

**证券研究报告—动态报告/公司快评**

传媒

**电广传媒 (000917)**
**中性**

广播与电视

收购西宁数字电视信息网络股权,点评

(维持评级)

2011年7月15日

# 有线网络跨区域收购再下一城

证券分析师: 陈财茂 010-88005322 chencm@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120040

## 事项:

电广传媒全资子公司华丰达以现金 8000 万元收购并增资西宁数字电视信息网络有限公司, 取得其 49% 的股权。

## 评论:

### ■ 跨区域收购再下一城

电广传媒通过全资子公司华丰达以现金 8000 万元收购并增资西宁数字电视信息网络有限公司 (简称西宁网络), 取得其 49% 的股权。其中以 2000 万元收购四川新世纪有线电视网络建设有限责任公司 (简称新世纪) 所持西宁网络 17.09% 的股权, 同时以 6000 万元对西宁网络增资, 合计取得西宁网络 49% 的股权, 成为第一大股东。

本次收购之前, 华丰达在 6 月 7 日以现金 1.03 亿元, 收购了保定广电 49% 的股权, 两次收购的时间间隔仅 1 个月, 电广传媒对有线网络的跨区域整合速度超出了我们之前的预期。

### ■ 本次对 EPS 的增厚幅度仅为 0.17%

西宁广电 2010 年净利润 501 万元, 按照 49% 的股权比例计算, 对应的权益净利润为 245 万元, 对应 EPS 为 0.006 元, 仅相当于电广传媒 2010 年净利润的 0.6%, 但是考虑到花费了 8000 万元的现金, 因其中 6000 万元是对西宁广电增资, 相当于实际花费现金 5040 万元, 即使将这笔资金进行定期存款, 也可以贡献 176 万元利息收入 (以一年期定存 3.5% 的利率计算), 因此, 本次收购行为实际带来的利润增厚仅为 69 万元。相当于 2010 年净利润的 0.17%。

之所以增厚幅度如此之低, 是因为收购定价不低, 2010 年 PE 达到了 33 倍, 即使考虑到西宁广电 2010 年净利润中存在非经常性损失, 2011 年净利润存在翻番的可能, 2011 年 PE 也将达到 16.3 倍, 高于 A 股有线网络历次收购平均 PE (15.4 倍)。按照每户收购价值简单计算, 电广传媒对西宁网络的收购为 1039 元/户, 而历次收购的平均价格为 388 元/户。

### ■ 现有两笔跨区域收购对电广传媒影响甚微

收购保定广电和西宁网络对电广传媒的影响很小。(1) 保定广电用户为 21.8 万户, 西宁网络为 15.7 万户, 合计 37.5 万户, 按 49% 计算, 权益用户仅为 18.4 万户, 仅相当于电广传媒在湖南省 380 万户规模的 4.8%。(2) 保定、西宁和湖南各自分离, 物理网络的协同效应基本没有;(3) 收购价格不菲, 基本都在 1000 元/户附近, 保定广电的收购价格为 964 元/户, 西宁网络的收购价格为 1039 元/户, 不仅难以增厚 EPS, 退出时能否带来资产增值同样存在不确定性。

### ■ 有线网络跨区域收购的可能意义

在华丰达之前，中信国安执行过类似的策略，全国各地收购有线网络资产，所收购的网络资产基本没有协同效益，最后只能逐步退出，这一行为显然属于财务投资，既然是财务投资，则必须控制资产定价，华丰达的高价收购可能的意义在于。(1) 通过华丰达圈地，带动创投业务发展。过去，因为客户关系的原因，达晨创投投资了同洲电子、数码视讯等公司，均取得了不菲的收益。(2) 华丰达所投资网络，很可能在短期内被当地省网公司收购，从而快速实现收益。(3) 组建“国家有线网络公司”势在必行，电广的这一做法使得其相对其他上市有线网络公司而言，具有更高的平台价值。

### ■ 维持“中性”评级

我们维持之前的盈利预测，假定增发成功，按照 4.59 亿股本计算，2011-13 年 EPS 分别为 1.31/1.01/0.49 元，这里假定三年投资收益分别为 7 亿元、5 亿元和 2 亿元，若扣除这一因素影响，核心业务 EPS 为 0.09/0.13/0.14 元，当前股价下，对应核心业务的 PE 分别为 259/179/166 倍，估值压力仍旧有待释放，维持“中性”评级。但是未来也存在对股价影响的正面因素：(1) 新的创投项目过会；(2) 减持收益超出预期；(3) 有线网络跨区域收购继续进行；(4) 增发方案得到各个部门批准。而投资风险除了估值较高外，也包括增发方案的不确定性。

图表 1：西宁网络被收购前后的股东结构

股东	收购前	收购后
西宁市文化广播电视局	73.42%	45.16%
西宁市城辉建设投资有限公司	9.49%	5.84%
华丰达有线网络控股有限公司		49.00%
四川新世纪有线电视网络建设有限责任公司	17.09%	
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图表 2：西宁网络的关键信息

项目	单位	2010	项目	单位	2010
营收及 ARPU			财务状况		
营业收入	百万元	56.4	总资产	百万元	106.7
用户	万户	15.7	总负债	百万元	63.1
ARPU	元/户/月	29.9	净资产	百万元	43.6
主终端收费	元/户/月	25.0	营业收入	百万元	56.4
副终端收费	元/户/月	7.0	营业利润	百万元	11.5
网络状态			净利润	百万元	5.0
传输方式		HFC	资产负债率	%	59.1%
网络带宽	M	860	盈利能力		
光节点	个	392	EBIT	百万元	14.9
每个光节点覆盖用户	户/个	401	EBITDA	百万元	37.1
光缆线路总长	芯公里	3,500	EBIT margin	%	26.4%
主干电缆长度	公里	35	EBITDA margin	%	65.8%
支干电缆长度	公里	2,700	ROE	%	11.5%
地理管道总长度 5 管孔	公里	79	ROIC	%	14.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图表 3: 西宁网络的收购价格分析**

项目	单位	2010	项目	单位	2010
评估价值			收购+增资实际对价: 8000 万取得 49%的股权		
股权评估价值	百万元	119.3	股权评估价值	百万元	163.3
EV	百万元	155.4	EV	百万元	139.4
P/B	倍	2.7	P/B	倍	3.7
P/E	倍	23.8	P/E	倍	32.6
P/S	倍	2.1	P/S	倍	2.9
每户价值	元/户	758.6	每户价值	元/户	1,038.6
EV/EBIT	倍	10.4	EV/EBIT	倍	9.4
EV/EBITDA	倍	4.2	EV/EBITDA	倍	3.8
EV/Subs.	元/户	988.4	EV/Subs.	元/户	886.6

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图表 4: 6 月 7 日以现金 1.03 亿元收购保定广电 49%股权的关键信息**

项目	单位	2010	项目	单位	2010
<b>营收及 ARPU</b>			<b>财务状况</b>		
营业收入		57.8	资产总额	百万元	188.2
用户数	万户	21.8	负债总额	百万元	60.9
数字用户	万户	18.1	所有者权益合计	百万元	127.3
模拟用户	万户	1.8	主营业务收入	百万元	57.8
协议用户	万户	1.9	净利润	百万元	0.7
ARPU	元/户	24.2			
<b>网络状态</b>			<b>收购定价</b>		
传输方式		HFC	评估价值	百万元	176.0
双向光节点	个	428.0	收购价格	百万元	210.2
每个光节点覆盖用户	户/个	9,024.5	P/B	倍	1.7
光缆线路总长	芯公里	2,210.0	P/E	倍	313.7
干线光缆总长	公里	808.9	P/S	倍	3.6
地理管道总长	公里	230.0	每户价值	元/户	963.8

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**图表 5: A 股有线网络资产历次收购定价**

公司	公告时间	收购资产类别	收购比例	收购价格 (百万)	PS	PE	PB	每户 价值
东方明珠	2007-4	东方有线	10%	160		12.5	2.4	364
		太原有线	50%	220	2.4	..	1.7	677
歌华有线	2001-12/2002-2	北京远郊有线网络资产	100%	165	..	..	..	335
	2004-9	涿州有线网络	95%	12	3.3	12.4	1.2	459
广电网络	2006-4	陕西 11 地市有线网络资产	100%	1099	2.5	14.7	0.9	388
中信国安	2006-11	益阳国安广播电视宽带网络	49%	36	4.2	16.1	1.0	
	2007-12	安徽广电信息网络股份有限公司	19%	71	1.5	70.1	1.0	319
电广传媒	2007-12	湖南广播电视网络有限责任公司	38%	38	4.7	..	..	
	2006-4	湖南广播电视网络有限责任公司	62%	62	4.4	..	3.1	
天威视讯	2007-9	深圳南油广播电视台站	100%	53	..	..	1.7	
武汉塑料	2010-5	湖北武汉、荆州、襄樊等地资产	100%	2480	3.8	19.7	1.5	732
mean					3.4	24.3	1.6	467.7
median					3.6	15.4	1.5	388.0

资料来源: 各公司公告 国信证券经济研究所整理

**图表 6: 电广传媒盈利预测与估值表**

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2926	3966	0	0	营业收入	6191	2261	2678	3057
应收款项	227	124	147	168	营业成本	4724	941	1148	1300
存货净额	1380	220	270	340	营业税金及附加	269	98	87	183
其他流动资产	164	113	134	153	销售费用	466	317	375	428
<b>流动资产合计</b>	<b>4874</b>	<b>4423</b>	<b>550</b>	<b>660</b>	管理费用	649	477	558	617
固定资产	4294	4613	4863	5013	财务费用	248	238	307	336
无形资产及其他	361	325	289	253	投资收益	780	700	500	200
投资性房地产	1223	1223	1223	1223	资产减值及公允价值变动	(24)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	831	931	1031	1131	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>11584</b>	<b>11516</b>	<b>7957</b>	<b>8281</b>	营业利润	592	870	683	373
短期借款及交易性金融负债	303	2000	2000	2000	营业外净收支	(2)	6	6	6
应付款项	756	135	166	209	<b>利润总额</b>	<b>590</b>	<b>876</b>	<b>689</b>	<b>379</b>
其他流动负债	2195	550	662	785	所得税费用	69	175	138	76
<b>流动负债合计</b>	<b>3254</b>	<b>2686</b>	<b>2828</b>	<b>2994</b>	少数股东损益	110	99	89	80
长期借款及应付债券	4151	4151	4151	4151	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>410</b>	<b>602</b>	<b>463</b>	<b>223</b>
其他长期负债	287	297	307	317					
<b>长期负债合计</b>	<b>4438</b>	<b>4448</b>	<b>4458</b>	<b>4468</b>					
<b>负债合计</b>	<b>7692</b>	<b>7134</b>	<b>7286</b>	<b>7463</b>					
少数股东权益	1006	1075	1137	1193					
股东权益	2886	3307	3631	3787					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11584</b>	<b>11516</b>	<b>12054</b>	<b>12443</b>					

  

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	410	602	463	223
资产减值准备	(53)	40	3	2
折旧摊销	415	457	513	564
公允价值变动损失	24	20	20	20
财务费用	248	238	307	336
营运资本变动	173	(902)	62	69
其它	161	30	59	54
<b>经营活动现金流</b>	<b>1130</b>	<b>247</b>	<b>1120</b>	<b>932</b>
资本开支	(837)	(800)	(750)	(700)
其它投资现金流	(151)	177	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1240)</b>	<b>(723)</b>	<b>(850)</b>	<b>(800)</b>
权益性融资	16	0	0	0
负债净变化	471	0	0	0
支付股利、利息	(8)	(181)	(139)	(67)
其它融资现金流	(217)	1697	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>724</b>	<b>1516</b>	<b>(139)</b>	<b>(67)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>615</b>	<b>1040</b>	<b>131</b>	<b>65</b>
货币资金的期初余额	2311	2926	3966	0
货币资金的期末余额	2926	3966	4097	65
企业自由现金流	(175)	(901)	233	357
权益自由现金流	79	605	(12)	87

  

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.01	1.31	1.01	0.49
每股红利	0.02	0.39	0.30	0.15
每股净资产	7.10	7.20	7.91	8.25
ROIC	1%	5%	6%	7%
ROE	14%	18%	13%	6%
毛利率	24%	58%	57%	57%
EBIT Margin	1%	19%	19%	17%
EBITDA Margin	8%	39%	38%	36%
收入增长	48%	-63%	18%	14%
净利润增长率	1295%	47%	-23%	-52%
资产负债率	75%	71%	70%	70%
息率	0.1%	1.5%	1.2%	0.6%
P/E	29.1	22.4	29.2	60.5
P/B	4.1	4.1	3.7	3.6
EV/EBITDA	39.4	23.3	20.3	19.2

资料来源: 公司资料和国信证券预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。