



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

证券投资咨询业务证书编号：S1300510120022  
(8610) 6622 9323  
tracy.feng@bocichina.com

# 歌华有线 2012 上半年净利润 同比微增 3.4%

歌华有线(600037.CH/人民币 6.71, 持有)2012 上半年营业收入 9.61 亿元, 同比增长 20%, 归属于母公司的净利润 1.25 亿元, 同比增长 3.4%, 合每股收益 0.12 元, 扣除 2.1 亿元政府补助等后, 亏损 8,537 万元, 比上年同期扩大 1.5 倍; 经营性现金流量净额 2.93 亿元, 同比减少 11.4%, 略好于我们的预期。其中 2 季度收入、净利润和经营性现金流分别比上年同期增长 17.8%、1.2% 和 9.9%, 2 季度扣除 1.06 亿元政府补助等后, 亏损 1,560 万元, 比上年同期扩大 0.6 倍。我们基本维持全年 0.265 元每股收益预测。尽管公司目前户均市值不到 1,500 元、市净率 1.3 倍——估值处于历史低点, 且经营现金流正常, 但有线行业整体仍然处于资本投入持续、市场竞争加剧的阶段, 我们关注北京市高清交互数字电视补贴政策调整的可能及年底国网公司挂牌催化剂, 维持**持有**评级。

经营性亏损扩大: 1) 2012 年全年核算机顶盒等折旧成本的用户规模比上年同期大幅增加, 上半年折旧成本同比增长 32.9%至 5.33 亿元, 占收入总额的比重提升 5.3 个百分点至 55.5%, 达历史高点。2) 伴随高清交互平台建设持续, 新业务上线或加大运营投入, 运营成本同比增长 31.2%至 1.77 亿元, 收入占比提升 1.5 个百分点至 18.4%。3) 由于本期不再有上年同期的金融资产处置收益, 本期投资收益比上年同期减少 2,851 万元至 225 万元亏损。

上半年用户拓展减速: 截至 2012 年 6 月底, 公司有线电视用户 486 万户, 数字电视 362 万户, 高清交互数字电视 290 万户, 分别比上年末新增 10、17 和 18 万户, 高清交互渗透率达 59.7%。自 2011 年末完成“3 年新增 260 万高清交互用户”目标后, 公司 2012 上半年高清交互用户拓展减速, 主要完成已覆盖地区的补领工作, 同时推进宾馆、医院等非居民户的数字化整转。上半年公司整体资本性支出 5.18 亿元, 比上年同期下降 48%。尽管平台建设持续, 可支撑用户量级稳步提升, 但用户发展是否重新加快, 需要看上层安排, 政策补助政策是否持续或调整。2012 上半年, 公司共收到 2,280 万元高清交互机顶盒补助经费, 本期确认 1.9 亿元营业外收入, 期末余额 14.05 亿元; 数字化整体转换补助经费本期确认 1,500 万元, 期末余额 1,667 万元。短期内政府补助对业绩的支撑没有问题。

平台建设、多元化业务拓展及对外合作稳健推进: 公司“一网两平台”战略稳步推进。上半年除基本收视费和入网费小幅增长外, 工程费、信息服务费、频道落地费、广告收入等实现双位数增长。得益于公司对外主动营销, 企业专网建设项目增多。个人宽带业务启动与 SITV、歌华飞视等的捆绑销售, 直面电信运营商带宽升级的竞争。广告业务上半年达 3,500 万元规模, 同时 2012 年新增关联交易中, 北京电视台与公司全年将有 3,000 万元广告交易。此外, 公司与中移动、华数传媒、河北有线等展开战略合作。

**图表 1.业绩摘要**

(人民币, 百万)	11年 上半年	12年 上半年	同比 增长(%)	12年 2季度	同比 增长(%)	环比 增长(%)
营业收入	799	961	20.2	522	17.8	18.8
营业成本	(748)	(940)	25.7	(488)	18.4	7.7
毛利	51	21	(59.5)	34	9.4	(351.5)
营业税费	(18)	(34)	92.3	(19)	83.8	24.7
销售费用	(40)	(44)	8.1	(24)	9.9	17.2
管理费用	(37)	(37)	0.5	(19)	(2.7)	11.4
财务费用	15	16	2.4	13	(1.2)	380.7
资产减值损失	(2)	(3)	44.5	(1)	(20.9)	(76.4)
投资收益	26	(2)	(108.6)	1	(96.3)	(130.8)
营业利润	(5)	(84)	1,685.4	(14)	(175.1)	(79.2)
营业外收支净额	127	211	65.5	106	48.9	1.0
利润总额	122	126	3.2	91	1.1	159.9
所得税费用	(1)	(1)	(13.5)	(1)	(10.3)	1,217.5
少数股东损益	(0)	(0)	(8.2)	(0)	0.6	(1,201.8)
净利润	121	125	3.4	90	1.2	157.1
非经常性损益	(155)	(211)	36.0	(106)	7.1	0.9
扣非后净利润 (%)	(34)	(85)	152.9	(16)	62.0	(77.6)
毛利率	6.4	2.1		6.6		
营业利润率	(0.6)	(8.8)		(2.8)		
有效所得税率	0.9	0.8		1.0		
净利率	15.2	13.0		17.3		
扣非后净利率	(4.2)	(8.9)		(3.0)		

资料来源: 公司数据

**图表 2.收入及成本细分**

(人民币, 百万)	营业收入				同比增长(%)		
	09年 上半年	10年 上半年	11年 上半年	12年 上半年	10年 上半年	11年 上半年	12年 上半年
基本收视费	408	436	455	482	6.7	4.5	5.9
工程费	75	313	65	89	316.3	(79.1)	36.1
入网费	17	19	18	20	14.4	(5.0)	5.9
信息业务	105	120	154	200	13.6	28.4	30.1
频道收转费	60	68	77	101	13.4	13.2	31.5
材料销售	12	11	7	8	(2.7)	(40.1)	18.0
广告			9	35			285.0
设备使用费			10	21			103.9
主业小计	677	967	795	955	42.7	(17.7)	20.0
其他	1	8	4	6	480.0	(51.0)	64.3
合计	679	975	799	961	43.6	(18.0)	20.2

  

(人民币, 百万)	营业成本				收入占比(%)		
	09年 上半年	10年 上半年	11年 上半年	12年 上半年	10年 上半年	11年 上半年	12年 上半年
折旧费用	197	264	401	533	27.1	50.2	55.5
业务运行成本	84	339	135	177	34.8	16.9	18.4
人工	83	98	113	125	10.0	14.1	13.0
网络运行成本	73	76	84	86	7.8	10.5	8.9
无形资产摊销	6	9	11	13	0.9	1.4	1.4
商品销售	7	8	3	5	0.8	0.4	0.5
其他主业	0.34	0.34	0.04	-	0.035	0.005	-
主业小计	450	795	748	939	81.5	93.6	97.7
其他	-	-	0.5	1.1	-	0.1	0.1
合计	450	795	748	940	81.5	93.6	97.9

资料来源: 公司数据

### 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。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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