

歌华有线 (600037.SH)

有线网络行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

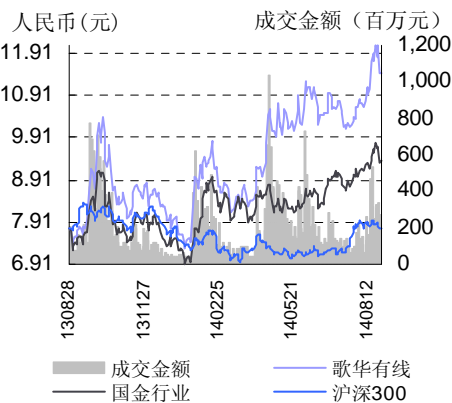
市价(人民币): 11.45元

业绩符合预期, 关注增值业务及国有传媒改革

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)	1,060.38
总市值(百万元)	12,141.37
年内股价最高最低(元)	12.10/7.28
沪深300指数	2311.28
上证指数	2195.82



相关报告

1. 《业绩符合预期,基于电视端增值业务是看点》, 2014.4.28
2. 《业绩增长确定,转型力度可见,上调评级买入》, 2014.4.20

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	0.496	0.613	0.722
每股净资产(元)	5.19	5.45	5.82	6.30	6.89
每股经营性现金流(元)	0.84	0.97	1.13	1.51	1.87
市盈率(倍)	23.89	21.93	23.02	18.63	15.79
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%	39.49%	23.60%	17.94%
净资产收益率(%)	5.40%	6.52%	8.52%	9.73%	10.49%
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 2014 年上半年实现收入 11.32 亿, 同比增长 10.28%, 实现净利润 1.90 亿, 同比增长 23%, EPS 0.18 元, 业绩符合预期。

经营分析

- 收入稳定, 成本控制得当, 业绩符合预期: (1) 2014H1 有线电视用户 537 万, 高清交互 389 万, 个人宽带 26.3 万户, 比 2013 年年底分别增加 13、7、2.5 万户, 占比过半的有线收视收入同比增长 6%, 保持平稳, 因北京地区有线用户总体规模接近饱和, 再加新媒体的吞噬, 未来增速将继续趋缓, 信息服务和广告收入增速较快, 分别为 22.7%、36%, 是拉动收入增长的主因, 也是未来驱动收入快速增长的因素之一, 在公司加速转型的大背景下, 其它增值业务如游戏、彩票等都将成为贡献主力; (2) 13 年年初我们就提出公司毛利率开始逐季度回升, 已由 14Q1 的 9% 上升至 14%, 我们预计年末将上升至 17% 左右, 业务运行成本及人工成本占收入比分别为 16%、13%, 较去年同期下降 1%、0.5%, 主营业务成本增速仅 2%, 折旧摊销费用的下滑仍是主因; (3) 因税收优惠批文尚未取得, 公司预提 25% 所得税, 实际利润增速在 60% 以上。
- 转型、外延扩张及国有传媒改革是未来看点: (1) 公司自年初已陆续发布 8 篇公告, 在双向网改造完成的前提下, 转型方向围绕电视, 包括游戏、彩票、教育等, 力度空前, 在互联网电视和手机电视牌照拿到的前提下, 有望继续在新媒体领域展开合作; (2) 中报中公司也提出利用资本手段整合上下游产业链资源, 公司在手现金 36 亿, 外延并购可期待; (3) 在国有传媒改革过程中, 公司作为北京广电旗下唯一上市公司, 有望受益。

盈利调整及投资建议

- 参考中报, 因业务运行及人工成本比预期低, 且二季度收到北京市教委 2997 万补助, 略微上调 14-16 年 EPS 至 0.50、0.61、0.72 元; 维持“买入”评级, 因 14 年公司业绩反转, 并积极转型新媒体业务, 自年初我们就开始重点推荐, 目前公司股价已部分反应业绩好转及所发公告预期, 但当前股价对应 14 年 PE 仍在传媒板块处于低位, 在已拿到互联网电视和手机电视内容牌照, 在手现金充裕的前提下, 转型布局及外延并购仍可期待, 此外有望受益于国有传媒改革, 继续推荐。

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	2,472	2,692	2,898
增长率		16.0%	2.2%	9.9%	8.9%	7.7%
主营业务成本	-1,761	-2,059	-2,038	-2,062	-2,068	-1,950
%销售收入	92.8%	93.5%	90.6%	83.4%	76.8%	67.3%
毛利	136	143	212	410	624	949
%销售收入	7.2%	6.5%	9.4%	16.6%	23.2%	32.7%
营业税金及附加	-54	-78	-66	-49	-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	-99	-102	-110
%销售收入	5.3%	4.5%	4.4%	4.0%	3.8%	3.8%
管理费用	-97	-98	-135	-136	-135	-139
%销售收入	5.1%	4.5%	6.0%	5.5%	5.0%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	-116	-133	-89	125	333	641
%销售收入	n.a	n.a	n.a	5.1%	12.4%	22.1%
财务费用	34	29	25	15	19	24
%销售收入	-1.8%	-1.3%	-1.1%	-0.6%	-0.7%	-0.8%
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%	0.9%	0.8%	0.6%
营业利润	-28	-119	-37	130	343	655
营业利润率	n.a	n.a	n.a	5.3%	12.7%	22.6%
营业外收支	310	419	421	403	317	123
税前利润	282	300	384	534	660	778
利润率	14.9%	13.6%	17.1%	21.6%	24.5%	26.8%
所得税	-3	-3	-6	-8	-10	-12
所得税率	1.0%	0.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
净利润	279	298	378	526	650	766
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	526	650	766
净利率	14.7%	13.5%	16.7%	21.3%	24.1%	26.4%

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	4,306	5,345	6,573
应收款项	22	43	78	64	70	75
存货	161	97	123	113	113	107
其他流动资产	170	44	49	34	34	32
流动资产	3,726	3,392	3,741	4,517	5,563	6,788
%总资产	33.5%	32.5%	36.3%	42.6%	50.1%	57.9%
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%	51.3%	44.0%	36.4%
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%	56.6%	49.2%	41.4%
资产总计	11,117	10,428	10,318	10,596	11,113	11,725
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,614	954	900	756	757	747
其他流动负债	119	145	165	302	304	299
流动负债	1,732	1,099	1,065	1,057	1,062	1,046
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	4,425	4,429	4,413
普通股股东权益	5,316	5,508	5,778	6,166	6,678	7,306
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	10,596	11,113	11,725

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.263	0.280	0.355	0.496	0.613	0.722
每股净资产	5.014	5.194	5.449	5.815	6.298	6.890
每股经营现金净流	0.873	0.839	0.973	1.128	1.506	1.866
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%	8.52%	9.73%	10.49%
总资产收益率	2.51%	2.85%	3.65%	4.96%	5.85%	6.53%
投入资本收益率	-1.72%	-1.91%	-1.21%	1.62%	4.03%	7.20%
增长率						
主营业务收入增长率	0.18%	16.03%	2.16%	9.89%	8.89%	7.66%
EBIT增长率	N/A	14.74%	-32.75%	#####	166.15%	92.32%
净利润增长率	-19.39%	6.66%	26.68%	39.49%	23.60%	17.94%
总资产增长率	21.82%	-6.20%	-1.06%	2.72%	4.91%	5.55%
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	655.8	501.9	362.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.48%	-32.95%	-35.14%	-46.13%	-58.15%	-69.95%
EBIT利息保障倍数	3.4	4.5	3.6	-8.3	-17.3	-27.1
资产负债率	52.15%	47.15%	43.94%	41.76%	39.86%	37.64%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	279	298	378	526	650	766
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	-316	-231	-37
营运资金变动	-197	-524	-431	-107	-2	-14
经营活动现金净流	926	889	1,031	1,197	1,597	1,979
资本开支	-2,226	-1,129	-649	-195	-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	-190	-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	815	1,039	1,228

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	1	2	3	9
增持	0	1	3	5	9
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.57	1.60	1.63

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	8.75	N/A
2 2014-04-18	增持	9.34	N/A
3 2014-04-20	买入	9.34	N/A
4 2014-04-28	买入	10.09	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