

业绩略低于预期，摊销压力拉低毛利水平

歌华有线 (600037)

评级: 增持 (下调)

股价: 15.68 元

跟踪报告

2010年03月20日 星期六

TMT 小组

康志毅

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信及传媒

郑永双

010-59707120

zhengys@longone.com.cn

传媒

联系人: 顾颖

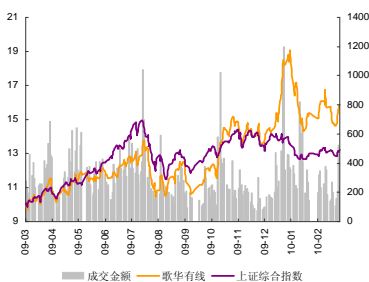
021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	10.60
流通股本(亿股)	10.60
总市值(亿元)	166.26
流通市值(亿元)	166.26

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **公司发布 2009 年报，业绩略低于预期。**2009 年公司实现营业收入 15.16 亿，比去年同期增长 11.5%，营业利润 2.92 亿，同比下降 2.6%，实现净利润 3.30 亿，同比增长 0.38%，对应每股收益 0.31 元，与 2008 年持平，略低于我们的预期(每股收益 0.33 元)，也低于市场的平均预期 0.34 元。第四季度公司实现营业收入 4.72 亿，同比增长 12.8%，实现净利润 0.83 亿，同比增长 22.0%，对应每股收益 0.08 元。
- **公司业绩受免费高清推广拖累，摊销压力增大。**公司在第四季度免费推广 30 万高清用户，使得第四季度的毛利率仅为 20.1%，同比、环比分别降低 5.3 和 10.4 个百分点，将全年的毛利率拉低到 28.7%，比 08 年毛利率 31.4% 降低 2.7 个百分点。目前公司采取先免费赠送高清机顶盒，之后由政府补贴 35% 费用的方式推广高清，65% 的成本由公司承担，面对 2010 年、2011 年 100 万户、130 万户的高清推广计划，公司未来两年的摊销压力将进一步增大，通过提价或进一步财政补贴平抑成本压力的预期仍然存在。
- **受三网融合政策刺激，跑赢大盘。**自 2009 年 3 月 19 日以来，上证指数上涨 31.92%，歌华有线上涨 58.47%，同类公司天威视讯上涨 82.57%，广电网络上涨 80.91%。有线网络公司大幅跑赢大盘主要因为一月份三网融合的政策出台，有线网络受到市场追捧，鉴于公司副总经理罗小布曾向媒体表示公司不会参与试点，结合北京的特殊性，我们认为公司基本不会参与试点，股价的相对理性已然体现，不过安全边际仍然有所降低。
- **预计 2010-2011 年每股收益分别为 0.33 元、0.37 元，动态市盈率为 48x、42x。**公司业绩短期基本不会受到三网融合的影响，相对确定，下调公司的投资评级为“增持”。

主要财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,359.8	1,516.0	1,701.9	1,955.1	2,263.6
营业收入增长率(%)	14.8%	11.5%	12.3%	14.9%	15.8%
营业利润(百万元)	299.9	292.2	316.1	365.5	425.8
营业利润增长率(%)	-15.4%	-2.6%	8.2%	15.6%	16.5%
净利润(百万元)	328.9	330.1	346.4	395.5	455.5
净利润增长率(%)	-10.4%	0.4%	4.9%	14.2%	15.2%
营业利润率(%)	22.1%	19.3%	18.6%	18.7%	18.8%
每股收益(元)	0.310	0.311	0.327	0.373	0.430
每股净资产(元)	4.05	4.22	4.54	4.92	5.35
PE (X)	50.6	50.4	48.0	42.0	36.5
PB (X)	3.9	3.7	3.4	3.2	2.9
ROE (%)	7.6%	7.4%	7.2%	7.6%	8.0%

表 1. 歌华有线四季度业绩对比

百万元	1-4Q2008	1-4Q2009	YoY	4Q2008	4Q2009	YoY	3Q2009	4Q2009	QoQ
营业收入	1,359.76	1,516.00	11.5%	418.43	472.19	12.8%	365.11	472.19	29.3%
增长率	14.8%	11.5%	-3.3%	3.5%	12.8%	9.4%	17.9%	12.8%	-5.1%
毛利率	31.4%	28.7%	-2.7%	25.3%	20.1%	-5.3%	30.5%	20.1%	-10.4%
营业成本	933.47	1,081.22	15.8%	312.41	377.35	20.8%	253.76	377.35	48.7%
营业税金及附加	36.08	33.08	-8.3%	5.61	11.39	103.2%	7.57	11.39	50.5%
期间费用率	5.9%	7.8%	2.0%	8.0%	11.2%	3.2%	5.8%	11.2%	5.4%
销售费用	60.50	64.63	6.8%	22.15	23.73	7.1%	14.09	23.73	68.5%
销售费用率	4.4%	4.3%	-0.2%	5.3%	5.0%	-0.3%	3.9%	5.0%	1.2%
管理费用	61.72	77.43	25.5%	25.44	35.77	40.6%	13.13	35.77	172.3%
管理费用率	4.5%	5.1%	0.6%	6.1%	7.6%	1.5%	3.6%	7.6%	4.0%
财务费用	-42.66	-23.55	-44.8%	-14.19	-6.66	-53.1%	-5.99	-6.66	11.2%
财务费用率	-3.1%	-1.6%	1.6%	-3.4%	-1.4%	2.0%	-1.6%	-1.4%	0.2%
资产减值损失	43.98	-0.10	-100.2%	42.90	-0.33	-100.8%	0.26	-0.33	-228.4%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA
投资净收益	33.23	8.88	-73.3%	35.48	2.02	-94.3%	0.71	2.02	184.1%
营业利润	299.91	292.15	-2.6%	59.59	32.97	-44.7%	83.00	32.97	-60.3%
增长率	-15.4%	-2.6%	12.8%	-39.4%	-44.7%	-5.3%	17.1%	-44.7%	-61.8%
营业利润率	22.1%	19.3%	-2.8%	14.2%	7.0%	-7.3%	22.7%	7.0%	-15.7%
加: 营业外收入	35.70	42.84	20.0%	10.55	10.69	1.3%	10.58	10.69	1.1%
减: 营业外支出	4.87	2.80	-42.5%	0.74	2.33	213.9%	0.02	2.33	11320.7%
利润总额	330.74	332.20	0.4%	69.40	41.33	-40.4%	93.56	41.33	-55.8%
减: 所得税	1.71	1.92	12.7%	0.83	-42.27	-5221.7%	-9.35	-42.27	352.1%
实际所得税率	0.5%	0.6%	0.1%	1.2%	-102.3%	-103.5%	-10.0%	-102.3%	-92.3%
净利润	329.03	330.27	0.4%	68.57	83.60	21.9%	102.91	83.60	-18.8%
减: 少数股东损益	0.18	0.19	5.0%	0.18	0.15	-19.4%	0.04	0.15	248.1%
归属于母公司所有者的净利润	328.85	330.08	0.4%	68.39	83.45	22.0%	102.86	83.45	-18.9%
增长率	-10.4%	0.4%	10.7%	-33.6%	22.0%	55.6%	27.4%	22.0%	-5.3%
净利润率	24.2%	21.8%	-2.4%	16.3%	17.7%	1.3%	28.2%	17.7%	-10.5%
每股收益 (元)	0.31	0.31	0.4%	0.06	0.08	22.0%	0.10	0.08	-18.9%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

表 2. 歌华有线盈利预测

单位: 百万元	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	1,045.8	1,184.9	1,359.8	1,516.0	1701.9	1955.1	2263.6	14.7%	11.5%	12.3%	14.9%	15.8%
增长率	16.9%	13.3%	14.8%	11.5%	12.3%	14.9%	15.8%	1.5%	-3.3%	0.8%	2.6%	0.9%
毛利率	45.5%	40.2%	31.4%	28.7%	27.7%	28.0%	28.3%	-8.9%	-2.7%	-1.0%	0.3%	0.3%
营业成本	570.1	708.4	933.5	1081.2	1231.0	1408.1	1623.4	31.8%	15.8%	13.9%	14.4%	15.3%
营业税金及附加	34.4	40.9	36.1	33.1	39.1	46.9	56.6	-11.8%	-8.3%	18.3%	19.9%	20.6%
期间费用率	6.3%	7.0%	5.9%	7.8%	7.5%	7.5%	7.5%	-1.2%	2.0%	-0.3%	0.0%	0.0%
销售费用	42.9	51.3	60.5	64.6	76.6	88.0	101.9	17.9%	6.8%	18.5%	14.9%	15.8%
销售费用率	4.1%	4.3%	4.4%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%	0.1%	-0.2%	0.2%	0.0%	0.0%
管理费用	56.4	65.2	61.7	77.4	85.1	97.8	113.2	-5.4%	25.5%	9.9%	14.9%	15.8%
管理费用率	5.4%	5.5%	4.5%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	-1.0%	0.6%	-0.1%	0.0%	0.0%
财务费用	-33.3	-33.3	-42.7	-23.5	-34.0	-39.1	-45.3	28.1%	-44.8%	44.6%	14.9%	15.8%
财务费用率	-3.2%	-2.8%	-3.1%	-1.6%	-2.0%	-2.0%	-2.0%	-0.3%	1.6%	-0.4%	0.0%	0.0%
资产减值损失	27.6	-0.2	44.0	-0.1	-2.0	-2.0	-2.0	-25158.4%	-100.2%	1828.0%	0.0%	0.0%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资净收益	2.7	1.9	33.2	8.9	10.0	10.0	10.0	1633.1%	-73.3%	12.7%	0.0%	0.0%
营业利润	350.3	354.4	299.9	292.2	316.1	365.5	425.8	-15.4%	-2.6%	8.2%	15.6%	16.5%
增长率	8.9%	1.2%	-15.4%	-2.6%	8.2%	15.6%	16.5%	-16.6%	12.8%	10.8%	7.4%	0.9%
营业利润率	33.5%	29.9%	22.1%	19.3%	18.6%	18.7%	18.8%	-7.9%	-2.8%	-0.7%	0.1%	0.1%
加: 营业外收入	1.1	14.8	35.7	42.8	35.0	35.0	35.0	140.9%	20.0%	-18.3%	0.0%	0.0%
减: 营业外支出	3.9	0.4	4.9	2.8	3.0	3.0	3.0	1161.4%	-42.5%	7.1%	0.0%	0.0%
利润总额	347.4	368.9	330.7	332.2	348.1	397.5	457.8	-10.3%	0.4%	4.8%	14.2%	15.2%
减: 所得税	-85.4	1.6	1.7	1.9	1.7	2.0	2.3	5.7%	12.7%	-9.5%	14.2%	15.2%
实际所得税率	-24.6%	0.4%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
净利润	432.8	367.2	329.0	330.3	346.4	395.5	455.5	-10.4%	0.4%	4.9%	14.2%	15.2%
减: 少数股东损益	0.1	0.4	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	-57.8%	5.0%	-100.0%	NA	NA
归属母公司净利润	432.7	366.8	328.9	330.1	346.4	395.5	455.5	-10.4%	0.4%	4.9%	14.2%	15.2%
增长率	60.0%	-15.2%	-10.4%	0.4%	4.9%	14.2%	15.2%	4.9%	10.7%	4.6%	9.2%	1.0%
净利润率	41.4%	31.0%	24.2%	21.8%	20.4%	20.2%	20.1%	-6.8%	-2.4%	-1.4%	-0.1%	-0.1%
每股收益(元)	0.41	0.35	0.31	0.31	0.33	0.37	0.43	-10.4%	0.4%	4.9%	14.2%	15.2%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

表 3. 可比公司估值

公司简称	代码	投资评级	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	股价 (元)	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08/10年	PEG	最新市净率
有线网络														
歌华有线	600037.SH	增持	166.3	166.3	15.68	0.31	0.34	0.36	50.6x	46.6x	43.3x	1.5%	30.7x	3.8x
天威视讯	002238.SZ	增持	66.3	25.6	24.84	0.28	0.30	0.38	87.6x	83.9x	64.7x	12.9%	6.5x	5.4x
广电网络	600831.SH	增持	56.1	56.1	12.95	0.10	0.18	0.25	130.3x	71.4x	51.3x	38.6%	1.8x	4.7x
平均值									89.5x	67.3x	53.1x			4.7x
报纸														
博瑞传播	600880.SH	买入	109.5	70.5	29.19	0.51	0.72	0.93	57.2x	40.5x	31.3x	37.2%	1.1x	8.9x
华闻传媒	000793.SZ	中性	101.1	86.9	7.43	0.12	0.12	0.13	60.8x	62.1x	57.6x	5.7%	10.9x	4.6x
平均值									59.0x	51.3x	44.5x			6.8x
图书出版发行														
时代出版	600551.SH	增持	79.7	30.6	20.40	0.55	0.60	0.67	37.1x	33.9x	30.6x	260.5%	0.1x	4.2x
出版传媒	601999.SH	增持	73.7	19.8	13.38	0.21	0.23	0.26	63.8x	58.4x	52.1x	10.6%	5.5x	5.2x
新华传媒	600825.SH	增持	110.5	75.0	12.69	0.28	0.29	0.32	45.7x	43.4x	39.7x	58.8%	0.7x	5.5x
皖新传媒	601801.SH	增持	140.0	13.5	15.38	0.28	0.30	0.34	55.5x	51.5x	45.8x	13.0%	4.0x	7.2x
平均值									50.5x	46.8x	42.1x			5.5x
广告														
中视传媒	600088.SH	中性	47.1	23.9	19.90	0.23	0.43	0.44	86.9x	46.5x	45.5x	24.6%	1.9x	5.5x
北巴传媒	600386.SH	增持	51.8	51.8	12.84	0.22	0.35	0.58	57.7x	36.8x	22.1x	70.1%	0.5x	5.4x
平均值									72.3x	41.7x	33.8x			5.4x
其他														
中信国安	000839.SZ	-	230.5	230.4	14.70	0.23	0.49	0.36	64.8x	30.1x	41.3x	19.7%	1.5x	4.0x
东方明珠	600832.SH	中性	426.3	426.3	13.38	0.14	0.15	0.20	95.6x	86.7x	68.3x	-0.7%	NA	6.0x
鹏博士	600804.SH	-	179.8	75.4	13.43	0.13	0.23	0.31	103.5x	59.2x	43.2x	35.2%	1.7x	9.7x
电广传媒	000917.SZ	中性	84.1	66.0	20.70	0.05	0.16	0.30	394.4x	130.4x	68.7x	2.6%	50.2x	5.0x
奥飞动漫	002292.SZ	-	76.4	19.1	47.75	0.41	0.66	0.91	117.2x	72.4x	52.6x	4.1%	17.5x	6.6x
华谊兄弟	300027.SZ	-	97.3	24.3	57.90	0.41	0.50	0.90	142.9x	116.0x	64.7x	37.2%	3.1x	34.3x
平均值									153.1x	82.5x	56.4x			10.9x
板块均值									91.6x	59.3x	45.6x			7.0x

资料来源: 东海证券研究所, WIND

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 曾为天相投顾通信行业分析师; 2009年7月加盟东海证券研究所。

郑永双, 传媒行业研究员, 毕业于清华大学数学系, 获硕士学位。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122