

歌华有线 (600037.SH) 有线网络行业

评级: 增持 首次评级

公司研究简报

市价(人民币): 6.63元

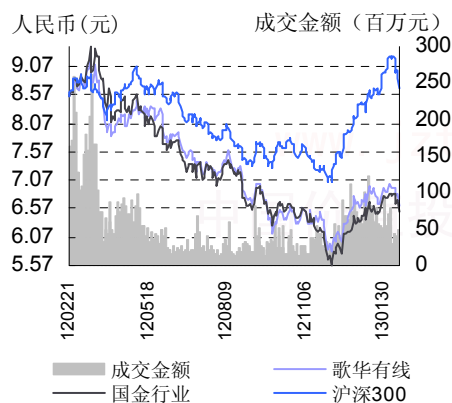
目标(人民币): 6.93元

毛利率开始回升, 业绩逐季好转;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,060.37
总市值(百万元)	70.30
年内股价最高最低(元)	9.23/5.81
沪深300指数	2610.55
上证指数	2325.95



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.326	0.263	0.277	0.315	0.405
每股净资产(元)	4.96	5.01	5.16	5.35	5.62
每股经营性现金流(元)	0.86	0.87	0.77	1.14	1.24
市盈率(倍)	38.32	30.38	23.91	21.03	16.36
行业优化市盈率(倍)	46.21	43.46	42.49	42.49	42.49
净利润增长率(%)	4.80%	-19.39%	5.43%	13.70%	28.53%
净资产收益率(%)	6.58%	5.24%	5.37%	5.90%	7.21%
总股本(百万股)	1,060.36	1,060.37	1,060.37	1,060.37	1,060.37

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **大规模资本开支结束, 毛利开始回升, 营业外收入对净利贡献较大, 业绩逐季改善:** (1) 有线数字化比例已达 74.5%, 双向化改造用户渗透率为 60%, 预计大规模资本开支(高清交互机顶盒, 双向网改造)结束; (2) 2012Q1 毛利率-3.10%触底, 未来固定资产折旧占比逐年下滑, 毛利持续回升; (3) 高清交互机顶盒 2012-2015 年分别计入营业外收入 3.82、3.82、3.82、3.09 亿, 业绩有一定支撑; (4) 业绩将逐季改善, 预计 2014 年业绩增速为 28%。
- **收入增速有所加快, 未来增长值得期待:** (1) 付费电视空间巨大, 增值业务贡献收入: 双向用户渗透率较高, 未来付费电视业务和增值业务都有望迎来快速发展; (2) 信息服务业务有望受益于政策支持: 国家有线成立, 关注相关政策, 整合方式及网间结算费用是否可降低; (3) 收视费提升: 全国仅有北京、南昌、宁波还未提价, 短期还未有提价趋势, 密切关注。

盈利预测及投资建议

- 我们预计 2012-2014 年营业收入分别为 22、25、28 亿, 同比增长 16%、14%、11%; 净利润分别为 2.94、3.34、4.30 亿, 同比增长 5.5%、14%、28%, EPS 分别为 0.28、0.32、0.41 元。
- 考虑到公司 2013-2014 年业绩将持续好转, 我们给予公司 2013 年 22 倍 PE, 目标价 6.93 元, 首次评级“增持”。

风险

- 加快双向用户发展, 资本开支加大。

张燕

联系人

(8621)60893126
zhang_yan@gjzq.com.cn

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

内容目录

毛利开始回升，业绩逐季改善	3
收入增速有所加快，未来增长值得期待	6
盈利预测与投资建议	7
收入预测	7
成本预测	9
投资建议	10
附录：三张报表预测摘要	11

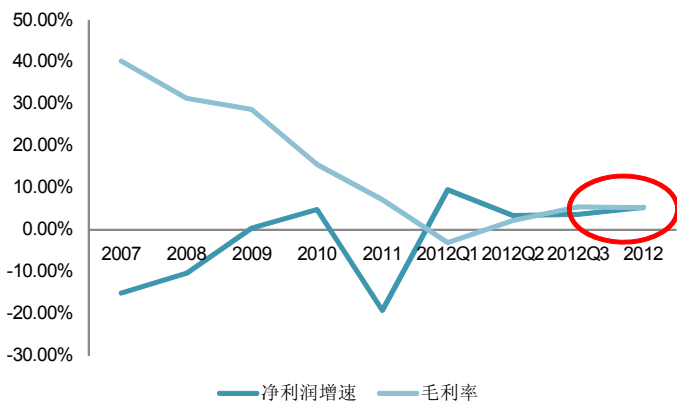
图表目录

图表 1: 2007-2012 年净利润增速及毛利变化情况	3
图表 2: 2007-2012Q3 歌华有线营业外收入	3
图表 3: 2012H1 专用设备开支明显下滑	4
图表 4: 2006-2012H1 有线电视、高清交互用户数	4
图表 5: 2006-2015E 专用设备折旧费用摊销表 (单位: 百万)	4
图表 6: 2006-2011 年政府对歌华有线免费发放机顶盒补贴情况	5
图表 7: 2006-2016E 营业外收入摊销表	5
图表 8: 歌华有线毛利率将逐季回升	6
图表 9: 歌华有线业绩从 2013 年开始逐年好转	6
图表 10: 2002-2012 年歌华有线营业收入及增速	7
图表 11: 2002-2012 年歌华有线净利润及增速	7
图表 12: 2006-2012H1 歌华有线分类别收入占比	7
图表 13: 2008-2012H1 歌华有线分业务收入增速	7
图表 14: 2003-2014E 有线电视收视费收入 (单位: 百万)	8
图表 15: 2005-2014E 信息业务收入	8
图表 16: 2003-2014E 有线电视入网费收入	8
图表 17: 2007-2014 年歌华有线收入预测	9
图表 18: 2007-2014E 歌华有线营业成本预测	10
图表 19: A 股有线网络上市公司估值表	10

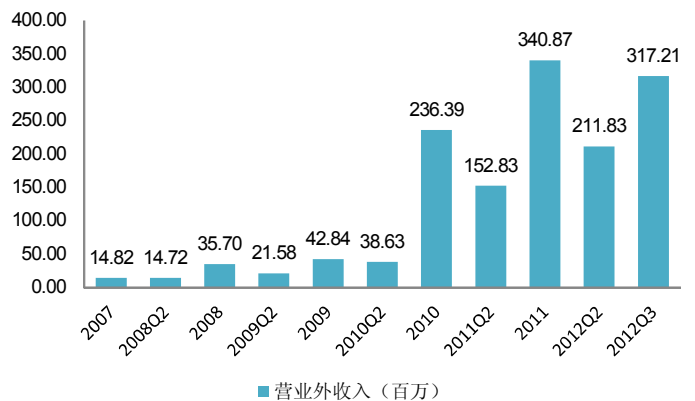
毛利开始回升，业绩逐季改善

- 我们认为未来歌华有线大规模资本开支的可能性很小，固定资产折旧费用将在 2012-2013 年达到顶峰，但折旧占比将从 2013 年开始下滑，毛利率在 2012Q1 触底之后持续回升，2012-2015 年营业外收入对公司的净利润仍有显著贡献，预计业绩从 2013 年开始逐季回升，2014 年有望大幅上升。
- 毛利率开始回升：歌华有线自 2006 年开始数字化改造，2009 年发展高清交互用户以来，资本开支逐年加大，导致毛利率从 2007 年的 40.21% 大幅下滑至 2012Q1 的 -3.10%，净利润止步不前，2010-2011 年若非政府补助，营业利润分别下滑 62%、125%，股价也连续 5 年持续向下，但值得关注的是 2012Q2 毛利率有所回升。
- 大规模资本开支可能性很小：从已公告的数据可以看出，2012H1 公司专用设备（双向高清机顶盒和双向网改造成本）的资本开支显著减少，为 2.69 亿，而 2006-2011 年分别投入 2.78 亿、5.88 亿、6.33 亿、7.23 亿、18.02 亿、18.92 亿，预计今后大规模资本开支的可能性很小，主要在于有线数字化比例已经达到 74.5%，双向化改造用户渗透率为 60%，用于资本开支的用户空间不大。
- 2012-2013 年折旧达到顶峰，2013 年折旧占比开始下滑：专用设备的资本开支主要有有机顶盒和双向网改造，两者的摊销年限分别为 5、10 年，依据前几年每年的摊销额计算，整体专用设备的摊销年限约为 6 年左右，依据摊销规则，2012-2013 年专用设备折旧将达到顶峰，分别为 10.33、10.41 亿，之后将逐年回落，折旧占比则从 2013 年开始下滑。
- 2012-2015 年营业外收入对净利润仍有显著贡献：截止 2011 年年底，公司高清机顶盒补助经费还有 15.74 亿，按 5 年摊销，2012-2015 年分别计入营业外收入 3.82、3.82、3.82、3.09 亿，对净利润贡献显著。
- 2013 年开始业绩逐季好转，预计 2014 年大幅上升：（1）毛利率自今年一季度触底之后，二、三季度已经开始回升，后续大规模资本开支可能性很小，预计毛利率将持续回升；（2）2013 年毛利率有所提高，营业外收入贡献较大，预计净利润增速约为 14%，2014 年毛利率加速提升，营业外收入仍有较大贡献，预计净利润增速将达到 28%（详见盈利预测）。

图表1：2007-2012 年净利润增速及毛利变化情况

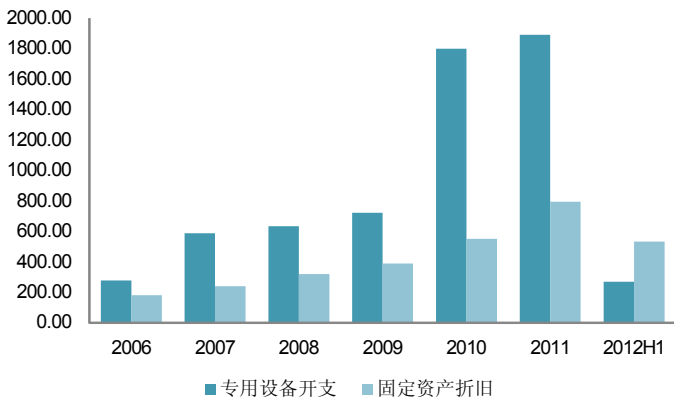


图表2：2007-2012Q3 歌华有线营业外收入

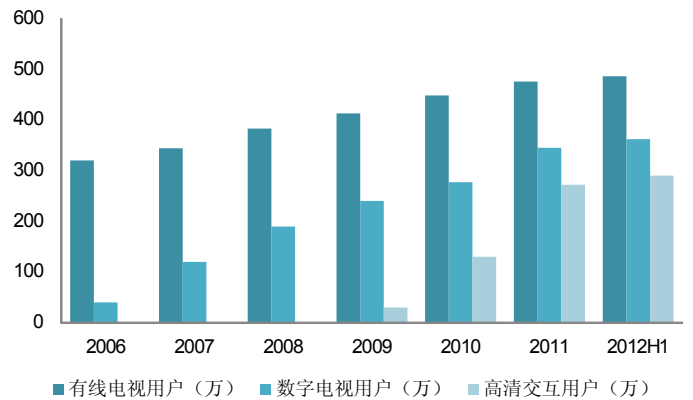


来源：公司公告，国金证券研究所

图表3: 2012H1 专用设备开支下滑



图表4: 2006-2012H1 有线电视、高清交互用户数



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 2006-2015E 专用设备折旧费用摊销表 (单位: 百万)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	
专用设备										
2002专用设备增加	451.59	75.27	30.00							
2003专用设备增加	197.96	32.99	32.99	16.50						
2004专用设备增加	183.89	30.65	30.65	30.65	15.00					
2005专用设备增加	217.65	36.28	36.28	36.28	36.28	18.00				
2006专用设备增加	278.23	46.37	46.37	46.37	46.37	46.37	23.19			
2007专用设备增加	588.58	17.85	98.10	98.10	98.10	98.10	98.10	49.05		
2008专用设备增加	633.39		45.45	105.56	105.56	105.56	105.56	105.56	60.11	
2009专用设备增加	723.35			55.95	120.56	120.56	120.56	120.56	120.56	64.61
2010专用设备增加	1,802.74				129.74	300.46	300.46	300.46	300.46	300.46
2011专用设备增加	1,892.42					106.69	315.40	315.40	315.40	315.40
2012E专用设备增加	600.00						70.00	100.00	100.00	100.00
2013E专用设备增加	400.00							50.00	66.67	66.67
2014E专用设备增加	300.00								35.00	50.00
2015E专用设备增加	200.00									20.00
期初余额	1,706.03	2,289.41	2,915.35	3,591.94	5,378.71	7,187.42	7,757.42	8,132.42	8,412.42	8,412.42
本期增加	588.58	633.39	723.35	1,802.74	1,892.42	600.00	400.00	300.00	200.00	200.00
本期减少	5.21	7.44	46.76	15.97	83.71	30.00	25.00	20.00	20.00	20.00
期末累计	2,289.41	2,915.35	3,591.94	5,378.71	7,187.42	7,757.42	8,132.42	8,412.42	8,412.42	8,592.42
专用设备折旧增加	239.41	319.83	389.40	551.61	795.74	1033.27	1041.03	998.20	917.14	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图6: 2006-2011年政府对歌华有线免费发放机顶盒补贴情况

时间	事件	本次摊销	本年(百万)
2006.12	收到北京广播电视总局的数字电视整体转换40万户的补贴4000万	0.67	0.67
2007.09	收到北京广播电视总局80万的数字电视转整的补贴8000万	5.33	13.33
2008.06	收到北京广播电视总局70万户的数字电视整改的补贴7000万	8.17	32.17
2010.01	收到北京市财政局2009年30万高清机顶盒补贴1.26亿元	32.30	32.30
2010.06	收到北京市财政局2010年100万高清机顶盒补贴4.2亿中的2.94亿元, 10年摊销6个月	29.40	61.70
2010.09	收到北京市财政局2010年100万高清机顶盒补贴4.2亿中的1.26亿元, 10年摊销3个月	6.30	68.00
2010.12	收到北京市各区县财政局100万高清机顶盒补贴2.56亿元, 10年摊销1个月	5.10	73.10
2011.03	收到北京市财政局2011年100万户高清机顶盒补贴的5.46亿中的2亿, 11年摊销10个月	33.33	
2011.09	收到北京市财政局2011年100万户高清机顶盒补贴的5.46亿中剩余的3.46亿, 11年摊销4个月	23.07	261.71

来源: 公司公告, 国金证券研究所

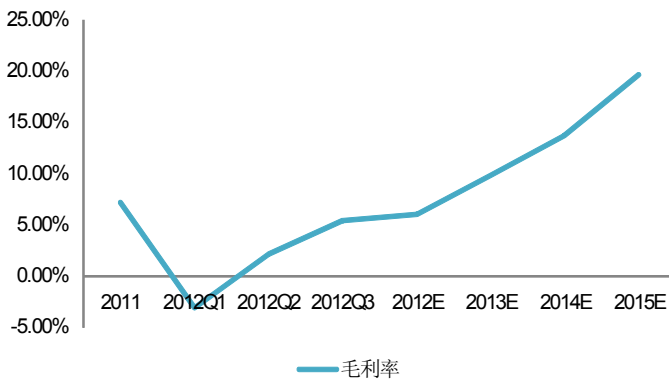
图7: 2006-2016E 营业外收入摊销表

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
有线电视数字化整体转换补助专项资金											
期初数	0.00	39.33	106.00	143.83	105.83	67.83	31.67	5.83	0.00	0.00	0.00
本年增加	40.00	80.00	70.00	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
本年减少	0.67	13.33	32.17	38.00	38.00	36.17	25.83	5.83	0.00	0.00	0.00
期末数	39.33	106.00	143.83	105.83	67.83	31.67	5.83	0.00	0.00	0.00	0.00
连通工程专项资金											
期初数		0	27.42	24.53	21.65	18.76	15.87	12.98	10.09	7.20	4.31
本年增加		28.86	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
本年减少		1.44	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89	2.89
期末数		27.42	24.53	21.65	18.76	15.87	12.98	10.09	7.20	4.31	1.42
高清晰电视频道专项经费											
期初数				4.51	3.68	2.85	2.01	1.18	0.35	0.00	0.00
本年增加				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
本年减少				0.83	0.83	0.83	0.83	0.83	0.35	0.00	0.00
期末数				3.68	2.85	2.01	1.18	0.35	0.00	0.00	0.00
高清交互机顶盒补助经费											
期初数					802.17	729.08	1,574.31	1,192.48	810.66	428.84	120.11
本年增加						1,106.95	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
本年减少					73.10	261.71	381.82	381.82	381.82	308.73	120.11
期末数					729.08	1,574.31	1,192.48	810.66	428.84	120.11	0.00
营业外收入 (仅包含部分) (单位: 百万)				41.72	117.11	303.89	411.38	391.38	385.06	311.62	123.00

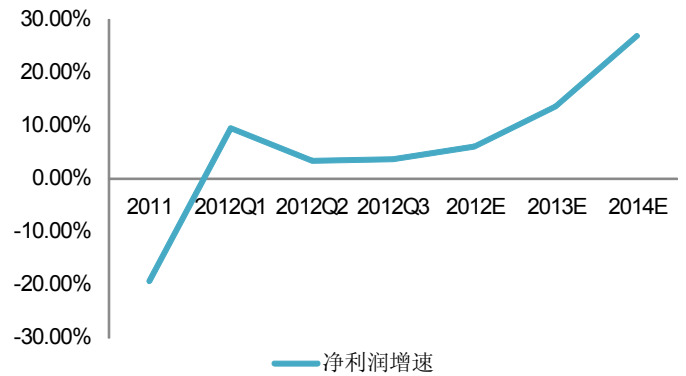
来源: 公司公告, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表8: 歌华有线毛利率将逐季回升



图表9: 歌华有线业绩从 2013 年开始逐年好转

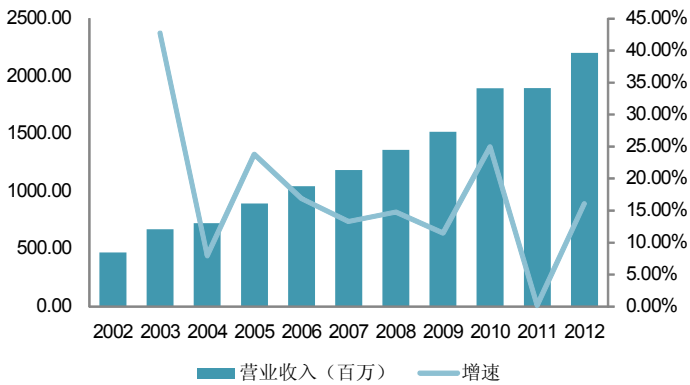


来源: 公司公告, 国金证券研究所

收入增速有所加快, 未来增长值得期待

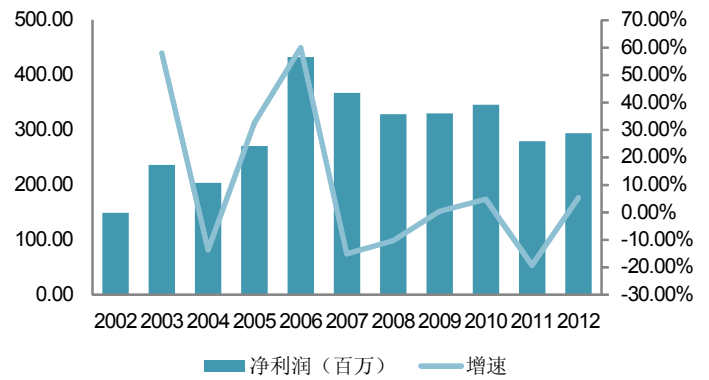
- 歌华有线是北京市唯一一家合法的有线网络运营商, 自 2012 年开始, 收入增速有所加快, 信息服务、频道收转、广告等业务贡献较大, 未来收入增长仍值得期待: (1) 付费电视空间巨大; (2) 增值业务贡献收入; (3) 政策支持信息服务业务加速发展; (4) 收视费提升。
- 歌华有线是北京市唯一一家合法的有线网络运营商, 负责北京市有线网络建设、经营、维护等业务, 2001 年 2 月在上海证券交易所挂牌上市, 公司的实际控制人为北京广播电视台。2012 年公司实现营业收入 22 亿元, 同比增长 16%, 净利润 2.94 亿元, 同比增长 5.51%; 2007-2011 年, 公司营业收入复合增速为 13%, 净利润复合增速为 -4.33%。
- 歌华有线的营业收入主要来自于有线电视收视费、信息服务、频道收转及工程建设, 2012H1 四者合计占收入的 91%。有线电视收视费占比持续下滑, 增速趋缓, 主要原因在于基本收视费一直维持在 18 元/月, 且用户增长空间有限; 信息服务(个人和集团宽带)保持较快增长, 占比扩大, 政策性利好有望持续扩大份额。
- 自 2008 年以来, 歌华有线的营收增速一直较为缓慢(2010 年因结转朝阳图像工程项目 2.42 亿元, 剔除此项目后, 营收增速为 8.8%), 但从 2012 年开始, 营收增速加快, 信息服务、频道收转、工程建设增速均超过 30%, 贡献较大, 值得关注的是, 广告收入达到 3465 万, 同比增长 285%。
- 未来收入的增长值得期待, 有线电视收视及信息业务提升的驱动因素有: (1) 付费电视业务空间巨大: 歌华的双向电视用户位居全国前列, 但一直采取免费策略, 未来空间巨大; (2) 其他增值业务贡献收入: 目前广告业务已开始贡献收入, 10 月公司收到互联网宽带接入牌照, 后续需持续关注增值业务发展情况; (3) 受益于政策支持, 国网有望获得宽带牌照, 宽带用户发展加快, 网间结算费用降低; (4) 基本收视费提升: 目前全国除北京、南昌、宁波外, 其余各地的有线电视收视费均有提升, 但短期还未有提价趋势, 密切关注。

图表10: 2002-2012 年歌华有线营业收入及增速

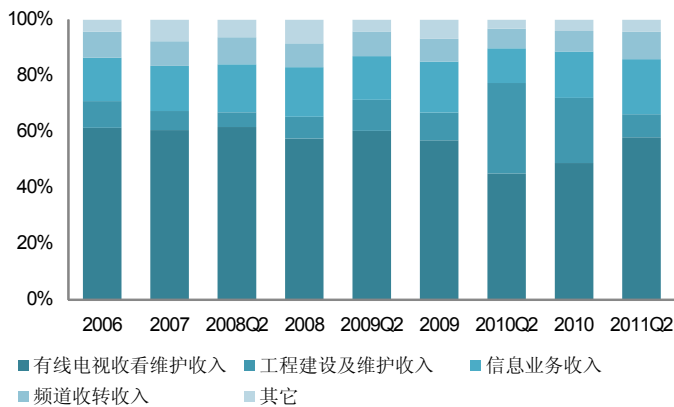


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表11: 2002-2012 年歌华有线净利润及增速

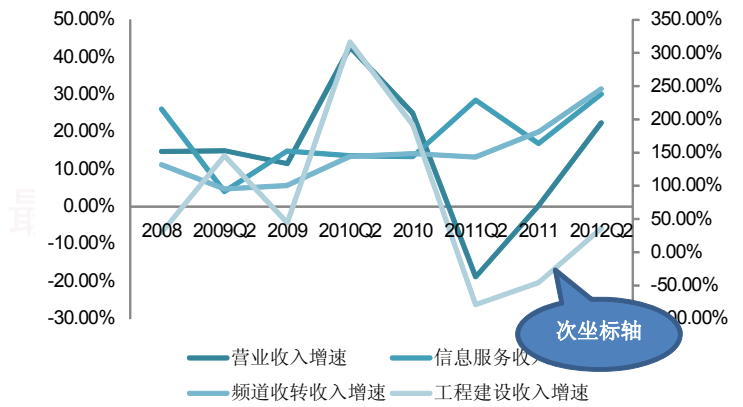


图表12: 2006-2012H1 歌华有线分类别收入占比



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表13: 2008-2012H1 歌华有线分业务收入增速



盈利预测与投资建议

收入预测

- 我们预计 2012-2014 年歌华有线主营业务收入分别为 22 亿、25 亿、28 亿，同比增速分别为 16%、14%、11.34%。
- **有线电视收视:** 有线电视用户自 2006 年以来，每年净增数大致在 24-40 万之间，2011 年有线电视渗透率达到 23.58%，全国排名第四，预计后续增长趋缓，假设 2012-2014 年用户每年增长 24、20、16 万；有线电视基本收视费维持 18 元/月，未有提价趋势，双向网改造后付费点播、高清点播等对 ARPU 值有一定贡献，假设 2012-2014 年 ARPU 值分别为 17.8 元/月、18 元/月、18.5 元/月。由此计算有线电视收视费分别为 10.42 亿、11.02 亿、11.71 亿，同比增长 6.54%、5.68%、6.30%。

中国价值投资网
www.jztzw.com

图表14: 2003-2014E 有线电视收视费收入 (单位: 百万)

歌华有线	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
有线电视用户 (万)	286	320	344	383	413	448	476	500	520	535
增速	7.92%	11.89%	7.50%	11.34%	7.83%	8.47%	6.25%	5.04%	4.00%	2.88%
有线收视费收入 (百万)	583.20	642.51	717.36	783.20	862.23	924.36	978.41	1042.37	1101.6	1171.05
增速	12.13%	10.17%	11.65%	9.18%	10.09%	7.21%	5.85%	6.54%	5.68%	6.30%
有线电视单用户ARPU值	17.64	17.67	18.01	17.96	18.05	17.89	17.65	17.80	18.00	18.50

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 信息业务:** 信息业务包括个人宽带和集团数据业务, 个人宽带业务占比预计为 35%, 2011 年个人用户达到 16 万, 人均 ARPU 值约为 70 元; 集团数据业务方面, 公司基于有线电视网络, 面向政府机关、行业和家庭开展了多种数据增值业务和综合信息服务, 增速一般在 15% 以上, 中报整体信息业务增速为 30%, 后续需持续关注政策变化, 国网成立后是否有针对信息业务的扶持政策, 我们预计 2012-2014 年个人宽带用户分别为 19 万、23 万、28 万, 集团宽带业务增速分别为 20%、18%、16%, 整体信息业务增速分别为 18.15%、18.68%、17.87%。

图表15: 2005-2014E 信息业务收入

歌华有线	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
信息业务收入	108.12	162.01	190.88	240.64	276.41	313.32	366.10	432.56	513.36	605.07
增速	66.10%	49.84%	17.82%	26.07%	14.86%	13.35%	16.84%	18.15%	18.68%	17.87%
个人宽带收入			66.81	84.23	96.74	109.66	128.13	147.00	176.40	214.20
个人宽带用户			7.60	8.30	12.00	14.00	16.00	19.00	23.00	28.00
个人宽带ARPU值				88.29	79.43	70.30	71.19	70.00	70.00	70.00
集团宽带收入			124.07	156.42	179.67	203.66	237.96	285.56	336.96	390.87
增速				26.07%	14.86%	13.35%	16.84%	20.00%	18.00%	16.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 有线电视入网费:** 公司对每个新入网用户收取 120 元入网费, 按 10 年分期递延确认收入, 假设 2012-2014 年公司分别新发展有线电视用户 24、20、16 万, 新增入网费分别为 2880 万、2400 万、1920 万, 则当年摊销的入网费分别为 3876 万、3862 万、3739 万。

图表16: 2003-2014E 有线电视入网费收入

年份	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
有线电视入网费												
有线电视入网费累计	129.53	165.54	223.98	264.65	289.96	325.55	386.71	423.31	455.17	483.97	507.97	527.17
期初数	82.35	98.30	119.24	158.90	174.83	172.55	180.12	206.75	206.08	200.25	190.29	175.67
本年增加	27.55	35.96	58.44	40.68	25.31	35.59	61.16	36.59	31.86	28.80	24.00	19.20
本年减少	11.60	15.02	18.78	24.74	27.59	28.02	34.53	37.26	37.69	38.76	38.62	37.39
期末数	98.30	119.24	158.90	174.83	172.55	180.12	206.75	206.08	200.25	190.29	175.67	157.48

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 工程建设及维护收入:** 公司的工程建设费一部分来自于新入网用户一次性缴纳的 180 元费用, 另一部分来自于公司承接的外部工程项目。因 2010 年上半年公司结转了朝阳图像工程项目营业收入 2.42 亿元, 所以当年工程建设及维护收入大幅增加, 剔除其影响, 近几年工程建设及维护收入增速有所下滑, 假设 2012-2014 年增速分别为 25%、20%、15%。

图表17: 2007-2014 年歌华有线收入预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q2	2012	2013E	2014E
主营业务收入 (百万)	1184.92	1359.76	1516.00	1894.35	1897.84	960.91	2202.39	2503.25	2787.19
有线电视收看维护收入	717.36	783.20	862.23	924.36	978.41	481.93	1042.37	1101.60	1171.05
工程建设及维护收入	80.97	105.05	151.32	441.34	238.84	88.94	303.32	348.82	383.70
有线电视入网收入	28.16	31.29	34.59	38.27	37.68	19.52	38.76	38.62	37.39
信息业务收入	190.88	240.64	276.41	313.32	366.10	200.25	432.56	513.36	605.07
频道收转收入	103.98	115.56	122.12	139.43	167.21	100.81	217.38	260.85	299.98
销售材料收入		40.81	24.71	20.90	54.36	8.04	40.00	50.00	60.00
广告费收入					20.23	34.65	70.00	110.00	150.00
设备使用费收入	0.00	0.00	0.00	11.10	25.09	20.53	40.00	60.00	60.00
其它	63.58	95.51	81.96	5.62	9.92	6.24	18.00	20.00	20.00
增速									
营业收入	13.30%	14.76%	11.49%	24.96%	0.18%	22.37%	16.05%	13.66%	11.34%
有线电视收看维护收入	11.65%	9.18%	10.09%	7.21%	5.85%	5.90%	6.54%	5.68%	6.30%
工程建设及维护收入	-17.86%	29.75%	44.04%	191.66%	-45.88%	36.15%	27.00%	15.00%	10.00%
有线电视入网收入	19.27%	11.13%	10.54%	10.64%	-1.54%	5.90%	2.87%	-0.38%	-3.17%
信息业务收入	17.82%	26.07%	14.86%	13.35%	16.84%	30.07%	18.15%	18.68%	17.87%
频道收转收入	6.63%	11.14%	5.67%	14.18%	19.93%	31.50%	30.00%	20.00%	15.00%
销售材料收入			-39.43%	-15.42%	160.06%	17.95%	-26.42%	25.00%	20.00%
广告费收入						285.00%	246.02%	57.14%	36.36%
设备使用费收入					126.00%		59.45%	50.00%	0.00%
其它	193.90%	50.22%	-14.19%	-93.14%	76.46%		81.39%	11.11%	0.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

成本预测

- 我们预计 2012-2014 年歌华有线主营业务成本分别为 20.47 亿、22.40 亿、23.81 亿, 同比增速分别为 16.19%、9.46%、6.29%, 大规模资本开支结束, 固定资产折旧费用逐步下滑是最大看点。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表18: 2007-2014E 歌华有线营业成本预测

	2007	2008	2009	2010	2011	2012Q2	2012	2013E	2014E
营业成本	708.43	933.47	1081.22	1599.70	1761.49	940.31	2087.39	2279.60	2425.21
折旧费用	261.00	345.14	416.67	583.60	842.66	533.42	1109.12	1118.00	1074.63
业务运行成本	155.82	196.99	232.42	516.70	336.11	177.14	418.45	488.13	557.44
人工成本	151.90	203.83	225.00	274.71	306.39	124.92	286.31	350.45	418.08
网络运行成本	119.42	146.16	148.92	193.50	204.11	85.75	220.24	262.84	306.59
无形资产摊销	2.87	5.70	14.87	19.51	23.59	12.99	25.77	27.17	29.97
商品销售成本	9.17	24.20	14.65	10.73	46.73	4.98	25.00	30.00	35.00
其他	0.00	11.45	28.71	0.96	1.90	1.11	2.50	3.00	3.50
营业成本占比									
折旧费用	22.03%	25.38%	27.48%	30.81%	44.40%	55.51%	50.36%	44.66%	38.56%
业务运行成本	13.15%	14.49%	15.33%	27.28%	17.71%	18.43%	19.00%	19.50%	20.00%
人工成本	12.82%	14.99%	14.84%	14.50%	16.14%	13.00%	13.00%	14.00%	15.00%
网络运行成本	10.08%	10.75%	9.82%	10.21%	10.76%	8.92%	10.00%	10.50%	11.00%
无形资产摊销	0.24%	0.42%	0.98%	1.03%	1.24%	1.35%	1.23%	1.19%	1.24%
商品销售成本	0.77%	1.78%	0.97%	0.57%	2.46%	0.52%	1.14%	1.20%	1.26%
其他	0.00%	0.84%	1.89%	0.05%	0.10%	0.12%	0.11%	0.12%	0.13%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

投资建议

- 预计 2012-2014 年公司的净利润分别为 2.94、3.34、4.30 亿, 同比增长 5.5%、13.7%、28%, EPS 分别为 0.28、0.32、0.41 元。
- 考虑到公司 2013-2014 年业绩将持续好转, 我们给予公司 2013 年 22 倍 PE, 目标价 6.93 元, 首次评级“增持”。

图表19: A 股有线网络上市公司估值表

板块名称	代码	公司	股价	股本	市值	EPS			PE		
						2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E
有线网络	000665.SZ	湖北广电	11.06	388.76	43.00	0.38	0.51	0.49	28.74	21.56	22.37
	000917.SZ	电广传媒	11.15	1,015.95	113.28	0.51	0.59	0.69	21.96	19.03	16.18
	600831.SH	广电网络	7.05	563.44	39.72	0.30	0.35	0.40	23.76	20.36	17.57
	601929.SH	吉视传媒	6.95	1,397.99	97.16	0.24	0.28	0.30	28.74	25.24	23.53
	000156.SZ	华数传媒	18.00	1,097.03	197.46	0.15	0.22	0.27	119.05	82.83	67.09
	002238.SZ	天威视讯	10.97	320.40	35.15	0.43	0.47	0.49	25.64	23.59	22.36
均值	(剔除掉华数传媒)							25.77	21.95	20.40	

来源: 公司公告, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,516	1,894	1,898	2,202	2,503	2,787	货币资金	1,490	3,080	3,373	4,090	5,271	6,654
增长率		25.0%	0.2%	16.0%	13.7%	11.3%	应收款项	11	10	22	21	24	27
主营业务成本	-1,081	-1,600	-1,761	-2,087	-2,280	-2,425	存货	246	117	161	172	187	199
%销售收入	71.3%	84.4%	92.8%	94.8%	91.1%	87.0%	其他流动资产	70	107	170	201	218	231
毛利	435	295	136	115	224	362	流动资产	1,818	3,314	3,726	4,483	5,700	7,112
%销售收入	28.7%	15.6%	7.2%	5.2%	8.9%	13.0%	%总资产	31.0%	36.3%	33.5%	39.7%	48.6%	58.4%
营业税金及附加	-33	-45	-54	-79	-90	-100	长期投资	132	403	334	334	334	334
%销售收入	2.2%	2.4%	2.9%	3.6%	3.6%	3.6%	固定资产	3,798	5,293	6,944	6,386	5,597	4,633
营业费用	-65	-78	-101	-95	-120	-139	%总资产	64.8%	58.0%	62.5%	56.5%	47.7%	38.0%
%销售收入	4.3%	4.1%	5.3%	4.3%	4.8%	5.0%	无形资产	117	117	113	101	101	101
管理费用	-77	-90	-97	-83	-100	-111	非流动资产	4,048	5,812	7,392	6,822	6,033	5,069
%销售收入	5.1%	4.7%	5.1%	3.8%	4.0%	4.0%	%总资产	69.0%	63.7%	66.5%	60.3%	51.4%	41.6%
息税前利润 (EBIT)	260	81	-116	-142	-87	11	资产总计	5,866	9,126	11,117	11,305	11,734	12,180
%销售收入	17.1%	4.3%	n.a	n.a	n.a	0.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	24	27	34	29	35	40	应付款项	884	1,082	1,614	1,498	1,668	1,813
%销售收入	-1.6%	-1.4%	-1.8%	-1.3%	-1.4%	-1.4%	其他流动负债	89	120	119	285	297	307
资产减值损失	0	0	-1	-5	-5	-5	流动负债	972	1,202	1,732	1,783	1,965	2,120
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	4	55	-4	-4	-4	其他长期负债	418	2,664	4,065	4,046	4,096	4,096
%税前利润	2.7%	1.0%	19.5%	n.a	n.a	n.a	负债	1,390	3,865	5,798	5,829	6,061	6,216
营业利润	292	112	-28	-122	-61	42	普通股股东权益	4,473	5,258	5,316	5,472	5,669	5,961
营业利润率	19.3%	5.9%	n.a	n.a	n.a	1.5%	少数股东权益	3	3	3	4	4	4
营业外收支	40	235	310	419	398	392	负债股东权益合计	5,866	9,126	11,117	11,305	11,734	12,180
税前利润	332	347	282	297	338	434	比率分析						
利润率	21.9%	18.3%	14.9%	13.5%	13.5%	15.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-2	-1	-3	-3	-3	-4	每股指标						
所得税率	0.6%	0.4%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	每股收益	0.311	0.326	0.263	0.277	0.315	0.405
净利润	330	346	279	294	334	430	每股净资产	4.218	4.958	5.014	5.161	5.346	5.621
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.695	0.863	0.873	0.772	1.140	1.243
归属于母公司的净利润	330	346	279	294	334	430	每股股利	0.000	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130
净利率	21.8%	18.3%	14.7%	13.3%	13.4%	15.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.38%	6.58%	5.24%	5.37%	5.90%	7.21%
净利润	330	346	279	294	334	430	总资产收益率	5.63%	3.79%	2.51%	2.60%	2.85%	3.53%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	5.77%	1.24%	-1.72%	-2.04%	-1.20%	0.15%
非现金支出	455	634	902	1,007	1,058	1,085	增长率						
非经营收益	-31	-30	-59	-354	-331	-323	主营业务收入增长率	11.49%	24.96%	0.18%	16.05%	13.66%	11.34%
营运资金变动	-18	-35	-197	-129	146	127	EBIT增长率	-3.12%	-68.63%	-242.02%	22.39%	-38.90%	-112.81%
经营活动现金净流	737	915	926	818	1,208	1,318	净利润增长率	0.38%	4.80%	-19.39%	5.43%	13.70%	28.53%
资本开支	-766	-1,956	-2,226	-17	128	272	总资产增长率	3.43%	55.58%	21.82%	1.69%	3.79%	3.81%
投资	-3	-56	6	0	0	0	资产管理能力						
其他	29	925	1,192	-4	-4	-4	应收账款周转天数	0.5	0.5	1.5	2.0	2.0	2.0
投资活动现金净流	-740	-1,087	-1,028	-21	124	268	存货周转天数	74.7	41.4	28.8	30.0	30.0	30.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	62.1	56.6	95.1	60.0	60.0	60.0
债权募资	-1	1,564	0	-19	50	0	固定资产周转天数	712.7	875.1	1,078.8	832.2	609.9	421.6
其他	-165	197	388	-61	-202	-203	偿债能力						
筹资活动现金净流	-166	1,761	388	-81	-152	-203	净负债/股东权益	-33.30%	-34.59%	-38.48%	-49.26%	-67.50%	-87.39%
现金净流量	-170	1,590	285	716	1,181	1,383	EBIT利息保障倍数	-11.0	-3.0	3.4	4.9	2.5	-0.3
							资产负债率	23.70%	42.36%	52.15%	51.56%	51.65%	51.03%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	1	1	19	23
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-22	中性	9.12	N/A

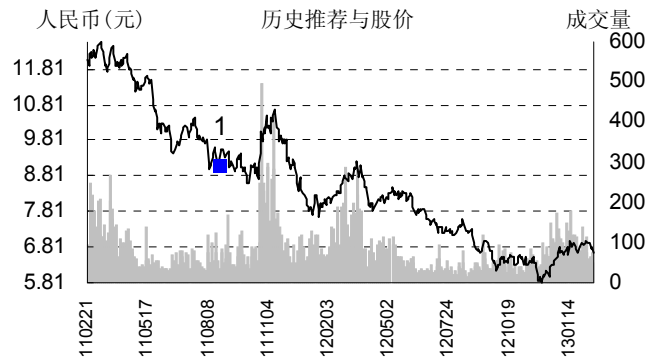
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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作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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net