有线电视网络

署名人：冷星星
S0960511030017
0755-82026747
lengxingxing@cjis.cn
参与人：万玉琳
S0960111080511
0755-82026907
wanyulin@cjis.cn

6－12 个月目标价： 无

当前股价： 10.53 元

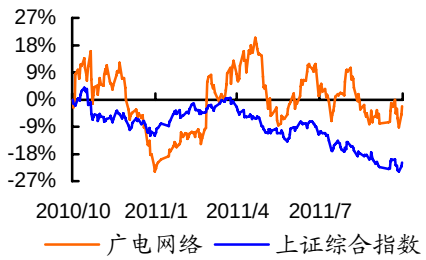
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2409.67
总股本(百万)	563
流通股本(百万)	563
流通市值(亿)	59
EPS（TTM）	0.23
每股净资产（元）	2.35
资产负债率	58.4%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
广电网络	3.95	-3.22	-9.69
上证综合指数	-0.97	-10.38	-18.73



相关报告

《广电网络-主业经营正常 业绩符合预期》2010-4-30

《广电网络-业绩符合预期 战略提速加大资本开支》2010-4-26

《广电网络-所得税全免优惠尘埃落定 积极制定战略应对三网融合》2010-4-12

广电网络 600831 中性

毛利率上升 业绩符合预期

2011 年 10 月 26 日，广电网络公布 2011 年第三季度报告。

点评：

- **公司业绩符合预期。**2011 年 1-9 月，公司实现营业收入 10.30 亿元，营业利润 9966 万元，归母公司净利润 1.02 亿元，分别同比增长 17%、38%和 43%。基本每股收益 0.181 元，扣除非经常性损益后的基本每股收益为 0.176 元，业绩符合预期。
- **报告期内，毛利率从 38%同比上升至 42%，导致净利润同比增速（43%）快于收入同比增速（17%）。**由于收到地方政府补贴，营业外收入同比上升 381%，带动净利润同比增速（43%）快于营业利润增速（38%）。
- **报告期内，公司期间费用率从 26%同比上升至 28%，总体仍处于正常水平：**1）因代维费增加，销售费用率从 8%同比上升至 11%；2）管理费用率从 14%同比降至 13%；3）财务费用率同比降低 0.1%至 4%。
- **预计 2011 全年收入规模将达到 12.48 亿元，归母公司净利润将达到 1.23 亿元。**
- **维持盈利预测，维持“中性”评级。**预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.22、0.29、0.38 元。在当前股价下（10.53 元），对应 PE 分别为 48、37、28 倍，对应 EV/EBITDA 为 18、15、14 倍，估值不低。**我们认为，1）**目前公司主营的有线数字电视业务仍主要依赖用户数的增加带来收入增长，高清交互业务虽在积极推进但其带来 ARPU 值的提升还待时日，且双向网改带来的巨大资本开支压力仍需面对，未来两年公司的业绩增长将较为稳定，超预期概率较小；**2）**跨区域并购仍是公司未来两年的重要发展战略，但可能较难在短期内为公司带来业绩提升，利好较长远；**3）**为谋更大发展，公司确有意愿和动力获得集团优质资产的注入（如电视广告业务等），但注入将具有一定的复杂性，存在较大难度，期待天时地利人和。综上，在目前主业发展情况和估值水平下，我们维持公司“中性”评级。

风险提示：

- 未来双向网改造的巨大资本支出；非经常性损益超预期。

主要财务指标

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1222	1248	1547	1733
同比(%)	29%	2%	24%	12%
归属母公司净利润(百万元)	113	123	162	215
同比(%)	45%	9%	31%	33%
毛利率(%)	41.4%	37.5%	37.0%	37.0%
ROE(%)	8.7%	8.6%	10.2%	11.9%
每股收益(元)	0.20	0.22	0.29	0.38
P/E	52.45	48.15	36.63	27.57
P/B	5	4	4	3
EV/EBITDA	15	18	15	14

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	456	475	518	544
现金	336	300	300	300
应收账款	23	24	29	33
其它应收款	12	48	60	67
预付账款	20	25	31	35
存货	65	78	97	109
其他	0	0	0	0
非流动资产	2719	3168	3254	3235
长期投资	13	28	28	28
固定资产	2420	2627	2713	2684
无形资产	29	29	29	29
其他	257	483	484	493
资产总计	3176	3643	3772	3779
流动负债	1331	1574	1541	1332
短期借款	335	578	374	41
应付账款	311	351	439	491
其他	685	645	728	800
非流动负债	523	623	623	623
长期借款	523	623	623	623
其他	0	0	0	0
负债合计	1854	2198	2164	1956
少数股东权益	19	20	20	20
股本	563	563	563	563
资本公积	434	434	434	434
留存收益	305	429	590	806
归属母公司股东权益	1302	1426	1588	1803
负债和股东权益	3176	3643	3772	3779

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	660	390	564	581
净利润	113	124	162	216
折旧摊销	300	181	204	221
财务费用	46	70	63	50
投资损失	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	183	67	127	98
其它	19	-49	10	-1
投资活动现金流	-489	-613	-298	-198
资本支出	490	600	300	200
长期投资	0	15	0	0
其他	0	2	2	2
筹资活动现金流	35	186	-266	-383
短期借款	45	243	-204	-333
长期借款	3	100	0	0
普通股增加	130	0	0	0
资本公积增加	-130	0	0	0
其他	-13	-157	-63	-50
现金净增加额	206	-36	0	0

利润表

会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	1222	1248	1547	1733
营业成本	716	780	975	1092
营业税金及附加	38	37	46	52
营业费用	114	100	128	139
管理费用	198	143	178	191
财务费用	46	70	63	50
资产减值损失	17	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	2
营业利润	93	118	157	211
营业外收入	24	8	8	8
营业外支出	3	2	3	3
利润总额	114	124	162	216
所得税	1	0	0	0
净利润	113	124	162	216
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	113	123	162	215
EBITDA	439	368	424	481
EPS（元）	0.20	0.22	0.29	0.38

主要财务比率

会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	28.7	2.1%	24.0	12.0
营业利润	9.7%	26.6	33.8	33.9
归属于母公司净利润	44.8	8.9%	31.4	32.9
获利能力				
毛利率	41.4	37.5	37.0	37.0
净利率	9.3%	9.9%	10.5	12.4
ROE	8.7%	8.6%	10.2	11.9%
ROIC	6.8%	7.7%	9.2%	11.5%
偿债能力				
资产负债率	58.4	60.3	57.4	51.8
净负债比率	50.97	54.66	46.10	33.99
流动比率	0.34	0.30	0.34	0.41
速动比率	0.29	0.25	0.27	0.33
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.37	0.42	0.46
应收账款周转率	46	49	55	53
应付账款周转率	2.41	2.36	2.47	2.35
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.22	0.29	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	0.69	1.00	1.03
每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.53	2.82	3.20
估值比率				
P/E	52.45	48.15	36.63	27.57
P/B	4.56	4.16	3.74	3.29
EV/EBITDA	15	18	15	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

冷星星，现任中投证券研究所传媒行业研究员，有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学（University of St Andrews）硕士，曾就职于 Morningstar Europe in London。2010 年水晶球入围奖。

万玉琳，现任中投证券研究所传媒行业研究助理，南开大学经济学硕士，2011 年加入中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所 公司网站：http://www.cjis.cn

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434