

歌华有线 (600037.SH)

有线网络行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

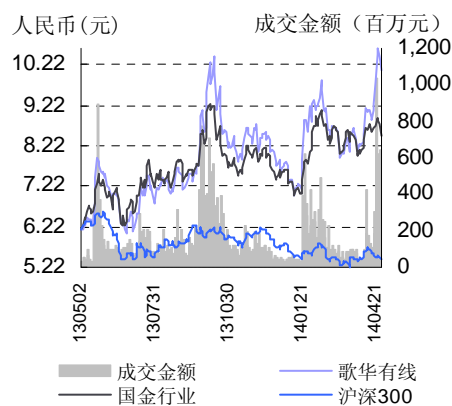
市价(人民币): 10.06元

业绩符合预期, 基于电视端增值业务是看点

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) | 106.67 |
| 年内股价最高最低(元) | 10.62/6.06 |
| 沪深 300 指数 | 2167.83 |
| 上证指数 | 2036.52 |



相关报告

1. 《业绩增长确定, 转型力度可见, 上调评级买入》, 2014.4.20
2. 《费用占比下滑至业绩出现拐点, 期待增值服务》, 2014.4.18
3. 《对外合作步伐加快, 建议关注》, 2014.1.28

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 | 0.454 | 0.541 | 0.617 |
| 每股净资产(元) | 5.19 | 5.45 | 5.77 | 6.19 | 6.67 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.84 | 0.97 | 1.11 | 1.43 | 1.76 |
| 市盈率(倍) | 23.89 | 21.93 | 22.14 | 18.59 | 16.30 |
| 行业优化市盈率(倍) | 43.78 | 47.75 | 52.17 | 52.17 | 52.17 |
| 净利润增长率(%) | 6.66% | 26.68% | 27.90% | 19.09% | 14.03% |
| 净资产收益率(%) | 5.40% | 6.52% | 7.87% | 8.75% | 9.25% |
| 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 2014Q1 实现营业收入 5.23 亿, 同比增长 11%, 实现归属于上市公司股东的净利润 6194 万, 同比增长 51%, EPS 为 0.058 元。

经营分析

- 收入增速略有加快, 毛利率持续提升, 政府补助对业绩贡献较大: (1) 2014Q1 收入增速为 11%, 较 2013 年的 2% 略有加快, 预计有线基本收视费保持平稳, 13 年拉低整体收入增速的工程建设有所好转, 信息服务业务继续保持增长; (2) 毛利率由 2013Q1 的 1.55% 上升至 9.39%, 源于高清机顶盒和双向网改折旧费用下滑; (3) 政府补助 1.05 亿, 与去年持平, 主要为高清交互机顶盒补助资金在本年的摊销额, 对业绩贡献较大; (4) 母公司所得税按 25% 计提, 国务办《文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定》细则正式出台后, 所得税将继续减免, 实际业绩增幅远高于 50%。
- 13 年为折旧高峰期, 14-15 年逐年下滑, 高清交互机顶盒政府补助摊销至 16 年: (1) 经过测算, 13 年折旧 10.70 亿为高峰, 14-15 年折旧摊销额将出现下滑, 15 年下滑幅度最大, 毛利率逐年提升; (2) 14-15 年高清交互机顶盒政府补助对业绩贡献依旧较大, 分别为 3.82、3.09 亿, 16 年将下滑至 1.2 亿。
- 基于电视端开展各类增值业务是未来看点: 转型为公司 14 年主基调, 由传统媒体向新媒体、由单一电视传输商向全业务综合服务提供商战略转型, 自 14 年 1 月以来公司陆续与四达时代、北京邮政、永新视博、北广视彩在电视端(手机端)分别开展游戏、商城、云平台(云游戏、云教育等)、彩票等业务, 并与百视通合作推宽带电视、推出《电视院线》栏目、电视教育等, 并获得总局互联网电视及手机电视内容牌照, 一系列举措有望拉动人均 ARPU 值提升从而带来业绩贡献。

盈利预测及投资建议

- 预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.45、0.54、0.62 元, 维持“买入”评级, 短期市场低迷对股价有所压制, 关注合作进展或新合作推出, 在估值相对较低的情况下, 原有合作产生的业绩贡献或新合作的推出都有望带来股价催化剂。

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 | -2,126 | -2,144 | -2,040 |
| %销售收入 | 92.8% | 93.5% | 90.6% | 84.8% | 79.0% | 70.2% |
| 毛利 | 136 | 143 | 212 | 381 | 571 | 866 |
| %销售收入 | 7.2% | 6.5% | 9.4% | 15.2% | 21.0% | 29.8% |
| 营业税金及附加 | -54 | -78 | -66 | -50 | -54 | -58 |
| %销售收入 | 2.9% | 3.5% | 2.9% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| 营业费用 | -101 | -100 | -100 | -100 | -109 | -116 |
| %销售收入 | 5.3% | 4.5% | 4.4% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| 管理费用 | -97 | -98 | -135 | -138 | -149 | -160 |
| %销售收入 | 5.1% | 4.5% | 6.0% | 5.5% | 5.5% | 5.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | -116 | -133 | -89 | 93 | 258 | 532 |
| %销售收入 | n.a | n.a | n.a | 3.7% | 9.5% | 18.3% |
| 财务费用 | 34 | 29 | 25 | 15 | 17 | 20 |
| %销售收入 | -1.8% | -1.3% | -1.1% | -0.6% | -0.6% | -0.7% |
| 资产减值损失 | -1 | -10 | -6 | -15 | -15 | -15 |
| 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 | 97 | 266 | 542 |
| 营业利润率 | n.a | n.a | n.a | 3.9% | 9.8% | 18.6% |
| 营业外收支 | 310 | 419 | 421 | 392 | 317 | 123 |
| 税前利润 | 282 | 300 | 384 | 489 | 583 | 665 |
| 利润率 | 14.9% | 13.6% | 17.1% | 19.5% | 21.5% | 22.9% |
| 所得税 | -3 | -3 | -6 | -7 | -9 | -10 |
| 所得税率 | 1.0% | 0.8% | 1.6% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 净利润 | 279 | 298 | 378 | 482 | 574 | 655 |
| 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 | 482 | 574 | 654 |
| 净利率 | 14.7% | 13.5% | 16.7% | 19.2% | 21.1% | 22.5% |

| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | |
|----------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 净利润 | 279 | 298 | 378 | 482 | 574 | 655 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 902 | 1,138 | 1,146 | 1,094 | 1,179 | 1,263 |
| 非经营收益 | -59 | -22 | -62 | -305 | -231 | -37 |
| 营运资金变动 | -197 | -524 | -431 | -92 | -2 | -14 |
| 经营活动现金净流 | 926 | 889 | 1,031 | 1,179 | 1,521 | 1,867 |
| 资本开支 | -2,226 | -1,129 | -649 | -206 | -333 | -527 |
| 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 | -201 | -328 | -522 |
| 股权募资 | 0 | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | -101 | 0 | 0 |
| 其他 | 388 | -112 | -116 | -91 | -229 | -229 |
| 筹资活动现金净流 | 388 | -104 | -116 | -192 | -229 | -229 |
| 现金净流量 | 285 | -157 | 283 | 786 | 964 | 1,116 |

| 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 | 4,278 | 5,241 | 6,357 |
| 应收款项 | 22 | 43 | 78 | 65 | 71 | 76 |
| 存货 | 161 | 97 | 123 | 117 | 117 | 112 |
| 其他流动资产 | 170 | 44 | 49 | 34 | 34 | 33 |
| 流动资产 | 3,726 | 3,392 | 3,741 | 4,494 | 5,464 | 6,578 |
| %总资产 | 33.5% | 32.5% | 36.3% | 42.5% | 49.6% | 57.1% |
| 长期投资 | 334 | 332 | 450 | 450 | 450 | 450 |
| 固定资产 | 6,944 | 6,502 | 5,931 | 5,432 | 4,892 | 4,272 |
| %总资产 | 62.5% | 62.3% | 57.5% | 51.4% | 44.4% | 37.1% |
| 无形资产 | 113 | 99 | 116 | 118 | 129 | 137 |
| 非流动资产 | 7,392 | 6,933 | 6,498 | 6,001 | 5,472 | 4,859 |
| %总资产 | 66.5% | 66.5% | 63.0% | 56.8% | 49.7% | 42.2% |
| 资产总计 | 11,117 | 10,428 | 10,318 | 10,573 | 11,014 | 11,516 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 1,614 | 954 | 900 | 771 | 773 | 762 |
| 其他流动负债 | 119 | 145 | 165 | 306 | 309 | 304 |
| 流动负债 | 1,732 | 1,099 | 1,065 | 1,077 | 1,082 | 1,067 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 4,065 | 3,817 | 3,469 | 3,368 | 3,368 | 3,368 |
| 负债 | 5,798 | 4,916 | 4,534 | 4,445 | 4,450 | 4,434 |
| 普通股股东权益 | 5,316 | 5,508 | 5,778 | 6,122 | 6,558 | 7,075 |
| 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 | 10,573 | 11,014 | 11,515 |

| 比率分析 | | | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.263 | 0.280 | 0.355 | 0.454 | 0.541 | 0.617 |
| 每股净资产 | 5.014 | 5.194 | 5.449 | 5.774 | 6.185 | 6.672 |
| 每股经营现金净流 | 0.873 | 0.839 | 0.973 | 1.112 | 1.434 | 1.761 |
| 每股股利 | 0.100 | 0.100 | 0.000 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 5.24% | 5.40% | 6.52% | 7.87% | 8.75% | 9.25% |
| 总资产收益率 | 2.51% | 2.85% | 3.65% | 4.56% | 5.21% | 5.68% |
| 投入资本收益率 | -1.72% | -1.91% | -1.21% | 1.20% | 3.17% | 6.14% |
| 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% | ##### | 179.19% | 105.98% |
| 净利润增长率 | -19.39% | 6.66% | 26.68% | 27.90% | 19.09% | 14.03% |
| 总资产增长率 | 21.82% | -6.20% | -1.06% | 2.49% | 4.20% | 4.58% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 1.5 | 4.2 | 8.7 | 8.0 | 8.0 | 8.0 |
| 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 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 固定资产周转天数 | 1,078.8 | 914.9 | 827.8 | 646.6 | 497.6 | 361.8 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -38.48% | -32.95% | -35.14% | -46.00% | -57.62% | -69.18% |
| EBIT利息保障倍数 | 3.4 | 4.5 | 3.6 | -6.3 | -14.8 | -27.2 |
| 资产负债率 | 52.15% | 47.15% | 43.94% | 42.04% | 40.40% | 38.51% |

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 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 增持 | 1 | 3 | 3 | 4 | 5 |
| 中性 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.33 | 1.67 | 1.73 | 1.77 | 1.80 |

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 |
| 2 2014-04-18 | 增持 | 9.25 | N/A |
| 3 2014-04-20 | 买入 | 9.25 | 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。

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