

# 华数传媒 (000156.SZ) 广播影视行业

评级: 增持 首次评级

公司点评

王铮

分析师 SAC 执业编号: S1130511060001  
(8621)61038285  
wang\_zheng@gjzq.com.cn

## 定向增发收购宽带业务, 驱动主业协同发展

### 事件

华数传媒公布《非公开发行 A 股股票预案》, 拟向包括公司控股股东华数集团在内的不超过 10 名特定投资者募集资金, 用于收购网通信息港拥有的宽带网络业务及相应资产包及补充流动资金。

### 评论

**拟募集不超过 72000 万资金, 发行价不低于 8 元:** 本次非公开发行的发行对象包括控股股东华数集团在内的不超过 10 名特定投资者。除华数传媒外的其他发行对象为符合中国证监会规定的机构与自然人等特定投资者。非公开发行的股份数量不超过 9000 万股, 募集资金不超过 72000 万元; 华数传媒承诺以不超过 6000 万元认购公司本次发行股份, 因此面向其他特定投资者的募集金额约 66000 万元。发行价不低于 8 元。华数集团认购的股票自发行结束之日起 36 个月内不得转让; 其他特定投资者认购的股票自发行结束之日起 12 个月内不得转让。公司 2012、2013 年不进行现金分红。

**收购标的为宽带网络业务资产, 估值合理:** 本次非公开发行募集资金用于收购网通信息港拥有的宽带网络业务及相应资产包, 包括: 网通信息港(母公司)的宽带网络业务及其对应资产, 及其拥有的富阳网通 30.88%的股权、余杭网通 35%的股权、桐庐网通 27.71%的股权和临安网通 35.22%的股权。本次交易完成后, 公司拟以现金方式向华数传媒收购其持有的富阳网通 69.12%的股权、余杭网通 50%的股权。以本次募集资金 72000 万计算, 对应收购资产 2011 年 PE 约 17 倍, 2012 年 PE 约 16 倍。收购资产中网通信息港(母公司)宽带业务 2012 年增速平稳, 富阳网通、余杭网通、桐庐网通以及临安网通 2012 年利润高速增长。根据《宽带网络基础设施“十二五”规划》, 到“十二五”期末, 有线宽带用户预计翻番, 超过 2.5 亿户, 仍有高成长空间; 在富阳、余杭等宽带普及率仍有较大提升空间的地区, 宽带业务预计将保持高增长态势。本次交易估值较合理。

**资产整合驱动三大业务协同发展:** 本次收购完成后, 公司主业在全国新媒体业务和杭州地区有线网络业务之外, 新增面向个人和机构客户的宽带网络业务及基于宽带网络的信息服务业务。未来公司将面向个人用户综合发展数字有线电视及宽带业务, 通过一站式销售一体化服务为消费者提供完善的服务, 带动宽带与新媒体业务共同增长, 并提升用户粘性。面向机构用户, 公司将集成发展业务数据网和数字有线电视网, 通过提高用户体验, 长期保持为政府机关及企事业单位提供便捷优质的信息化服务的优势。

**富阳、余杭通过一站式销售拉动互动电视高增长可期:** 网通信息港为杭州地区主要的宽带业务运营商之一; 华数传媒杭州地区互动电视的上行传输主要租用网通信息港的宽带网络; 收购后宽带业务将与公司现有互动电视新媒体业务产生较大协同效应。富阳地区互动电视用户在有线网络用户中渗透率仅 5.61%, 余杭地区渗透率仅 8.42%; 2012 年富阳网通与余杭网通宽带业务在当地高速增长, 未来经由宽带、互动电视等业务一站式销售推广, 实现新媒体业务高速增长前景可期。

**未来投资要点在于浙江省网资产注入、基础收视费涨价、浙江互动电视渗透率提升、IPTV 与互联网电视等:** 通过本次交易公司完成借壳上市重组报告书中关于 24 个月内将与华数集团存在潜在同业竞争的宽带网络资产纳入上市公司的承诺。未来公司的投资要点在于所承诺的 5 年内完成浙江省网整合带来的用户资产注入, 杭州二区五县 140 万用户的涨价听证申请带来的基础收视费提升, 以及浙江省网整合后公司推动互动电视渗透率提升进程; 公司在 IPTV 与互联网电视等新媒体业态的布局也将逐步培育新增长点。

### 投资建议

预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.16、0.23、0.31 元, 公司未来投资要点在于浙江省网资产注入、基础收视费涨价、浙江互动电视渗透率提升、IPTV 与互联网电视业务发展等, 首次给予“增持”评级。

**图表1: 盈利预测表**

盈利预测表(单位: 百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>一、营业总收入</b>	<b>1,018.59</b>	<b>1,293.77</b>	<b>1,662.14</b>	<b>2,117.58</b>	<b>2,702.94</b>
营业收入	1018.59	1293.77	1,662.14	2,117.58	2,702.94
有线电视网络收入	817.53	881.59	924.66	971.46	1010.41
基本收视维护费	415.73	429.29	450.75	473.29	487.49
付费频道	28.15	35.33	44.17	55.21	66.25
节目传输	90.63	115.74	121.52	127.60	133.98
新屋配套设施建设	208.61	205.48	209.59	213.78	218.05
机顶盒销售	74.40	95.76	98.63	101.59	104.64
新媒体业务收入	274.59	435.46	707.48	1096.11	1692.53
杭州地区互动电视	119.54	174.80	262.20	367.07	513.90
杭州以外互动电视	83.78	120.70	205.20	328.32	492.47
手机电视	2.67	35.78	71.55	128.79	231.83
互联网电视	7.46	25.11	50.23	90.41	162.73
互联网视听	41.85	37.29	46.62	55.94	67.13
新媒体版权发行	8.74	18.05	36.09	72.19	144.37
新媒体广告	10.56	23.73	35.60	53.39	80.09
<b>二、营业总成本</b>	<b>973.58</b>	<b>1,206.58</b>	<b>1,486.53</b>	<b>1,856.53</b>	<b>2,351.18</b>
营业成本	619.82	753.55	962.38	1,196.43	1,516.35
<b>毛利率</b>	<b>39.15%</b>	<b>41.76%</b>	<b>42.10%</b>	<b>43.50%</b>	<b>43.90%</b>
营业税金及附加	31.70	41.74	51.53	65.64	83.79
营业税金及附加比率	3.11%	3.23%	3.10%	3.10%	3.10%
销售费用	153.90	212.75	265.94	338.81	432.47
销售费用率	15.11%	16.44%	16.00%	16.00%	16.00%
管理费用	109.40	139.47	178.68	227.64	290.57
管理费用率	10.74%	10.78%	10.75%	10.75%	10.75%
财务费用	49.53	52.48	20.00	20.00	20.00
资产减值损失	9.23	6.58	8.00	8.00	8.00
<b>三、其他经营收益</b>	<b>-7.51</b>	<b>1.47</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-7.51	1.47	1.00	1.00	1.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>37.50</b>	<b>88.66</b>	<b>176.61</b>	<b>262.05</b>	<b>352.76</b>
<b>营业利润率</b>	<b>3.68%</b>	<b>6.85%</b>	<b>10.63%</b>	<b>12.37%</b>	<b>13.05%</b>
加: 营业外收入	29.10	48.09	30.00	30.00	30.00
减: 营业外支出	7.99	5.69	5.00	5.00	5.00
<b>五、利润总额</b>	<b>58.60</b>	<b>131.07</b>	<b>201.61</b>	<b>287.05</b>	<b>377.76</b>
减: 所得税	10.38	11.98	20.16	28.70	37.78
所得税率	17.71%	9.14%	10.00%	10.00%	10.00%
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>六、净利润</b>	<b>48.22</b>	<b>119.09</b>	<b>181.45</b>	<b>258.34</b>	<b>339.99</b>
减: 少数股东损益	-2.74	-0.14	1.00	1.00	1.00
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>50.96</b>	<b>119.23</b>	<b>180.45</b>	<b>257.34</b>	<b>338.99</b>
<b>净利润率</b>	<b>5.00%</b>	<b>9.22%</b>	<b>10.86%</b>	<b>12.15%</b>	<b>12.54%</b>
<b>七、每股收益(元)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.11</b>	<b>0.16</b>	<b>0.23</b>	<b>0.31</b>

来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>752</b>	<b>873</b>	<b>1,038</b>	<b>1,662</b>	<b>2,118</b>	<b>2,703</b>
增长率		16.2%	18.8%	60.2%	27.4%	27.6%
<b>主营业务成本</b>	<b>-641</b>	<b>-780</b>	<b>-915</b>	<b>-959</b>	<b>-1,196</b>	<b>-1,516</b>
%销售收入	85.3%	89.3%	88.2%	57.7%	56.5%	56.1%
<b>毛利</b>	<b>111</b>	<b>94</b>	<b>123</b>	<b>703</b>	<b>921</b>	<b>1,187</b>
%销售收入	14.7%	10.7%	11.8%	42.3%	43.5%	43.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-52</b>	<b>-66</b>	<b>-84</b>
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	3.1%	3.1%	3.1%
<b>营业费用</b>	<b>-66</b>	<b>-32</b>	<b>-40</b>	<b>-266</b>	<b>-339</b>	<b>-432</b>
%销售收入	8.8%	3.6%	3.8%	16.0%	16.0%	16.0%
<b>管理费用</b>	<b>-33</b>	<b>-35</b>	<b>-38</b>	<b>-179</b>	<b>-228</b>	<b>-291</b>
%销售收入	4.4%	4.1%	3.7%	10.8%	10.8%	10.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>9</b>	<b>24</b>	<b>42</b>	<b>207</b>	<b>289</b>	<b>380</b>
%销售收入	1.2%	2.8%	4.1%	12.5%	13.7%	14.1%
<b>财务费用</b>	<b>-23</b>	<b>-15</b>	<b>-14</b>	<b>-17</b>	<b>-16</b>	<b>-2</b>
%销售收入	3.0%	1.7%	1.4%	1.0%	0.8%	0.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>-16</b>	<b>22</b>	<b>1</b>	<b>-8</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>77</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
%税前利润	0.0%	38.9%	8.3%	0.5%	0.3%	0.3%
<b>营业利润</b>	<b>-29</b>	<b>109</b>	<b>39</b>	<b>183</b>	<b>266</b>	<b>371</b>
营业利润率	n.a	12.5%	3.8%	11.0%	12.6%	13.7%
<b>营业外收支</b>	<b>122</b>	<b>90</b>	<b>80</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>25</b>
<b>税前利润</b>	<b>93</b>	<b>199</b>	<b>119</b>	<b>208</b>	<b>291</b>	<b>396</b>
利润率	12.3%	22.7%	11.4%	12.5%	13.8%	14.7%
<b>所得税</b>	<b>-8</b>	<b>-14</b>	<b>-13</b>	<b>-21</b>	<b>-29</b>	<b>-40</b>
所得税率	8.2%	7.0%	11.3%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>净利润</b>	<b>85</b>	<b>185</b>	<b>105</b>	<b>188</b>	<b>262</b>	<b>357</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>84</b>	<b>184</b>	<b>104</b>	<b>187</b>	<b>261</b>	<b>356</b>
净利率	11.2%	21.1%	10.1%	11.2%	12.3%	13.2%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>净利润</b>	<b>85</b>	<b>185</b>	<b>105</b>	<b>188</b>	<b>262</b>	<b>357</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>28</b>	<b>-12</b>	<b>8</b>	<b>16</b>	<b>19</b>	<b>22</b>
<b>非经营收益</b>	<b>25</b>	<b>-114</b>	<b>5</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-19</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-143</b>	<b>-60</b>	<b>-61</b>	<b>-253</b>	<b>-29</b>	<b>-39</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>57</b>	<b>-53</b>	<b>247</b>	<b>321</b>
<b>资本开支</b>	<b>131</b>	<b>48</b>	<b>-1</b>	<b>-18</b>	<b>-14</b>	<b>-15</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>76</b>	<b>27</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>131</b>	<b>125</b>	<b>26</b>	<b>-18</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-73</b>	<b>-116</b>	<b>-21</b>	<b>231</b>	<b>-197</b>	<b>-214</b>
<b>其他</b>	<b>-19</b>	<b>16</b>	<b>-1</b>	<b>-20</b>	<b>-36</b>	<b>-23</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-91</b>	<b>-101</b>	<b>-22</b>	<b>212</b>	<b>-234</b>	<b>-237</b>
<b>现金净流量</b>	<b>35</b>	<b>23</b>	<b>61</b>	<b>141</b>	<b>0</b>	<b>70</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>货币资金</b>	<b>53</b>	<b>77</b>	<b>59</b>	<b>200</b>	<b>200</b>	<b>270</b>
<b>应收款项</b>	<b>81</b>	<b>89</b>	<b>70</b>	<b>183</b>	<b>228</b>	<b>288</b>
<b>存货</b>	<b>28</b>	<b>26</b>	<b>46</b>	<b>131</b>	<b>164</b>	<b>208</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>12</b>	<b>33</b>	<b>51</b>	<b>79</b>	<b>98</b>	<b>123</b>
<b>流动资产</b>	<b>175</b>	<b>225</b>	<b>226</b>	<b>593</b>	<b>689</b>	<b>889</b>
%总资产	49.6%	75.5%	79.0%	86.6%	85.2%	86.0%
<b>长期投资</b>	<b>16</b>	<b>10</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>固定资产</b>	<b>107</b>	<b>41</b>	<b>38</b>	<b>62</b>	<b>82</b>	<b>98</b>
%总资产	30.4%	13.9%	13.3%	9.0%	10.1%	9.5%
<b>无形资产</b>	<b>49</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>43</b>
<b>非流动资产</b>	<b>177</b>	<b>73</b>	<b>60</b>	<b>92</b>	<b>119</b>	<b>144</b>
%总资产	50.4%	24.5%	21.0%	13.4%	14.8%	14.0%
<b>资产总计</b>	<b>352</b>	<b>297</b>	<b>286</b>	<b>685</b>	<b>809</b>	<b>1,033</b>
<b>短期借款</b>	<b>340</b>	<b>233</b>	<b>181</b>	<b>413</b>	<b>215</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>162</b>	<b>51</b>	<b>58</b>	<b>181</b>	<b>228</b>	<b>289</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>331</b>	<b>310</b>	<b>246</b>	<b>118</b>	<b>146</b>	<b>182</b>
<b>流动负债</b>	<b>834</b>	<b>594</b>	<b>486</b>	<b>712</b>	<b>589</b>	<b>471</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>836</b>	<b>596</b>	<b>486</b>	<b>712</b>	<b>589</b>	<b>472</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>-486</b>	<b>-301</b>	<b>-203</b>	<b>-32</b>	<b>214</b>	<b>554</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>352</b>	<b>297</b>	<b>286</b>	<b>685</b>	<b>809</b>	<b>1,033</b>

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
<b>每股收益</b>	0.710	1.550	0.879	0.170	0.238	0.324
<b>每股净资产</b>	-4.090	-2.534	-1.708	-0.269	1.796	4.657
<b>每股经营现金净流</b>	-0.036	-0.014	-0.177	-0.446	2.073	2.701
<b>每股股利</b>	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
<b>净资产收益率</b>	-17.36%	-61.18%	-51.45%	-582.06%	122.24%	64.23%
<b>总资产收益率</b>	23.98%	61.98%	36.48%	27.23%	32.29%	34.43%
<b>投入资本收益率</b>	-5.75%	-35.55%	-209.94%	48.32%	59.85%	60.85%
<b>增长率</b>						
<b>主营业务收入增长率</b>	32.77%	16.17%	18.80%	60.18%	27.40%	27.64%
<b>EBIT增长率</b>	N/A	173.44%	74.27%	389.46%	39.68%	31.38%
<b>净利润增长率</b>	338.81%	118.37%	-43.33%	78.51%	39.98%	36.25%
<b>总资产增长率</b>	-0.15%	-15.52%	-3.71%	139.11%	18.04%	27.78%
<b>资产管理能力</b>						
<b>应收账款周转天数</b>	11.3	9.7	10.7	20.0	20.0	20.0
<b>存货周转天数</b>	12.6	12.7	14.3	50.0	50.0	50.0
<b>应付账款周转天数</b>	10.9	8.4	5.6	10.0	10.0	10.0
<b>固定资产周转天数</b>	52.0	17.1	13.4	11.2	10.5	9.1
<b>偿债能力</b>						
<b>净负债/股东权益</b>	-59.41%	-52.39%	-61.31%	-780.91%	6.96%	-48.06%
<b>EBIT利息保障倍数</b>	0.4	1.6	3.0	12.3	17.5	169.8
<b>资产负债率</b>	237.35%	200.30%	169.57%	103.98%	72.86%	45.73%

来源：公司年报、国金证券研究所

**投资评级的说明:**

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B