缴费率下滑，关注京津冀布局

歌华有线(600037)

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元):	15.14
合理价格区间(元):	15.19~17.15

许娟 执业证书编号：S0570513070010
研究员 0755-82492321
xujuan8971@htsc.com

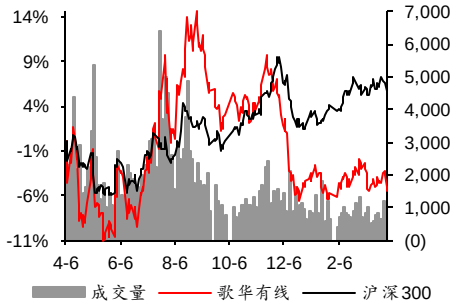
相关研究

1《歌华有线（600037）2016 中报点评-成本下降释放业绩，营收端拓展提供弹性》2016.08

2《歌华有线(600037):营收端拓展以及体制改革驱动未来业绩》2016.04

3《歌华有线(600037):33 亿元增发方案获批，后期投入可期》2015.11

股价走势图



资料来源：Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	1,392
流通 A 股(百万股)	1,168
52 周内股价区间(元)	14.25-18.35
总市值(百万元)	21,072
总资产(百万元)	15,084
每股净资产(元)	9.12

资料来源：公司公告

2016 年业绩低于预期

1）公司披露 2016 年年报，全年实现营收 26.65 亿元，归属于上市公司股东净利润 7.25 亿元，分别同比增长 3.77%和 7.79%，其中投资收益新增去人 5749 万元（中国电影以及贵广网络上市，会计科目变更确认投资收益），摊销折旧费用减少 1.1 亿元，总体业绩低于市场预期。2）公司拟每十股派发现金 1.80 元（含税）。

用户增长维持低速，缴费率下滑，电视收视业务未来两年将个位数负增长

截止 2016 年年底，公司拥有有线电视注册用户 580 万户，高清交互数字电视用户 483 万户，家庭宽带用户 50.6 万户，分别增加 12 万户、23 万户以及 9.1 万户。但由于缴费率的下滑，公司电视收视业务收入出现首次负增长（-5.22%），初步计算公司缴费用户下滑约八个百分点，我们预期电视收视业务缴费率的下滑仍将继续。于此同时，增值业务 ARPU 在较低水平上保持大幅度提升（由 0.46 元/年提升至 0.77 元/年），但由于体量较小，两年内无法弥补基础业务续费率下滑的影响。总体来看，电视收视业务未来两年内继续保持个位数负增长的概率较大。

信息业务以及 2B 和 2G 业务发展相对较快

信息业务是公司的战略性业务方向，自 2008 年以来连年两位数增长，营收比例已经提升至 28.47%。2016 年，信息业务增长 15.8%至 7.59 亿元。一方面，宽带用户渗透率仍有较大空间（截止 2016 年仅为 8.62%），公司将继续加大投入，积极发展宽带业务；另一方面，公司拓展专网业务具有竞争优势，仍有较大发展空间。我们预计公司信息业务仍将保持两位数增长，成为公司主要增长动力。

布局京津翼地区网络基础服务，有望受益于北京副中心以及雄安新区建设

公司在京津冀地区的基础网络服务领域具有一定的竞争优势，有望受益于北京副中心以及雄安新区的基础设施建设。1）公司承接北京市政府和国企众多专网服务，如为北京市政府搭建政府网络和视频会议系统等；2）公司与河北、天津有线运营商签署全面战略合作协议，业务已在京津翼地区落地：公司推行的“中国电视院线联盟”于 2015 年在京津翼地区得以落地，实现了电视院线系统的对接；3）公司拥有河北省涿州市有线电视网络运营权；京津冀一体化战略出台后，公司自 2015 年开始，在涿州市投资建设智慧云基地项目，未来将成为京津翼网络对接的重要节点。

下调盈利预测，给予增持评级

由于续费率下滑趋势延续是大概率事件，因此我们分别下调 17 年、18 年盈利预测各 37%、39%，预计 2017 年和 2018 年公司净利润为 6.83 和 7.47 亿元，EPS 为 0.49 和 0.53 元。考虑到可比公司估值，公司在京津翼建设领域的前行布局以及北京市文化资产整合预期，给予 17 年 31X-35X 的 PE 估值，合理价格区间为 15.19-17.15 元，调低评级至增持。

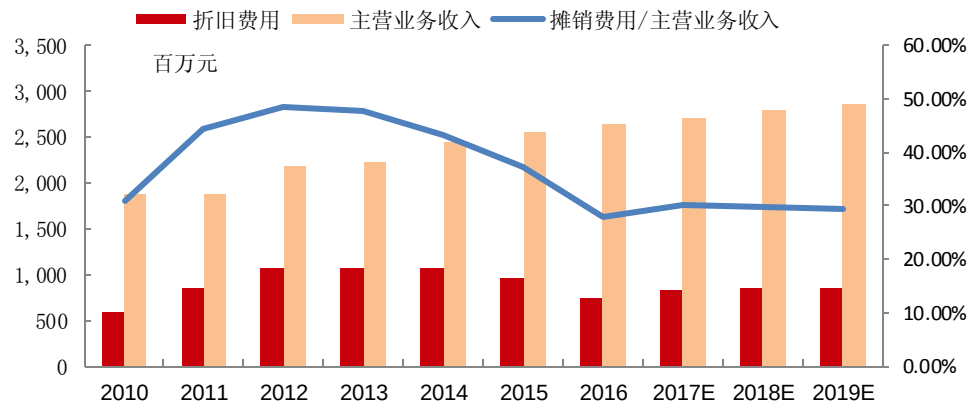
风险提示：续费率下滑超预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,568	2,665	2,740	2,817	2,893
+/-%	4.14	3.77	2.80	2.84	2.67
净利润(百万元)	672.76	725.20	682.99	746.42	796.46
+/-%	18.29	7.79	(5.82)	9.29	6.70
EPS(元，最新摊薄)	0.48	0.52	0.49	0.54	0.57
PE(倍)	31.32	29.06	30.85	28.23	26.46

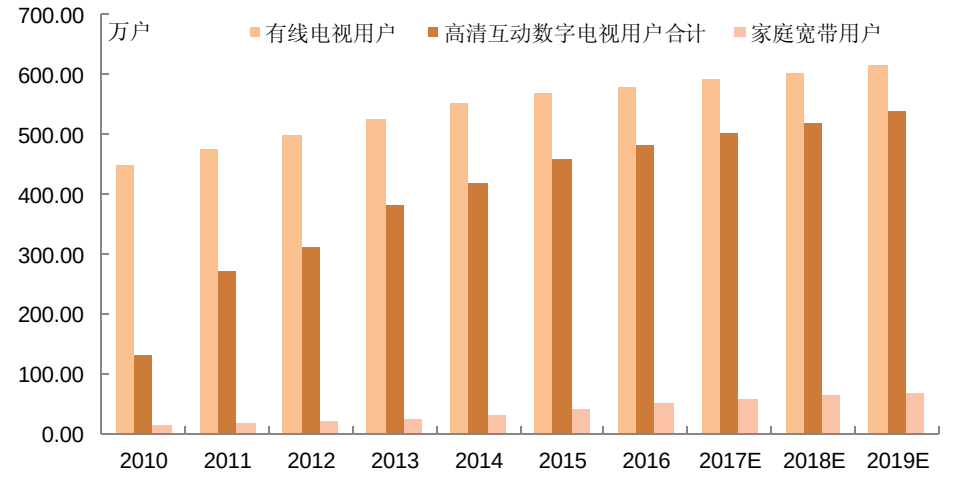
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表 1: 公司摊销折旧成本趋于收敛



资料来源：Wind，华泰证券研究所

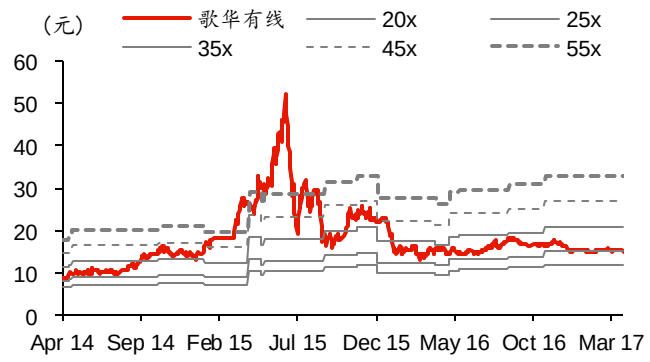
图表 2: 公司处于用户低速增长趋势之中



资料来源：Wind，华泰证券研究所

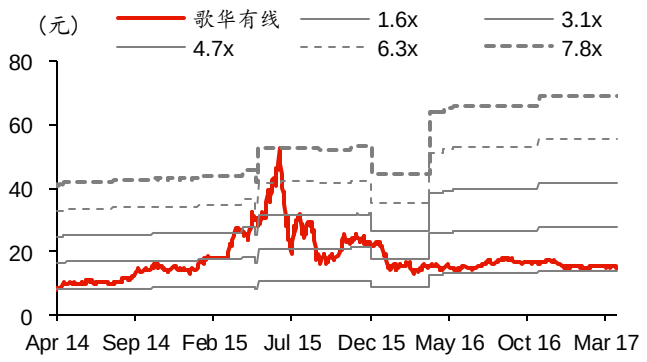
PE/PB - Bands

图表 3: 歌华有线历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 4: 歌华有线历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	8,046	8,728	10,349	11,929	13,654
现金	6,777	5,300	9,900	11,468	13,183
应收账款	219.09	260.83	232.86	239.48	245.87
其他应收账款	9.89	9.64	9.31	9.58	9.83
预付账款	65.99	39.93	41.34	42.38	43.00
存货	162.15	207.04	165.36	169.51	171.99
其他流动资产	811.30	2,911	0.00	0.00	0.00
非流动资产	5,975	6,355	5,493	4,606	3,706
长期投资	374.51	369.61	369.61	369.61	369.61
固定投资	4,148	3,866	3,169	2,364	1,505
无形资产	144.52	150.04	150.04	150.04	150.04
其他非流动资产	1,308	1,970	1,805	1,723	1,681
资产总计	14,021	15,084	15,843	16,536	17,360
流动负债	1,241	1,299	1,160	1,199	1,237
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	326.71	391.02	310.05	317.83	322.49
其他流动负债	914.37	908.47	850.31	881.13	914.03
非流动负债	1,247	1,094	1,309	1,217	1,207
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,247	1,094	1,309	1,217	1,207
负债合计	2,488	2,394	2,469	2,416	2,443
少数股东权益	3.41	0.00	0.14	0.29	0.45
股本	1,392	1,392	1,392	1,392	1,392
资本公积	6,548	6,548	6,548	6,548	6,548
留存公积	3,590	4,065	5,433	6,180	6,976
归属母公司股	11,530	12,690	13,373	14,120	14,916
负债和股东权益	14,021	15,084	15,843	16,536	17,360

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	1,321	1,185	4,418	1,358	1,490
净利润	672.90	725.38	683.13	746.57	796.62
折旧摊销	1,031	826.56	860.88	887.27	900.47
财务费用	(61.73)	(104.33)	(114.00)	(160.27)	(184.89)
投资损失	(49.57)	(101.29)	(50.00)	(50.00)	(40.00)
营运资金变动	(277.23)	(200.44)	2,823	25.31	26.63
其他经营现金	4.96	38.90	214.49	(91.09)	(8.89)
投资活动现金	(1,647)	(2,413)	68.66	50.00	40.00
资本支出	465.37	538.58	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,308	2,100	2.14	0.00	0.00
其他投资现金	126.00	226.17	70.80	50.00	40.00
筹资活动现金	3,058	(253.22)	114.00	160.27	184.89
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	327.98	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4,746	0.65	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,016)	(253.87)	114.00	160.27	184.89
现金净增加额	2,731	(1,481)	4,600	1,568	1,715

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,568	2,665	2,740	2,817	2,893
营业成本	2,055	1,957	2,067	2,119	2,150
营业税金及附加	22.12	30.14	30.98	31.86	32.71
营业费用	122.63	130.77	134.43	138.05	141.74
管理费用	148.46	144.10	145.19	149.32	153.31
财务费用	(61.73)	(104.33)	(114.00)	(160.27)	(184.89)
资产减值损失	10.24	48.52	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	49.57	101.29	50.00	50.00	40.00
营业利润	321.28	559.86	515.87	579.57	629.82
营业外收入	355.98	169.85	170.00	170.00	170.00
营业外支出	1.84	1.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	675.42	728.59	685.87	749.57	799.82
所得税	2.52	3.21	2.74	3.00	3.20
净利润	672.90	725.38	683.13	746.57	796.62
少数股东损益	0.14	0.18	0.14	0.15	0.16
归属母公司净利润	672.76	725.20	682.99	746.42	796.46
EBITDA	1,291	1,282	1,263	1,307	1,345
EPS (元)	0.48	0.52	0.49	0.54	0.57

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.14	3.77	2.80	2.84	2.67
营业利润	137.17	74.26	(7.86)	12.35	8.67
归属母公司净利润	18.29	7.79	(5.82)	9.29	6.70
获利能力 (%)					
毛利率	19.99	26.56	24.55	24.79	25.68
净利率	26.20	27.21	24.93	26.49	27.53
ROE	5.83	5.71	5.11	5.29	5.34
ROIC	6.21	7.59	17.46	30.29	98.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.74	15.87	15.59	14.61	14.07
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	6.48	6.72	8.92	9.95	11.04
速动比率	6.35	6.56	8.78	9.81	10.90
营运能力					
总资产周转率	0.21	0.18	0.18	0.17	0.17
应收账款周转率	11.66	9.70	9.47	10.14	10.13
应付账款周转率	6.72	5.45	5.90	6.75	6.72
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.52	0.49	0.54	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.85	3.17	0.98	1.07
每股净资产(最新摊薄)	8.28	9.12	9.61	10.15	10.72
估值比率					
PE (倍)	31.32	29.06	30.85	28.23	26.46
PB (倍)	1.83	1.66	1.58	1.49	1.41
EV_EBITDA (倍)	10.90	10.97	11.14	10.77	10.46

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com