



**持有**

**10% ↑**

目标价格: 人民币9.00

600037.SS

原先目标价: 人民币14.64

价格: 人民币8.16

目标价格基础: 2012年5倍 EV/EBITDA

板块评级: 中立

# 歌华有线

## 折旧及补贴高峰持续，一网两平台定位

歌华有线2011年实现营业收入18.98亿元，同比微增0.2%，剔除去年朝阳监控大型工程建设项目影响，收入增长14.8%，净利润2.79亿元（按当前股本每股收益0.263元，按全面摊薄股本每股收益0.260元），同比下滑19.4%，扣非后亏损8,800万元左右，息税折旧摊销前利润约11亿元左右，同比约增长20.3%，经营性现金流同比增长1.2%至9.26亿元。截至2011年末，高清交互工程投资达42%，预计公司后续1-2年仍将处于折旧高峰，业绩压力大，但将确认的政府补助也将增长，现金流情况良好，亦将受益于采购成本下降。短期内关注国网公司成立等催化剂。我们将目标价格下调至9.00元，维持持有评级。

### 年报要点

- 截至2011年底，公司有线电视注册用户近476万户，比去年同期增长28万户；公司数字电视用户345万户，约增加65万户，高清交互用户272万户，约增加140万户，完成且超出3年发展260万高清交互数字电视用户的目标。此外，2011年末共有16万以上个人宽带用户，1万多个集团用户接入点。2012年将继续推进高清交互推广和郊区农村网络双改，高清交互平台容量扩容至330万户以上，网改80万户以累计达400万户以上规模。
- 伴随高清交互存量用户增加，机顶盒免费发放所带来的折旧摊销费用大幅高企，市场推广、维护和客服人员成本增加。2011年公司毛利率自上年同期的16%进一步下降至7%。其中折旧费用8.43亿元，同比增长44.4%。
- 2011年确认3.055亿元政府补助收益，3,509万元拆迁补偿收益，5,711万元数码视讯股权处置收益。截至2011年末，专项应付款余额7.2362亿元，其中，年内分3次共新增5亿元高清交互工程补助至7亿元。其他流动负债余额约20.16亿元，其中，年内新增11.07亿元高清交互机顶盒补助至15.74亿元——将带来2012年更大的政府补助确认额。
- “十二五”“一网两平台”战略：以有线电视网络为基础的“首都公共文化服务网络”，以高清交互数字电视平台为核心的“首都新媒体信息综合服务平台”，以上市公司资本平台为核心的“首都文化产业发展投融资平台”。

### 主要风险

- 新业务商用及新媒体业务拓展未达预期。

### 估值

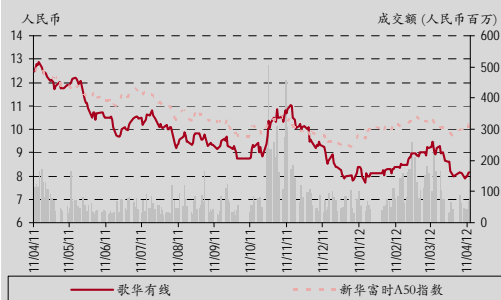
- 我们预测公司2012-14年每股收益0.253元、0.260元和0.276元。由于行业估值整体下移，按照2012年5倍EV/EBITDA，我们将目标价由14.64元下调至9.00元。公司目前估值较低，但短期内仍处投入期，维持持有评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,894	1,898	2,132	2,367	2,621
变动(%)	25	0	12	11	11
净利润(人民币 百万)	346	279	296	303	322
全面摊薄每股收益(人民币)	0.324	0.260	0.253	0.260	0.276
变动(%)	3.9	(19.7)	6.0	2.5	6.2
市场预期每股收益(人民币)		0.342	0.408	0.510	
核心每股收益(人民币)	0.324	0.236	0.250	0.256	0.272
变动(%)	3.9	(26.9)	5.7	2.4	6.2
全面摊薄市盈率(倍)	25.2	34.1	32.2	31.4	29.6
核心市盈率(倍)	25.2	34.5	32.7	31.9	30.0
每股现金流量(人民币)	0.86	0.79	0.88	0.97	1.07
价格/每股现金流量(倍)	9.5	10.3	9.3	8.4	7.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	6.5	5.8	5.0	4.3
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.106	0.109	0.115
股息率(%)	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2	(14)	2	(36)
相对新华富时A50指数	(9)	(11)	(3)	(17)

发行股数(百万)	1,060
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	8,652
3个月日均交易额(人民币 百万)	83
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
北京北广传媒投资发展中心	45

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年4月13日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

传媒: 广播

冯雪

(8610) 6622 9323

tracy.feng@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120022

**估值：**我们下调公司 2012-14 年每股收益至 0.253 元、0.260 元和 0.276 元，扣除政府补助后约亏损。按照 2012 年 5 倍 EV/EBITDA，我们给予 9 元目标价。目前估值较低，仍处于建设期，维持**持有**评级。

**网络双改、高清推广稳步推进：**截至 2011 年底，公司有线电视注册用户近 476 万户，比去年同期增长 28 万户；公司数字电视用户 345 万户，约增加 65 万户，高清交互用户 272 万户，约增加 140 万户，完成且超出 3 年发展 260 万高清交互数字电视用户的目标。此外，2011 年末共有 16 万以上个人宽带用户，1 万多个集团用户接入点。2012 年将继续推进高清交互推广和郊区及农村的网络双改建设，高清交互平台容量至 330 万户以上，网络双改目标 80 万户以累计达 400 万户以上规模。

**折旧费用大幅高企：**伴随高清交互存量用户增加，机顶盒免费发放所带来的折旧摊销费用大幅高企，市场推广、维护和客服人员成本增加。2011 年公司毛利率自上年同期的 16% 进一步下降至 7%。其中，折旧费用 8.43 亿元，同比增长 44.4%，其收入占比上升 11 个百分点至 44%，人工成本、网络运行成本的收入占比各上升 1 个百分点至 16% 和 11%。

**补贴、拆迁补偿及法人股减持等支撑业绩：**2011 年确认 3.055 亿元政府补助收益、3,509 万元拆迁补偿收益、5,711 万元**数码视讯** (300079.SZ/人民币 27.75，未有评级) 200 万法人股全部减持的投资收益。截至 2011 年末，专项应付款余额 7.2362 亿元，其中，年内分 3 次共新增 5 亿元高清交互工程补助至 7 亿元。其他流动负债余额约 20.16 亿元，其中，年内新增 11.07 亿元高清交互机顶盒补助至 15.74 亿元——将带来 2012 年更大的政府补助确认额。

**内容及业务布局：**现有高清交互数字电视平台收转 164 套电视节目 (包括 14 套高清)，新增“新华财经”等多个栏目，在线视频超过 1.2 万小时 (其中高清节目近 2 千小时)，“回看录制”34 套节目；已上线应用 22 项，2011 年 10 月 27 日与上海文广合作推出的“歌华 SITV 高清”点播收费节目包上线，2011 年广告创收 2,023 万元，2012 年 1 月 11 日已成立歌华益网广告公司，注册资本 800 万元。“歌华飞视”已于 2011 年 6 月开始试点运营，荣获第 20 届北京国际广播电影电视设备展览会应用大奖。目前，“歌华飞视”已上线 75 套广播电视节目，完成了近 200 个热点的布署工作，2012 年拟实现商用突破。现阶段北京基本收视费仍为 18 元/月标准，有线电视及新媒体应用向用户收费仍处于探索过程中。相对更看好网络的广告价值挖掘。

**“十二五”“一网两平台”战略：**以有线电视网络为基础的“首都公共文化服务网络”，以高清交互数字电视平台为核心的“首都新媒体信息综合服务平台”，以上市公司资本平台为核心的“首都文化产业发展投融资平台”——中影集团 1% 股权 pre-IPO 投资、绵阳科技城产业投资基金 1.11% 投资、投资上海文广互动电视等。

**图表 1.业绩摘要**

(人民币, 百万)	2010	2011	同比 (%)	11年 4季度	同比 (%)	环比 (%)
营业收入	1,894	1,898	0.2	666	21.5	53.9
营业成本	(1,600)	(1,761)	10.1	(622)	26.3	58.8
毛利润	295	136	(53.7)	44	(21.1)	7.5
营业税金及附加	(45)	(54)	19.9	(22)	64.8	48.2
销售费用	(78)	(101)	28.3	(38)	27.5	72.4
管理费用	(90)	(97)	8.5	(43)	5.5	141.4
财务费用	27	34	26.9	15	16.8	299.1
资产减值损失	(0)	(1)	2,648.7	1	92.3	(499.1)
投资收益	4	55	1,436.1	(1)	(154.1)	(104.9)
营业利润	112	(28)	(124.7)	(43)	286.5	(313.0)
营业外收支净额	235	310	31.5	100	118.2	21.6
利润总额	347	282	(18.8)	57	63.8	(44.6)
所得税费用	(1)	(3)	95.0	(2)	212.8	(2,698.8)
少数股东损益	(0)	(0)	319.2	(0)	124.3	48.5
净利润	346	279	(19.4)	55	61.3	(46.4)
政府补助等	(235)	(367)	55.8	(100)	118.2	(10.4)
经营性净利润	110	(88)	(179.7)	(45)	282.4	395.5
息税折旧前利润 (%)	954.2	1,148.4	20.3			
毛利率	15.6	7.2		6.7		
营业利润率	5.9	(1.5)		(6.5)		
有效所得税率	0.4	1.0		3.0		
净利率	18.3	14.7		8.3		
经营性净利率	5.8	(4.6)		(6.8)		

资料来源: 公司数据

**图表 2.营业收入及成本构成**

(人民币, 百万)	营业收入				同比(%)			
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
基本收视费	783	862	924	978	9.2	10.1	7.2	5.8
工程费	105	151	441	239	29.8	44.0	191.7	(45.9)
入网费	31	35	38	38	11.1	10.5	10.6	(1.5)
信息业务	241	276	313	366	26.1	14.9	13.4	16.8
频道收转费	116	122	139	167	11.1	5.7	14.2	19.9
商品销售	41	25	21	54	n.a.	(39.4)	(15.4)	160.1
广告				20				n.a.
主业小计	1,317	1,471	1,878	1,863	17.4	11.8	27.6	(0.8)
其他	43	45	17	35	(32.0)	3.3	(62.5)	109.3
合计	1,360	1,516	1,894	1,898	14.8	11.5	25.0	0.2

(人民币, 百万)	营业成本				同比(%)		
	2008	2009	2010	2011	2009	2010	2011
折旧费用	345	417	584	843	20.7	40.1	44.4
业务运行成本	197	232	517	336	18.0	122.3	(35.0)
人工成本	204	225	275	306	10.4	22.1	11.5
网络运行成本	146	149	193	204	1.9	29.9	5.5
无形资产摊销	6	15	20	24	161.0	31.1	20.9
商品销售成本	24	15	11	47	(39.5)	(26.7)	335.4
其他主业	0	0	0	0	1,666.3	0.7	(100.0)
主业小计	922	1,053	1,599	1,760	14.2	51.9	10.0
其他	11	28	1	2	148.3	(97.7)	191.8
合计	933	1,081	1,600	1,761	15.8	48.0	10.1

资料来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,894	1,898	2,132	2,367	2,621
销售成本	(1,600)	(1,761)	(1,979)	(2,227)	(2,476)
经营费用	390	885	1,125	1,305	1,429
息税折旧前利润	685	1,022	1,278	1,446	1,574
折旧及摊销	(603)	(1,137)	(1,406)	(1,615)	(1,769)
经营利润(息税前利润)	81	(116)	(128)	(169)	(195)
净利息收入/(费用)	27	34	20	17	17
其他收益/(损失)	239	364	407	459	504
税前利润	347	282	299	307	326
所得税	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
少数股东权益	0	0	(1)	(1)	(1)
净利润	346	279	296	303	322
核心净利润	346	276	291	298	317
每股收益(人民币)	0.324	0.260	0.253	0.260	0.276
核心每股收益(人民币)	0.324	0.236	0.250	0.256	0.272
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.106	0.109	0.115
收入增长(%)	25	0	12	11	11
息税前利润增长(%)	(69)	(242)	11	32	16
息税折旧前利润增长(%)	(1)	49	25	13	9
每股收益增长(%)	4	(20)	6	3	6
核心每股收益增长(%)	4	(27)	6	2	6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	347	282	299	307	326
折旧与摊销	603	1,137	1,406	1,615	1,769
净利息费用	(27)	(34)	(20)	(17)	(17)
运营资本变动	(35)	(197)	70	62	55
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	26	(263)	(729)	(832)	(884)
经营活动产生的现金流	915	926	1,026	1,135	1,249
购买固定资产净值	(1,956)	(2,226)	464	70	(366)
投资减少/增加	(53)	10	0	0	0
其他投资现金流	922	1,188	678	697	741
投资活动产生的现金流	(1,087)	(1,028)	1,142	767	376
净增权益	4	5	6	7	8
净增债务	1,260	(252)	65	65	65
支付股息	0	(106)	(106)	(112)	(115)
其他融资现金流	497	741	(2,858)	(1,670)	(945)
融资活动产生的现金流	1,761	388	(2,893)	(1,710)	(987)
现金变动	1,590	285	(724)	192	638
期初现金	1,490	3,080	3,365	2,641	2,833
公司自由现金流	(168)	(97)	2,174	1,909	1,633
权益自由现金流	1,093	(358)	2,259	1,991	1,715

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	3,080	3,373	2,641	2,833	3,471
应收帐款	4	15	21	28	36
库存	117	161	183	208	234
其他流动资产	113	176	197	225	254
流动资产总计	3,314	3,726	3,042	3,294	3,995
固定资产	5,312	7,001	7,898	8,296	8,253
无形资产	100	99	97	94	91
其他长期资产	401	292	285	281	280
长期资产总计	5,812	7,392	8,280	8,671	8,624
总资产	9,126	11,117	11,323	11,965	12,619
应付帐款	473	866	565	614	658
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	729	866	827	901	975
流动负债总计	1,202	1,732	1,393	1,515	1,633
长期借款	1,260	1,326	1,391	1,456	1,521
其他长期负债	1,403	2,739	3,009	3,248	3,490
股本	1,060	1,060	1,060	1,060	1,060
储备	4,197	4,256	4,466	4,681	4,909
股东权益	5,258	5,316	5,526	5,741	5,970
少数股东权益	3	3	4	5	5
总负债及权益	9,126	11,117	11,323	11,965	12,619
每股帐面价值(人民币)	4.96	5.01	5.21	5.41	5.63
每股有形资产(人民币)	4.86	4.92	5.12	5.33	5.54
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.72)	(1.92)	(1.18)	(1.30)	(1.84)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	36.1	53.8	59.9	61.1	60.0
息税前利润率(%)	4.3	(6.1)	(6.0)	(7.1)	(7.5)
税前利润率(%)	18.3	14.9	14.0	13.0	12.4
净利率(%)	18.3	14.7	13.9	12.8	12.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.8	2.2	2.2	2.2	2.4
利息覆盖率(倍)	52.4	(4.5)	(22.8)	(22.3)	(19.5)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.7	2.1	2.1	2.0	2.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	25.2	34.1	32.2	31.4	29.6
核心业务市盈率(倍)	25.2	34.5	32.7	31.9	30.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	27.8	38.0	36.0	35.2	33.1
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
价格/现金流(倍)	9.5	10.3	9.3	8.4	7.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	6.5	5.8	5.0	4.3
<b>周转率</b>					
存货周转天数	26.6	33.4	33.7	34.1	34.5
应收帐款周转天数	0.8	2.9	3.6	4.3	5.1
应付帐款周转天数	91.1	166.6	96.8	94.7	91.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	30.7	38.0	38.0	38.0	38.0
净资产收益率(%)	7.1	5.3	5.5	5.4	5.5
资产收益率(%)	1.1	(1.1)	(1.1)	(1.5)	(1.6)
已运用资本收益率(%)	2.0	(0.8)	(1.5)	(2.0)	(2.3)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 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