

大陆与香港 — 消息快报

歌华有线折旧摊销费用高企，政府补助如期体现

冯雪

歌华有线(600037.SS/人民币 9.45, 持有) 2011 上半年实现营业收入 7.99 亿元, 同比下降 18%, 归于母公司的净利润 1.21 亿元, 同比下降 14.5%, 合 10.6 亿总股本(含 2 季度转股 4,105 股)下的每股收益 0.114 元, 扣除 1.23 亿元机顶盒和数字整转的政府补助、2,769 万元数码视讯股权处置利得等非经常性损益后的净利润为-3,375 万元, 同比下降 132.6%, 合每股收益 -0.032 元。经常性业绩中, 2011 年 2 季度比 1 季度减亏 1,449 万元。

收入下降源于上年同期结算 2.42 亿元的朝阳监控项目, 造成今年上半年工程费收入下降 79.1%。若扣除去年同期结转的朝阳监控项目 2.42 亿元收入和 2.22 亿元成本, 公司本期收入增长 9%, 成本增长 31%。经常性业务亏损的原因是高清交互电视推广投入后的折旧和运营成本大幅高企, 本期折旧费用比上年同期增加 1.37 亿元, 同比增长 51.9%。业绩低于预期。上半年, 公司高管年终绩效奖金基准——公司息税折旧摊销前利润(EBITDA) 约 6.12 亿元, 同比增长 43%。

- 1) 用户方面, 今年拟新增高清交互用户 130 万户以达到 2011 年末 260 万户高清交互用户目标。截至上半年末, 公司有线电视注册用户近 460 万户(比上年末净增不到 12 万户), 其中数字电视用户近 300 万户, 高清交互用户近 170 万户(净增不到 40 万户, 除城区外, 已启动郊区高清交互推广工作)。同时启动非居民数字化整转, 针对三星级以上宾馆饭店拟定了数字化实施方案。
- 2) 业务方面, 已上线和正在开发的应用达 30 余项。2011 年初, 公司高清交互广告业务正式上线, 积极开发 VOD 贴片广告等新形式, 上半年新增 900 万元广告收入。2011 年 5 月, 公司与北京移动签订战略合作协议, 双方将开展互为产品代理、资源互补和资源共享等方面的合作, 此举符合双方资源互补原则。同时丰富个人宽带业务产品线, 继续优先承建多项政府信息化工程, 进一步拓展无线业务、IDC 业务、歌华飞视业务等新业务。

我们认为，公司在广电系内优势明显，通过内部业务结构优化和市场服务意识增强，与中移动、华为等合作，设立投资公司布局产业链，定位于综合信息服务运营商。但近年将面临成本和竞争的双重压力，目前户均市值约 2,178 元，维持**持有**评级：

- 1) 成本方面，现阶段仍处于高清交互电视大规模推广阶段，尽管有专项补助支持，但按目前免费赠送、不提价的模式，每发展一户高清交互用户，将新增 300 余元户均成本，未来 3-5 年将面临存量机顶盒折旧摊销费用高峰。
- 2) 竞争方面，2011 年 5 月报道称北京市三网融合试点方案获“改善后实施”的批复，预计年底推出 IPTV。伴随公司数字化、双向化改造以及与华为等的战略合作和电信全光纤通信网建设推进，运营商市场竞争将加剧。同时面临视频网站等互联网冲击。在此背景下，业务创新和售后/客服将变得重要。公司在业务创新上颇下功夫，但目前仍处于准备阶段，今年上半年月 ARPU 平均值未明显体现个人用户的增值服务消费增加。

图表 1. 公司业绩摘要

(人民币, 百万)	10年 上半年	11年 上半年	同比变动 (%)	10年 2季度	11年 2季度	同比变动 (%)	11年 1季度	11年 2季度	环比变动 (%)
营业收入	975	799	(18.0)	642	443	(31.0)	356	443	24.4
营业成本	(795)	(748)	(5.8)	(533)	(412)	(22.8)	(337)	(412)	22.3
毛利润	180	51	(71.7)	109	31	(71.3)	20	31	59.6
营业税金及附加	(24)	(18)	(25.0)	(17)	(10)	(39.3)	(8)	(10)	38.4
销售费用	(32)	(40)	27.3	(17)	(21)	28.3	(19)	(21)	13.2
管理费用	(31)	(37)	16.6	(19)	(20)	4.0	(17)	(20)	19.4
财务费用	10	15	60.4	6	13	120.4	2	13	505.4
资产减值损失	(0)	(2)	5,964.6	1	(1)	(184.8)	(1)	(1)	(46.6)
投资收益	2	26	1,381.8	3	27	947.3	(1)	27	(2,523.5)
营业利润	104	(5)	(104.5)	65	19	(70.4)	(24)	19	(180.4)
营业外收支净额	38	127	234.0	21	71	232.5	56	71	26.6
利润总额	142	122	(13.8)	87	90	4.3	32	90	181.2
所得税费用	(1)	(1)	101.9	(0)	(1)	115.6	(0)	(1)	758.4
少数股东损益	0	(0)	(1,293.4)	(0)	(0)	999.7	0	(0)	(24,760.2)
净利润	142	121	(14.5)	86	89	3.5	32	89	178.4
非经常性损益	(38)	(155)	306.8	(21)	(99)	362.2	(56)	(99)	75.9
扣非后净利润	104	(34)	(132.6)	65	(10)	(114.9)	(24)	(10)	(60.1)
(%)									
毛利率	18.5	6.4		16.9	7.1		5.5	7.1	
营业利润率	10.7	(0.6)		10.2	4.4		(6.7)	4.4	
有效所得税率	0.4	0.9		0.5	1.1		0.4	1.1	
净利率	14.5	15.2		13.4	20.1		9.0	20.1	
扣非后净利率	10.6	(4.2)		10.1	(2.2)		(6.8)	(2.2)	

资料来源：公司公告

图表 2. 公司营业收入及成本细分

(人民币, 百万)	营业收入			同比变动(%)	
	09 年上半年	10 年上半年	11 年上半年	10 年上半年	11 年上半年
基本收视费	408	436	455	6.7	4.5
工程费	75	313	65	316.3	(79.1)
入网费	17	19	18	14.4	(5.0)
信息业务	105	120	154	13.6	28.4
频道收转费	60	68	77	13.4	13.2
材料销售	12	11	7	(2.7)	(40.1)
广告			9		
主业小计	677	967	785	42.7	(18.8)
其他	1	8	14	480.0	78.7
合计	679	975	799	43.6	(18.0)

(人民币, 百万)	营业成本			同比变动(%)	
	09 年上半年	10 年上半年	11 年上半年	10 年上半年	11 年上半年
折旧费用	197	264	401	34.2	51.9
业务运行成本	84	339	135	303.6	(60.2)
人工	83	98	113	17.1	15.4
网络运行成本	73	76	84	4.6	10.2
无形资产摊销	6	9	11	55.1	21.9
商品销售	7	8	3	16.4	(56.7)
其他主业	0.34	0.34	0.04	0.2	(88.5)
主业小计	450	795	748	76.6	(5.9)
其他	-	-	0	n.a.	n.a.
合计	450	795	748	76.6	(5.8)

资料来源: 公司公告

我们假设 EBITDA=利润总额+利息支出+资本化利息+各项折旧、摊销费用

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371