

# 歌华有线

600037

增持/ 维持评级

股 价 2010-01-20  
RMB18.4

## 基础数据

总股本 (百万股)	1060
流通 A 股 (百万股)	1060
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	19511

## 财务数据

市净率 (X)	4.45
TRACING P/E (X)*	61.93
EPS (元)	0.23
股息率 (%)	0.82

\*最近四季盈利计算。

## 相关研究

《三驾马车驱动公司未来成长》

分析师  
刘佳宁

liujn@lhqz.com

# 高清交互用户发展超预期

经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1359.8	1043.8	1483.5	1918.4	2475.8
(+/-%)	14.8	10.9	9.1	29.3	29.1
归属母公司净利润(百万元)	328.9	246.6	354.7	538.1	772.5
(+/-%)	-10.4	-5.3	7.9	51.7	43.6
EPS(元)	0.31	0.23	0.33	0.51	0.73
P/E(倍)	59.3	79.1	37.7	24.8	17.3

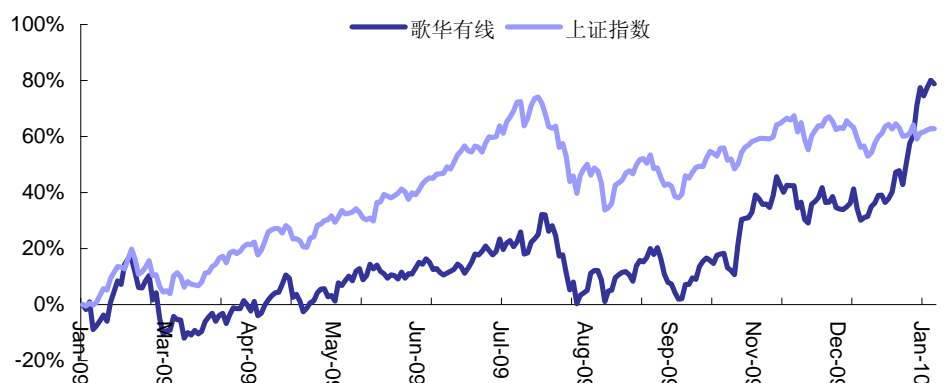
■ 公司于1月18日完成了高清交互30万户的试验示范推广任务，目前高清交互业务已经覆盖234个小区，北京已经成为全国高清用户、高清交互用户最多的城市。公司高清交互用户发展已经完成并印证了我们之前报告所提及的2010年春节前发展30万户的目标，并相比原有计划提前了一个月，用户发展速度超过预期。公司计划在2010年底共发展用户130万至140万，2011年底共270万至300万。

■ 自2009年9月28日以来，高清交互业务视频类服务中，“歌华点播”使用量累计达到125万余次，“回看录制”的使用量累计达到90余万次，“卡拉OK”的使用量累计为30万次。基于这样的数字，我们认为北京地区的用户已经对交互业务逐渐接受，公司交互业务的增长空间将逐渐打开。

■ 《北京市调整和振兴电子信息产业实施方案》已将普及高清交互式数字电视列为北京电子信息产业的六大重点发展领域之一，提出要在未来两年内试验普及高清交互式数字电视，创新服务和商业模式，培育新型增值信息服务的运营体系。我们预期公司将受益于北京市政府的产业实施方案，从资金、补贴、网络建设等方面获得北京市政府更多的扶持。

■ 随着高清业务、交互业务、内容集成以及更多增值业务开发等方面的发展，公司将从单一的主要经营有线电视传输的公司转变为多业务运营商(MSO)，商业模式逐步转型。公司运作将更为市场化，从而提升运营水平和盈利能力。我们对公司的维持“增持”评级。

## 最近52周股价表现



**盈利预测**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	2163	2199	2613	3579	<b>营业收入</b>	1360	1484	1918	2476
现金	1699	1813	2146	3017	营业成本	933	1021	1236	1473
应收账款	0	6	8	7	营业税金及附加	36	27	35	66
其他应收款	38	6	4	9	营业费用	60	69	82	111
预付账款	227	112	136	162	管理费用	62	76	86	119
存货	197	225	272	324	财务费用	-43	-17	-20	-26
其他流动资产	2	36	47	61	资产减值损失	44	-0	5	7
<b>非流动资产</b>	3509	3730	4051	4127	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	79	120	140	200	投资净收益	33	10	8	10
固定资产	2318	2717	3110	3297	<b>营业利润</b>	300	318	502	736
无形资产	37	56	67	76	营业外收入	36	42	42	42
其他非流动资产	1074	837	734	554	营业外支出	5	5	5	5
<b>资产总计</b>	5671	5929	6664	7705	<b>利润总额</b>	331	355	538	773
<b>流动负债</b>	913	1029	1276	1594	所得税	2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	329	355	538	773
应付账款	174	189	229	273	少数股东损益	0	0	0	1
其他流动负债	739	840	1047	1322	<b>归属母公司净利润</b>	329	355	538	772
<b>非流动负债</b>	456	401	351	301	EBITDA	627	729	1046	1415
长期借款	0	-3	-3	-3	EPS (元)	0.31	0.33	0.51	0.73
其他非流动负债	456	404	354	304					
<b>负债合计</b>	1369	1431	1627	1896	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	3	3	3	4	<b>会计年度</b>	<b>2008</b>	<b>2009E</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
股本	1060	1060	1060	1060	<b>成长能力</b>				
资本公积	1726	1726	1726	1726	营业收入	14.8%	9.1%	29.3%	29.1%
留存收益	1513	1709	2247	3020	营业利润	-15.4%	5.9%	57.9%	46.8%
归属母公司股东权益	4300	4495	5033	5806	归属于母公司净利润	-10.4%	7.9%	51.7%	43.6%
<b>负债和股东权益</b>	5671	5929	6664	7705	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	31.4%	31.2%	35.5%	40.5%
					净利率(%)	24.2%	23.9%	28.0%	31.2%
					ROE(%)	7.6%	7.9%	10.7%	13.3%
					ROIC(%)	8.8%	10.5%	16.0%	25.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	24.1%	24.1%	24.4%	24.6%
					净负债比率(%)	0.20%	-0.19%	-0.17%	-0.15%
					流动比率	2.37	2.14	2.05	2.24
					速动比率	2.15	1.92	1.83	2.04
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.25	0.26	0.30	0.34
					应收账款周转率	254	428	254	307
					应付账款周转率	6.09	5.63	5.92	5.88
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.33	0.51	0.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	0.85	1.12	1.52
					每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.24	4.75	5.48
					<b>估值比率</b>				
					P/E	40.62	37.66	24.83	17.29
					P/B	3.11	2.97	2.65	2.30
					EV/EBITDA	18	16	11	8

数据来源: 联合证券研究所.

## 联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

## 联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2010 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。