营业成本	1600	1894	2387	3031
营业税金及附加	45	57	69	90
营业费用	78	101	126	160
管理费用	90	114	146	182
财务费用	-27	-79	-97	-150
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	15	9	9
营业利润	112	296	362	486
营业外收入	236	105	128	156
营业外支出	1	3	2	2
利润总额	347	398	488	640
所得税	1	2	2	3
净利润	346	396	486	637
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	346	396	485	637
EBITDA	719	892	943	1014
EPS（元）	0.33	0.37	0.46	0.60

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	25.0%	25.0%	26.0%	27.0%
营业利润	-61.7%	164.5%	22.3%	34.2%
归属母公司净利润	4.8%	14.5%	22.6%	31.3%
获利能力				
毛利率	15.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利率	18.3%	16.7%	16.3%	16.8%
ROE	6.6%	7.0%	8.0%	9.5%
ROIC	2.0%	5.8%	9.5%	18.2%
偿债能力				
资产负债率	42.4%	34.0%	34.5%	37.1%
净负债比率	0.00%	8.80%	0.01%	0.01%
流动比率	2.76	2.10	2.78	3.15
速动比率	2.66	1.91	2.57	2.96
营运能力				
总资产周转率	0.25	0.27	0.33	0.38
应收账款周转率	771	1336	864	944
应付账款周转率	6.45	5.81	6.04	6.04
每股指标(元)				
每股收益	0.33	0.37	0.46	0.60
每股经营现金	0.86	0.33	1.36	1.49
每股净资产	4.96	5.33	5.73	6.31
估值比率				
P/E	39.48	34.48	28.13	21.43
P/B	2.60	2.42	2.25	2.04
EV/EBITDA	16	13	12	11

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