

# 数字化整转双刃剑，税收减免难解财务压力之局

广电网络 (600831)

评级: 增持 (维持)

股价: 9.59 元

跟踪报告

2010年08月21日 星期六

## TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142  
010-59707103  
kzy@longone.com.cn  
通信及传媒

联系人: 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)	5.63
流通股本(亿股)	5.63
总市值(亿元)	54.03
流通市值(亿元)	54.03

## 市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	0.8	-1.9
3 个月	13.1	14.3
6 个月	-4.4	7.0

## 个股相对上证综指走势图



## 投资要点

- **业绩实现较快增长，符合预期。**10 年上半年公司实现营业收入 5.7 亿元，同比增长 19.2%，实现净利润 5428 万元，同比增长 16.2%，对应摊薄后每股收益 0.10 元，二季度实现营业收入 3.2 亿元，同比增长 22.3%，环比增长 23.2%，实现净利润 2767 万元，同比增长 15.2%，环比增长 4.0%，对应每股收益 0.05 元。
- **数字化整转双刃剑，业绩稳步增长，折旧摊销压力不减。**公司完成省网整合，目前处于数字化整转中期，09 年数字电视用户数几乎翻番，10 年上半年新增数字电视用户 46 万户，新发副终端 8 万户，截止报告期拥有有线电视用户 466 万户，数字电视用户 248 万户，副终端 20 万户，渗透率迈过 50% 大关。09 年数字化整转快速推进，数字用户的大幅增长是 10 年上半年业绩实现较快增长的主要原因，代价是折旧摊销压力的不断上升。从 09 年开始，公司资本开支大幅上升，全年达到 4.88 亿元，折旧摊销 2.20 亿元，10 年上半年资本开支 1.58 亿元，折旧摊销 1.30 亿元，资本开支同比小幅降低但仍处于较高水平，折旧稳步增长。考虑到省内数字化整转仍有较大空间，且三网融合的推进对双向化改造亦有迫切需求，未来两至三年公司资本开支难以降低，较高的折旧将给公司业绩增长带来一定的压力。
- **所得税终获减免，财务压力仍存。**2010 年 4 月，公司被认定为第一批文化类转制企业，享受所得税减免优惠，期限从 2009 年至 2013 年，不过营业税优惠政策 09 年到期，事实上对冲掉了所得税减免的影响，未来能否继续获得优惠仍须等待政策。截止到 10 年上半年，公司账上现金 1.88 亿元，短期贷款 2.4 亿元，长期贷款 5.2 亿元，合计 7.6 亿元，虽然二季度偿还了 5000 万短期贷款，但财务压力仍然很大，预计 10 年全年财务费用在 5500 万元以上。年内加息的可能性虽然不大，但 11 年加息将是大概率事件，届时将进一步增加财务压力，预计公司通过再融资缓解财务压力的可能性非常大。
- 预计 2010-2011 年每股收益分别为 0.16 元、0.17 元，动态市盈率为 58x、56x。维持公司“增持”的投资评级。

## 主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	545.4	834.2	949.9	1,044.9	1,149.4
营业收入增长率 (%)	81.0%	52.9%	13.9%	10.0%	10.0%
营业利润(百万元)	54.0	90.3	84.6	94.0	97.7
营业利润增长率 (%)	123.3%	67.1%	-6.3%	11.1%	4.0%
净利润(百万元)	41.0	43.1	78.1	92.0	95.7
净利润增长率 (%)	108.8%	5.0%	81.3%	17.8%	4.1%
营业利润率 (%)	9.9%	10.8%	8.9%	9.0%	8.5%
每股收益(元)	0.07	0.08	0.14	0.16	0.17
每股净资产(元)	1.96	2.04	2.15	2.31	2.48
PE (X)	131.8	125.4	69.2	58.7	56.4
PB (X)	4.9	4.7	4.5	4.1	3.9
ROE (%)	3.7%	3.7%	6.4%	7.1%	6.8%

表 1. 广电网络 10 年上半年及二季度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2010	YoY	2Q2009	2Q2010	YoY	1Q2010	2Q2010	QoQ
<b>营业收入</b>	<b>481.13</b>	<b>573.52</b>	<b>19.2%</b>	<b>258.89</b>	<b>316.54</b>	<b>22.3%</b>	<b>256.98</b>	<b>316.54</b>	<b>23.2%</b>
增长率	14.8%	19.2%	4.4%	17.3%	22.3%	5.0%	15.6%	22.3%	6.6%
毛利率	36.2%	38.0%	1.8%	35.1%	36.6%	1.5%	39.8%	36.6%	-3.2%
<b>营业成本</b>	<b>307.10</b>	<b>355.56</b>	<b>15.8%</b>	<b>168.08</b>	<b>200.80</b>	<b>19.5%</b>	<b>154.77</b>	<b>200.80</b>	<b>29.7%</b>
营业税金及附加	7.50	18.66	148.7%	4.46	11.11	149.2%	7.56	11.11	47.0%
期间费用率	23.2%	25.2%	2.0%	22.1%	24.2%	2.1%	26.4%	24.2%	-2.2%
销售费用	36.18	41.79	15.5%	18.29	17.64	-3.5%	24.14	17.64	-26.9%
销售费用率	7.5%	7.3%	-0.2%	7.1%	5.6%	-1.5%	9.4%	5.6%	-3.8%
管理费用	52.83	80.24	51.9%	27.63	47.65	72.5%	32.59	47.65	46.2%
管理费用率	11.0%	14.0%	3.0%	10.7%	15.1%	4.4%	12.7%	15.1%	2.4%
财务费用	22.63	22.36	-1.2%	11.23	11.31	0.6%	11.06	11.31	2.2%
财务费用率	4.7%	3.9%	-0.8%	4.3%	3.6%	-0.8%	4.3%	3.6%	-0.7%
资产减值损失	1.42	0.97	-31.7%	1.47	0.93	-36.5%	0.04	0.93	2169.2%
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	-1.27	0.39	-130.8%	-1.27	0.39	-130.8%	0.00	0.39	NA
<b>营业利润</b>	<b>52.20</b>	<b>54.32</b>	<b>4.1%</b>	<b>26.47</b>	<b>27.50</b>	<b>3.9%</b>	<b>26.83</b>	<b>27.50</b>	<b>2.5%</b>
增长率	-15.4%	4.1%	19.4%	54.1%	3.9%	-50.2%	4.3%	3.9%	-0.4%
营业利润率	10.8%	9.5%	-1.4%	10.2%	8.7%	-1.5%	10.4%	8.7%	-1.8%
加: 营业外收入	1.67	0.42	-74.8%	1.15	0.41	-64.7%	0.02	0.41	2319.3%
减: 营业外支出	1.29	0.47	-63.3%	0.88	0.24	-73.1%	0.24	0.24	-0.8%
<b>利润总额</b>	<b>52.58</b>	<b>54.27</b>	<b>3.2%</b>	<b>26.74</b>	<b>27.67</b>	<b>3.4%</b>	<b>26.61</b>	<b>27.67</b>	<b>4.0%</b>
减: 所得税	5.96	0.00	-100.0%	2.72	0.00	-100.0%	0.00	0.00	NA
实际所得税率	11.3%	0.0%	-11.3%	10.2%	0.0%	-10.2%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>净利润</b>	<b>46.62</b>	<b>54.27</b>	<b>16.4%</b>	<b>24.02</b>	<b>27.67</b>	<b>15.2%</b>	<b>26.61</b>	<b>27.67</b>	<b>4.0%</b>
减: 少数股东损益	-0.09	-0.01	-92.4%	-0.00	-0.00	110.4%	-0.00	-0.00	107.9%
归属于母公司所有者的净利润	<b>46.71</b>	<b>54.28</b>	<b>16.2%</b>	<b>24.03</b>	<b>27.67</b>	<b>15.2%</b>	<b>26.61</b>	<b>27.67</b>	<b>4.0%</b>
增长率	-6.9%	16.2%	23.1%	92.9%	15.2%	-77.8%	17.3%	15.2%	-2.1%
净利润率	9.7%	9.5%	-0.2%	9.3%	8.7%	-0.5%	10.4%	8.7%	-1.6%
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.08</b>	<b>0.10</b>	<b>16.2%</b>	<b>0.04</b>	<b>0.05</b>	<b>15.2%</b>	<b>0.05</b>	<b>0.05</b>	<b>4.0%</b>

资料来源: 东海证券研究所, WIND

表 2. 广电网络用户数据

	2008	2009	2010H	2010E
付费终端数	-	17	31.5	45
数字电视	111	202	248	300
副机	2	16	20	25
模拟用户数	302	243	218	170
有线电视用户	413	445	466	470

资料来源: 东海证券研究所, 公司数据

表 3. 广电网络盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
<b>营业收入</b>	<b>545.4</b>	<b>834.2</b>	<b>949.9</b>	<b>1044.9</b>	<b>1149.4</b>	<b>1264.3</b>	<b>13.9%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>
<b>增长率</b>	<b>81.0%</b>	<b>52.9%</b>	<b>13.9%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>-39.1%</b>	<b>-3.9%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
广告代理	218.2	53.5	0.0	0.0	0.0	0.0	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
有线电视网络运营	324.7	779.5	946.2	1040.8	1144.9	1259.4	21.4%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	2.5	1.2	3.7	4.1	4.5	4.9	208.3%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>毛利率</b>	<b>30.09%</b>	<b>38.55%</b>	<b>36.97%</b>	<b>37.09%</b>	<b>37.09%</b>	<b>37.09%</b>	<b>-1.6%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>营业总成本</b>	<b>496.8</b>	<b>745.6</b>	<b>864.0</b>	<b>952.9</b>	<b>1053.7</b>	<b>1151.1</b>	<b>15.9%</b>	<b>10.3%</b>	<b>10.6%</b>	<b>9.3%</b>
<b>营业成本</b>	<b>381.3</b>	<b>512.6</b>	<b>598.7</b>	<b>657.3</b>	<b>723.1</b>	<b>795.4</b>	<b>16.8%</b>	<b>9.8%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>
营业税金及附加	9.3	16.9	14.4	31.3	34.5	37.9	-14.7%	117.1%	10.0%	10.0%
期间费用率	19.2%	25.2%	26.1%	25.0%	25.5%	24.9%	0.9%	-1.1%	0.5%	-0.6%
销售费用	48.8	63.3	73.2	80.5	88.5	97.4	15.7%	9.9%	10.0%	10.0%
销售费用率	8.9%	7.6%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	53.8	97.8	119.2	125.4	137.9	151.7	21.9%	5.2%	10.0%	10.0%
管理费用率	9.9%	11.7%	12.6%	12.0%	12.0%	12.0%	0.8%	-0.6%	0.0%	0.0%
财务费用	2.1	48.8	55.4	55.4	66.7	65.7	13.5%	0.0%	20.4%	-1.4%
财务费用率	0.4%	5.8%	5.8%	5.3%	5.8%	5.2%	0.0%	-0.5%	0.5%	-0.6%
资产减值损失	1.6	6.2	3.0	3.0	3.0	3.0	-51.3%	0.0%	0.0%	0.0%
投资净收益	5.5	1.7	-1.3	2.0	2.0	2.0	-173.5%	-258.1%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>54.0</b>	<b>90.3</b>	<b>84.6</b>	<b>94.0</b>	<b>97.7</b>	<b>115.2</b>	<b>-6.3%</b>	<b>11.1%</b>	<b>4.0%</b>	<b>17.9%</b>
<b>增长率</b>	<b>123.3%</b>	<b>67.1%</b>	<b>-6.3%</b>	<b>11.1%</b>	<b>4.0%</b>	<b>17.9%</b>	<b>-73.5%</b>	<b>17.4%</b>	<b>-7.1%</b>	<b>13.9%</b>
营业利润率	9.9%	10.8%	8.9%	9.0%	8.5%	9.1%	-1.9%	0.1%	-0.5%	0.6%
加: 营业外收入	1.7	3.1	4.0	3.0	3.0	3.0	28.6%	-25.4%	0.0%	0.0%
减: 营业外支出	4.1	44.1	8.1	5.0	5.0	5.0	-81.6%	-38.4%	0.0%	0.0%
<b>利润总额</b>	<b>51.6</b>	<b>49.3</b>	<b>80.5</b>	<b>92.0</b>	<b>95.7</b>	<b>113.2</b>	<b>63.4%</b>	<b>14.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>18.2%</b>
减: 所得税	9.0	6.1	2.5	0.0	0.0	0.0	-58.3%	-100.0%	NA	NA
实际所得税率	17.4%	12.4%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	-9.2%	-3.2%	0.0%	0.0%
<b>净利润</b>	<b>42.6</b>	<b>43.2</b>	<b>78.0</b>	<b>92.0</b>	<b>95.7</b>	<b>113.2</b>	<b>80.6%</b>	<b>17.9%</b>	<b>4.1%</b>	<b>18.2%</b>
减: 少数股东损益	1.6	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	-215.4%	-100.0%	NA	NA
<b>归属母公司净利润</b>	<b>41.0</b>	<b>43.1</b>	<b>78.1</b>	<b>92.0</b>	<b>95.7</b>	<b>113.2</b>	<b>81.3%</b>	<b>17.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>18.2%</b>
增长率	108.8%	5.0%	81.3%	17.8%	4.1%	18.2%	76.3%	-63.6%	-13.7%	14.2%
净利润率	7.5%	5.2%	8.2%	8.8%	8.3%	9.0%	3.1%	0.6%	-0.5%	0.6%
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.07</b>	<b>0.08</b>	<b>0.14</b>	<b>0.16</b>	<b>0.17</b>	<b>0.20</b>	<b>81.3%</b>	<b>17.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>18.2%</b>

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; 2009年7月加盟东海证券研究所。

**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