

歌华有线 (600037.SH)

有线网络行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

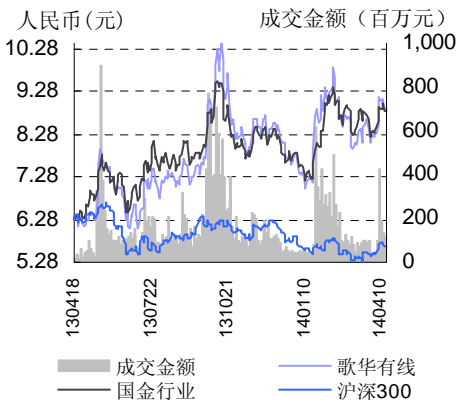
市价(人民币): 9.08元

费用占比下滑至业绩出现拐点, 期待增值服务

长期竞争力评级: 等于行业均值

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)	94.05
年内股价最高最低(元)	10.40/6.06
沪深 300 指数	2224.80
上证指数	2098.89



相关报告

1. 《对外合作步伐加快, 建议关注》, 2014.1.28
2. 《收入增速缓慢, 毛利率回升, 业绩开始好转》, 2013.8.30
3. 《获总局批准建 NGB 业务实验室, 建议关注》, 2013.8.8

张燕

分析师 SAC 执业编号: S1130513080007
(8621)60230245
zhang_yan@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.280	0.355	0.452	0.546	0.620
每股净资产(元)	5.19	5.45	5.77	5.70	6.19
每股经营性现金流(元)	0.84	0.97	1.18	1.28	1.54
市盈率(倍)	23.89	21.93	20.07	16.62	14.65
行业优化市盈率(倍)	43.78	47.75	53.53	53.53	53.53
净利润增长率(%)	6.66%	26.68%	27.33%	20.78%	13.41%
净资产收益率(%)	5.40%	6.52%	7.84%	9.59%	10.02%
总股本(百万股)	1,060.37	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

业绩简评

- 歌华有线 2013 年实现营业收入 22.49 亿, 同比增长 2.16%, 实现归属于上市公司股东的净利润 3.77 亿, 同比增长 27%, EPS 为 0.355 元。

经营分析

- **费用占收入比下滑及投资收益使得业绩略超预期:** (1) 13 年有线收视费收入 10.84 亿, 占总营收比 48%, 同比增长 6.8%, 保持平稳, 主要依靠用户数量增加, 有线电视用户达到 524 万, 较去年同期增加 24 万, 其中高清交互数字电视用户达到 382 万, 较去年同期增加 72 万, 单用户 ARPU 值仍维持在 18 元/月; (2) 信息业务收入 5.16 亿, 占比 23%, 同比增加 11%, 13 年新增宽带用户 4.4 万, 总用户达到 23.8 万; (3) 工程建设收入 1.89 亿, 同比下滑 34%, 拉低整体营业收入增速; (4) 折旧费用 10.71 亿, 和去年基本持平, 占收入比下滑至 47.6% (12 年 48.5%), 同时业务运行成本占收入比下滑至 16.79% (19.44%), 使得整体毛利率上升近 3 个百分点, 投资收益 3374 万, 主要系处置富邦歌华所致, 费用占收入比下滑及投资收益使得业绩略超预期。
- **14-15 年折旧摊销费用将大幅下滑, 业绩增长确定, 一季报已预增 50%:** 公司 05 年开始进行模转数, 09 年双向网改, 至 13 年已有 73% 用户完成改造, 后续资本开支将逐年减少, 资本开支中的机顶盒 5 年摊销, 双向网改 10 年摊销, 13 年年初在简报中我们就提到经过测算, 13 年为折旧费用最高点, 占比略微下滑, 14-15 年折旧费用将大幅下滑, 毛利率迅速回升, 业绩增长确定, 一季报预增 50% 已得到证明。
- **增值业务提升 ARPU 值是关键, 已开始积极对外合作:** (1) 虽 14-15 年公司业绩确定性高增长, 但主要是来自折旧费用下滑, 13 年收入增速仅 2%, 不能证明双向网改后增值业务带动基本面向上; (2) 但 14 年以来公司已开始积极对外合作, 1 月 21、1 月 27 日、4 月 17 日分别与四达时代、北京邮政、永新视博签署战略合作协议发展电视增值业务, 值得关注。

盈利调整及投资建议

- 预计 2014-16 年 EPS 分别为 0.45、0.55、0.62 元, 当前股价对应 14-16 年 PE 分别为 20/17/15 倍, 在传媒板块估值相对偏低; 因收入还未出现拐点, 暂维持“增持”评级, 但提示在业绩增长确定, 公司积极对外合作的背景下, 有望带来股价机会, 可少量布局。

图表1: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,898	2,202	2,250	2,507	2,715	2,906
增长率		16.0%	2.2%	11.4%	8.3%	7.0%
主营业务成本	-1,761	-2,059	-2,038	-2,109	-2,125	-2,019
% 销售收入	92.8%	93.5%	90.6%	84.1%	78.3%	69.5%
毛利	136	143	212	398	590	887
% 销售收入	7.2%	6.5%	9.4%	15.9%	21.7%	30.5%
营业税金及附加	-54	-78	-66	-75	-81	-87
% 销售收入	2.9%	3.5%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	-101	-100	-100	-113	-122	-131
% 销售收入	5.3%	4.5%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-97	-98	-135	-138	-136	-145
% 销售收入	5.1%	4.5%	6.0%	5.5%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	-116	-133	-89	72	250	523
% 销售收入	n.a	n.a	n.a	2.9%	9.2%	18.0%
财务费用	34	29	25	20	18	18
% 销售收入	-1.8%	-1.3%	-1.1%	-0.8%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-1	-10	-6	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	55	-5	34	5	5	5
% 税前利润	19.5%	n.a	8.8%	1.0%	0.9%	0.8%
营业利润	-28	-119	-37	93	268	541
营业利润率	n.a	n.a	n.a	3.7%	9.9%	18.6%
营业外收支	310	419	421	392	317	123
税前利润	282	300	384	485	585	664
利润率	14.9%	13.6%	17.1%	19.3%	21.6%	22.8%
所得税	-3	-3	-6	-5	-6	-7
所得税率	1.0%	0.8%	1.6%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	279	298	378	480	580	657
少数股东损益	0	0	1	0	0	0
归属于母公司的净利润	279	297	377	480	579	657
净利率	14.7%	13.5%	16.7%	19.1%	21.3%	22.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	279	298	378	480	580	657
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	902	1,138	1,146	1,052	1,072	1,092
非经营收益	-59	-22	-62	-396	-322	-128
营运资金变动	-197	-524	-431	121	31	15
经营活动现金净流	926	889	1,031	1,256	1,360	1,636
资本开支	-2,226	-1,129	-649	-69	197	3
投资	6	-10	-117	0	0	0
其他	1,192	197	134	5	5	5
投资活动现金净流	-1,028	-942	-632	-64	202	8
股权募资	0	8	0	0	-521	0
债权募资	0	0	0	-2,010	0	0
其他	388	-112	-116	0	-138	-138
筹资活动现金净流	388	-104	-116	-2,010	-659	-138
现金净流量	285	-157	283	-817	903	1,506

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	3,373	3,208	3,491	2,674	3,578	5,084
应收款项	22	43	78	52	56	60
存货	161	97	123	116	116	111
其他流动资产	170	44	49	34	34	33
流动资产	3,726	3,392	3,741	2,875	3,784	5,288
% 总资产	33.5%	32.5%	36.3%	32.5%	42.9%	56.6%
长期投资	334	332	450	450	450	450
固定资产	6,944	6,502	5,931	5,362	4,412	3,442
% 总资产	62.5%	62.3%	57.5%	60.5%	50.0%	36.8%
无形资产	113	99	116	94	92	91
非流动资产	7,392	6,933	6,498	5,907	4,955	3,983
% 总资产	66.5%	66.5%	63.0%	66.7%	56.2%	42.6%
资产总计	11,117	10,428	10,318	8,860	8,817	9,349
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,614	954	900	969	1,014	1,031
其他流动负债	119	145	165	307	298	293
流动负债	1,732	1,099	1,065	1,276	1,312	1,324
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	4,065	3,817	3,469	1,459	1,459	1,459
负债	5,798	4,916	4,534	2,735	2,771	2,782
普通股股东权益	5,316	5,508	5,778	6,120	6,041	6,560
少数股东权益	3	4	5	5	6	6
负债股东权益合计	11,117	10,428	10,318	8,860	8,817	9,349

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.263	0.280	0.355	0.452	0.546	0.620
每股净资产	5.014	5.194	5.449	5.772	5.697	6.187
每股经营现金净流	0.873	0.839	0.973	1.185	1.283	1.543
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	5.24%	5.40%	6.52%	7.84%	9.59%	10.02%
总资产收益率	2.51%	2.85%	3.65%	5.41%	6.57%	7.03%
投入资本收益率	-1.72%	-1.91%	-1.21%	0.95%	3.30%	6.46%
增长率						
主营业务收入增长率	0.18%	16.03%	2.16%	11.45%	8.28%	7.04%
EBIT增长率	N/A	14.74%	-32.75%	#####	245.21%	109.20%
净利润增长率	-19.39%	6.66%	26.68%	27.33%	20.78%	13.41%
总资产增长率	21.82%	-6.20%	-1.06%	-14.23%	-0.49%	6.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	4.2	8.7	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	28.8	22.9	19.7	20.0	20.0	20.0
应付账款周转天数	95.1	83.1	54.4	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	1,078.8	914.9	827.8	607.3	433.1	282.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.48%	-32.95%	-35.14%	-19.84%	-35.04%	-55.21%
EBIT利息保障倍数	3.4	4.5	3.6	-3.6	-13.7	-29.7
资产负债率	52.15%	47.15%	43.94%	30.86%	31.42%	29.76%

来源: 国金证券研究所

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	0	0	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	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 2014-01-28	增持	8.61	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



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。

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD