

有线电视网络

冷星星 S0960209060284

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

广电网络

600831

中性

所得税全免优惠尘埃落定 积极制定战略应对三网融合

2010年4月9日，广电网络公布了《关于享受转制文化企业税收优惠政策的公告》。

点评:

- 公司获批成为第一批省级转制文化企业，所得税全免优惠尘埃落定，符合预期。近日陕西省财政厅、陕西省国家税务局、陕西省地方税务局、中共陕西省委宣传部联合下发《关于发布省级第一批转制文化企业名单的通知》，广电网络公司及下属分支公司、子公司全部被列入省级第一批转制文化企业名单。根据财税[2009]34号文件规定，公司作为转制文化企业，免征企业所得税。税收优惠政策执行期限自2009年1月1日至2013年12月31日。
- 公司维持2009年净利润同比增长70%左右的预增幅度预测。据公告披露，截止2009年9月30日，公司已计提所得税费用682.82万元（按西部大开发企业所得税税率15%计提），由此增加公司净利润682.82万元。在此前发布的预增公告中，公司预计2009年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长70%左右，由于此预增幅度中公司已合理考虑了此税收优惠政策的影响，因此，对2009年度业绩预增幅度维持不变。
- 由于双向改造比例较低，陕西成为三网融合试点地区可能性较小，公司正积极制定发展战略应对试点保护期后三网融合带来的开放竞争形势。我们认为，暂不申请试点是公司短期内有效自我保护的明智之举，预计未来2-3年公司数字平移和双向网改造都将提速，资本开支将加大。
- 下调为“中性”评级。在所得税全免情况下，预计公司09-11年EPS分别为0.18、0.26、0.35元。在当前股价（13.56元）下，对应09-11年PE分别为73、51、38倍，对应EV/EBITDA为24、20、18倍，当前估值已不低。由于后续为应对三网融合提升自我竞争力，公司将不得不加快双向改造比例和交互平台的建设及新业务的开展，因此未来两年资本开支将会很大，现金压力加大，业绩可能会低于预期。我们将公司评级由“推荐”下调为“中性”。

风险提示:

未来双向网改造的巨大资本支出；非经常性损益超预期。

6-12个月目标价: 无

当前股价: 13.56元

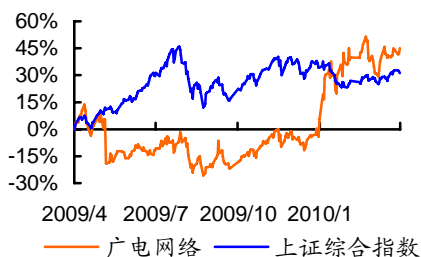
评级调整: 下调

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 3145.35 |
| 总股本(百万) | 433 |
| 流通股本(百万) | 433 |
| 流通市值(亿) | 59 |
| EPS (TTM) | 0.10 |
| 每股净资产(元) | 2.65 |
| 资产负债率 | 56.0% |

股价表现

| | | | |
|--------|------|-------|-------|
| (%) | 1M | 3M | 6M |
| 广电网络 | 6.77 | 40.23 | 80.80 |
| 上证综合指数 | 2.48 | -1.58 | 8.02 |



相关报告

- 《广电网络-2009年业绩预增公告点评》2010-1-29
- 《广电网络-受卫星电视冲击 业绩低于预期》2009-10-31
- 《广电网络-数字平移快速推进 整体业绩符合预期》2009-8-24
- 《广电网络-增长确定的区域垄断型有线网络运营商》2009-2-13

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 834 | 858 | 1046 | 1248 |
| 收入同比(%) | 53% | 3% | 22% | 19% |
| 归属母公司净利润 | 43 | 80 | 115 | 153 |
| 净利润同比(%) | 5% | 86% | 43% | 33% |
| 毛利率(%) | 38.5% | 39.0% | 39.0% | 38.9% |
| ROE(%) | 3.7% | 6.6% | 8.6% | 10.3% |
| 每股收益(元) | 0.10 | 0.18 | 0.26 | 0.35 |
| P/E | 136 | 73 | 51 | 38 |
| P/B | 5 | 5 | 4 | 4 |
| EV/EBITDA | 20 | 24 | 20 | 18 |

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 会计年度 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E | 会计年度 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 流动资产 | 366 | 412 | 450 | 491 | 营业收入 | 834 | 858 | 1046 | 1248 |
| 现金 | 188 | 190 | 190 | 190 | 营业成本 | 513 | 523 | 638 | 762 |
| 应收账款 | 21 | 24 | 24 | 24 | 营业税金及附加 | 17 | 17 | 21 | 25 |
| 其它应收款 | 36 | 24 | 24 | 24 | 营业费用 | 63 | 69 | 84 | 100 |
| 预付账款 | 13 | 43 | 52 | 62 | 管理费用 | 98 | 103 | 125 | 150 |
| 存货 | 107 | 131 | 159 | 190 | 财务费用 | 49 | 62 | 60 | 55 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 6 | 2 | 2 | 2 |
| 非流动资产 | 2249 | 2532 | 2679 | 2725 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 3 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 固定资产 | 1994 | 2224 | 2344 | 2360 | 营业利润 | 90 | 84 | 119 | 157 |
| 无形资产 | 16 | 16 | 16 | 16 | 营业外收入 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 236 | 292 | 319 | 349 | 营业外支出 | 44 | 4 | 4 | 4 |
| 资产总计 | 2615 | 2944 | 3129 | 3216 | 利润总额 | 49 | 80 | 115 | 153 |
| 流动负债 | 736 | 901 | 971 | 904 | 所得税 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 40 | 226 | 260 | 49 | 净利润 | 43 | 80 | 115 | 153 |
| 应付账款 | 375 | 387 | 472 | 564 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 321 | 288 | 239 | 292 | 归属母公司净利润 | 43 | 80 | 115 | 153 |
| 非流动负债 | 730 | 830 | 830 | 830 | EBITDA | 327 | 272 | 322 | 368 |
| 长期借款 | 730 | 830 | 830 | 830 | EPS (元) | 0.13 | 0.18 | 0.26 | 0.35 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 1466 | 1731 | 1801 | 1734 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 1 | 1 | 会计年度 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 股本 | 333 | 433 | 433 | 433 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 664 | 564 | 564 | 564 | 营业收入 | 52.9 | 2.8% | 21.9 | 19.3 |
| 留存收益 | 152 | 216 | 330 | 483 | 营业利润 | 67.1 | -7.1% | 41.4 | 32.2 |
| 归属母公司股东权益 | 1150 | 1213 | 1328 | 1481 | 归属于母公司净利润 | 5.0% | 85.7 | 43.4 | 33.3 |
| 负债和股东权益 | 2615 | 2944 | 3129 | 3216 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 38.5 | 39.0 | 39.0 | 38.9 |
| | | | | | 净利率 | 5.2% | 9.3% | 11.0% | 12.3 |
| | | | | | ROE | 3.7% | 6.6% | 8.6% | 10.3 |
| | | | | | ROIC | 6.8% | 6.9% | 7.8% | 9.5% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 56.0 | 58.8 | 57.5 | 53.9 |
| | | | | | 净负债比率 | 53.22 | 61.02 | 60.54 | 50.67 |
| | | | | | 流动比率 | 0.50 | 0.46 | 0.46 | 0.54 |
| | | | | | 速动比率 | 0.35 | 0.31 | 0.30 | 0.33 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.30 | 0.31 | 0.34 | 0.39 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 33 | 36 | 42 | 50 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 1.55 | 1.37 | 1.48 | 1.47 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.10 | 0.18 | 0.26 | 0.35 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.04 | 0.46 | 0.75 | 1.07 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 2.65 | 2.80 | 3.06 | 3.42 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 136.4 | 73.49 | 51.24 | 38.43 |
| | | | | | P/B | 5.11 | 4.85 | 4.43 | 3.97 |
| | | | | | EV/EBITDA | 20 | 24 | 20 | 18 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

冷星星, 现任中投证券研究所传媒行业研究员, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434