

2010年03月16日

市场数据(人民币)

市价(元)	14.42
已上市流通A股(百万股)	1,060.36
总市值(百万元)	15,290.40
年内股价最高最低(元)	18.82/9.41
沪深300指数	3183.18
上证指数	2976.94
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《再度超限享受免征所得税优惠,然恐将削弱提价预期》, 2009.11.1
- 2 《税收优惠终于落地,上调盈利预测》, 2009.10.19

毛峥嵘

 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

歌华有线 (600037.SH)

——三网融合正式启动在即, 行业龙头终将受益

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.653	0.346	0.310	0.310	0.354	0.400
净利润增长率	59.94%	-15.20%	-10.35%	-0.10%	14.38%	12.77%
先前预期每股收益(元)				0.262	0.294	0.336
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.318	N/A	N/A
市盈率(倍)	38.07	90.87	30.59	45.80	40.69	36.08
行业优化市盈率(倍)	63.80	75.17	26.68	52.62	52.62	52.62
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70
PE/G(倍)	0.64	N/A	N/A	-469.86	2.83	2.83
已上市流通A股(百万股)	347.01	583.25	583.27	1,060.36	1,060.36	1,060.36
总股本(百万股)	662.51	1,060.17	1,060.19	1,060.36	1,060.36	1,060.36

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论
■ 近期股价调整逐步到位, 大力发展高清互动推动增值业务贡献

- ◆ 公司股价近期欠佳, 出现连续 8 个交易日的下跌, 跌幅累计达到 13%; 从每户价值的角度来看, 目前公司的每户价值为 3800 元左右, 我们认为股票的持续下跌为我们选择介入提供了良好的契机。
- ◆ 大力发展高清业务虽影响公司的短期业绩, 但可奠定公司长期竞争力的基础。高清业务作为北京市政府重大信息化发展战略项目, 其大力推广为公司带来了巨大的折旧摊销压力, 根据公司公告显示每个高清机顶盒成本为 1200 元, 最新的补贴政策确定政府补贴为 35%, 即每台补助 420 元, 另外 65%需要靠公司自身承担。公司计划 09 年实现 30 万高清用户, 10 年和 11 年分别实现新增 100 万户和 130 万户, 三年高清用户达到 260 万户, 未来 2 年每年的新增折旧费用将超过 1 亿元, 公司过重的负担将使得进一步的补贴政策或基本收视费提价可能性依然很大。
- ◆ 歌华有线自去年 9 月开展高清业务以来, 高清交互业务视频类服务使用状况良好, 公司的高清交互业务也越来越被更多的人所接受, 随着 2010 年 1 月 1 日高清互动业务收费的启动, 将会为公司形成实质性的利润贡献, 用户资源的潜在价值也将会被不断的挖掘出来, 每户价值有望不断提升。目前增值业务所占收入比重还比较小, 主要是由于付费电视和互动电视的收费业务还没有大规模开展, 一直处于培养用户使用习惯阶段; 我们判断付费频道以及原有的标清互动业务的收费会很快启动, 数字电视增值业务将加快盈利贡献, 但对公司在盈利层面的积极变化还有待进一步的观察。

■ 三网融合正式启动在即, 高清互动迎接全业务竞争时代的到来

- ◆ 在三网融合具体发展纲要即将颁布实施之际，公司作为有线网络行业龙头，我们有理由对公司的未来受益有更多的期待。另外，这次国家把三网融合的产品和服务纳入国家采购的范围，我们判断此举有望加大政府补贴力度，从补偿性质的补贴变成推动产业转型性质的补贴可能由地方财政转由中央财政。
 - ◆ 三网融合将推动有线与电信进入全业务竞争时代，公司提前布局高清领域，在高清互动方面建立起来的领先优势有利于提升其同电信运营商的竞争水平，对有线运营商来说，提供高质量的视频点播及其他增值业务可以提高用户的使用粘性，同时也有利于宽带业务用户的争夺，提高用户的 ARPU 值。
- **下调盈利预测，维持“买入”投资评级**
- ◆ 高清推广带来的折旧成本对短期业绩影响较大，由此我们下调公司 2009~2011 年每股收益分别至 0.310 元、0.354 元和 0.400 元，分别较原先水平下调 12.96%、10.51%和 11.58%。按照昨日 14.42 元的收盘价计算，公司未来三年动态市盈率分别为 46.80 倍、40.69 倍和 37.70 倍，估值水平已经低于国内有线网络其他上市公司。考虑到公司在国内有线网络行业的龙头地位和公司在增值业务方面的积极举措，进一步的高清补贴政策，用户 ARPU 值提升预期，三网融合后续政策的出台对公司带来实质性的利好，我们仍维持对公司“买入”的投资评级。

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)						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1,024	1,185	1,360	1,520	1,690	1,859	货币资金	2,257	1,977	1,699	2,575	2,562	2,405
增长率		15.7%	14.8%	11.8%	11.1%	10.0%	应收款项	24	14	39	31	36	43
主营业务成本	-558	-708	-933	-1,070	-1,174	-1,298	存货	29	40	197	176	174	192
% 销售收入	54.4%	59.8%	68.6%	70.4%	69.5%	69.8%	其他流动资产	182	81	229	180	178	190
毛利	467	476	426	450	516	561	流动资产	2,492	2,113	2,163	2,962	2,950	2,830
% 销售收入	45.6%	40.2%	31.4%	29.6%	30.5%	30.2%	% 总资产	55.8%	42.0%	38.1%	49.2%	47.5%	44.4%
营业税金及附加	-34	-41	-36	-37	-41	-46	长期投资	37	107	82	83	82	82
% 销售收入	3.4%	3.5%	2.7%	2.4%	2.4%	2.5%	固定资产	1,915	2,785	3,377	2,993	3,202	3,491
营业费用	-43	-51	-60	-71	-76	-80	% 总资产	42.9%	55.4%	59.6%	49.7%	51.6%	54.7%
% 销售收入	4.2%	4.3%	4.4%	4.7%	4.5%	4.3%	无形资产	18	26	49	44	46	48
管理费用	-59	-65	-62	-81	-88	-92	非流动资产	1,971	2,919	3,509	3,122	3,333	3,624
% 销售收入	5.7%	5.5%	4.5%	5.4%	5.2%	5.0%	% 总资产	44.2%	58.0%	61.9%	51.9%	53.7%	56.8%
息税前利润 (EBIT)	330	319	268	261	311	343	资产总计	4,463	5,031	5,671	6,020	6,207	6,379
% 销售收入	32.3%	26.9%	19.7%	17.1%	18.4%	18.5%	短期借款	0	0	3	0	0	0
财务费用	33	33	43	18	17	21	应付款项	418	575	832	902	842	733
% 销售收入	-3.2%	-2.8%	-3.1%	-1.2%	-1.0%	-1.1%	其他流动负债	72	92	78	688	705	709
资产减值损失	0	0	-44	0	-1	0	流动负债	490	667	913	1,589	1,547	1,442
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	3	2	33	14	13	15	其他长期负债	302	391	456	0	0	0
% 税前利润	0.7%	0.5%	10.0%	4.2%	3.5%	3.5%	负债	792	1,058	1,369	1,589	1,547	1,443
营业利润	366	354	300	292	341	378	普通股股东权益	3,668	3,970	4,300	4,490	4,728	4,996
营业利润率	35.8%	29.9%	22.1%	19.2%	20.2%	20.4%	少数股东权益	2	3	3	4	8	14
营业外收支	-19	14	31	38	39	34	负债股东权益合计	4,462	5,031	5,671	6,084	6,283	6,454
税前利润	347	369	331	330	379	412							
利润率	33.9%	31.1%	24.3%	21.7%	22.4%	22.2%							
所得税	85	-2	-2	0	0	0							
所得税率	-24.6%	0.4%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%							
净利润	433	367	329	330	379	412							
少数股东损益	0	0	0	2	3	7							
归属于母公司的净利润	433	367	329	329	376	406							
净利率	42.2%	31.0%	24.2%	21.6%	22.2%	21.8%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	433	367	329	330	379	412	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.653	0.346	0.310	0.310	0.354	0.382
非现金支出	245	283	414	330	378	419	每股净资产	5.536	3.745	4.056	4.235	4.460	4.712
非经营收益	-33	-35	-76	-53	-52	-48	每股经营现金净流	1.144	0.816	0.649	1.163	0.625	0.604
营运资金变动	114	249	21	625	-43	-142	每股股利	0.100	0.000	0.150	0.130	0.130	0.130
经营活动现金净流	758	865	688	1,233	662	640	回报率						
资本开支	-600	-1,039	-1,075	95	-551	-676	净资产收益率	11.79%	9.24%	7.65%	7.32%	7.95%	8.12%
投资	13	-75	30	-1	0	0	总资产收益率	9.69%	7.29%	5.80%	5.40%	5.98%	6.28%
其他	34	34	43	14	13	15	投入资本收益率	11.51%	7.99%	6.19%	5.80%	6.56%	6.85%
投资活动现金净流	-553	-1,079	-1,003	108	-537	-662	增长率						
股权募资	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	14.47%	15.69%	14.76%	11.81%	11.13%	10.00%
债权募资	0	0	0	-459	0	1	EBIT增长率	10.42%	-6.04%	-16.00%	-2.78%	19.28%	10.44%
其他	0	-66	-1	-5	-138	-138	净利润增长率	59.94%	-15.20%	-10.35%	-0.10%	14.38%	7.92%
筹资活动现金净流	0	-66	-1	-464	-138	-137	总资产增长率	10.95%	12.75%	12.72%	7.28%	3.27%	2.72%
现金净流量	205	-281	-315	877	-13	-158	资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.8	2.2	1.4	4.0	4.0	4.0
							存货周转天数	16.8	17.7	46.3	60.0	54.0	54.0
							应付账款周转天数	58.4	67.7	60.0	85.0	80.0	65.0
							固定资产周转天数	484.3	603.7	622.3	560.5	506.4	477.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-61.38%	-49.69%	-39.41%	-57.29%	-54.10%	-47.97%
							EBIT利息保障倍数	-10.2	-9.6	-6.3	-14.7	-18.3	-16.7
							资产负债率	17.75%	21.04%	24.14%	26.12%	24.62%	22.37%

来源：公司年报、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
强买	0	0	8	12	35
买入	0	0	6	7	22
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1
评分	0	0	1.53	1.49	1.48

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 2008-04-24	买入	19.21	N/A
2 2008-08-19	持有	10.56	11.50 ~ 12.50
3 2009-01-06	买入	10.23	10.29 ~ 11.30
4 2009-04-29	买入	10.42	N/A
5 2009-08-24	买入	10.81	N/A
6 2009-10-19	买入	12.00	13.50 ~ 14.50
7 2009-11-01	买入	12.53	14.50 ~ 15.50

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。