

有线电视网络

署名人: 冷星星

S0960209060284

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

歌华有线

600037

推荐

业绩符合预期

2010年8月30日, 歌华有线公布2010年半年度报告。

投资要点:

- **公司业绩符合预期。**2010年上半年公司实现营业收入9.75亿元, 同比增长43.59%; 利润总额1.421亿, 归母公司净利润1.416亿, 同比分别下降27.94%和1.49%。公司每股收益0.13元, 扣除非经常性损益后每股收益0.098元。截至2010年6月底, 公司注册用户数为426万户, 较去年末增长13万户; 数字电视用户增长8万户达到248万户。业绩符合预期。
- **报告期内, 公司高清数字电视发展情况没有详细披露。**其全年目标是采用免费发放高清机顶盒的方式迅速发展高清用户100万户, 公司正努力推动业务发展。
- **报告期内, 公司收入和成本大幅提升, 主要是由于本期朝阳监控项目已基本完工并确认工程建设费收入2.42亿元, 相应结转工程施工成本2.22亿。**
- **扣除朝阳图像工程的影响, 2010年上半年, 公司收入和成本分别同比增长7.93%和27.23%, 毛利率同比下降11.86%至21.82%, 高清业务的推广带来成本大幅增长但用户ARPU值和营收尚未明显提升, 预计短期内此情况不会改变。**
- **报告期内, 公司收到高清及网改补贴, 营业外收入同比提升80.19%至3808万元; 母公司所得税全免政策使所得税降低98.94%至56.65万。后续随着三网融合的推进, 不排除公司有继续获得相关政策及补贴倾斜的可能。**
- **维持“推荐”评级。**在快速发放高清机顶盒大幅提升成本和不考虑高清交互业务提升ARPU值的情况下, 维持公司2010-2012年盈利预测为0.25、0.27、0.36元, 在当前股价(13.91元)下, 对应PE为55、52、39倍, EV/EBITDA为19、16、13倍, 估值不低。我们认为, 公司未来向“媒介+媒体”模式发展是有可能的, 且后续随着三网融合的推进, 公司有进一步获得北京政府利好政策和补贴倾斜的可能, 期待公司执行力的不断提升, 维持“推荐”评级, 暂无目标价。

6-12个月目标价: 无

当前股价: 13.91元

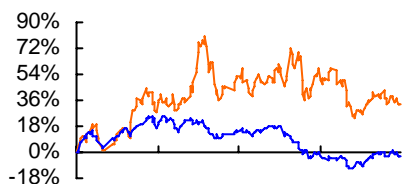
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2610.74
总股本(百万)	1060
流通股本(百万)	1060
流通市值(亿)	147
EPS (TTM)	0.32
每股净资产(元)	4.22
资产负债率	23.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
歌华有线	-2.18	-14.35	-12.52
上证综合指数	1.37	-1.70	-14.46



2009/8 2009/11 2010/2 2010/5

— 歌华有线 — 上证综合指数

相关报告

《歌华有线-业绩符合预期 关注公司延伸产业链的战略行为》2010-4-28

《歌华有线-业绩略低于预期》2010-3-21

《歌华有线-快速发放高清机顶盒布局未来巨大资本开支影响近年业绩》2010-1-22

风险提示:

- 高清交互机顶盒的免费发放和数字平移的推进将带来摊销压力持续加大的风险; 基本收视费提价迟迟不成功的风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1516	1741	1963	2249
同比(%)	11.5%	14.9%	12.7%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	330.08	265.83	283.62	380.52
同比(%)	0.4%	-19.5%	6.7%	34.2%
毛利率(%)	28.7%	23.8%	19.7%	20.6%
ROE(%)	7.4%	5.6%	5.6%	7.0%
每股收益(元)	0.31	0.25	0.27	0.36
P/E	45	55	52	39
P/B	3	3	3	3
EV/EBITDA	18	19	16	13

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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
<b>流动资产</b>	1818	1253	1293	1684	<b>营业收入</b>	1516	1741	1963	2249
现金	1490	996	988	1338	营业成本	1081	1326	1575	1785
应收账款	4	14	16	18	营业税金及附加	33	52	59	67
其它应收款	7	10	12	13	营业费用	65	75	84	97
预付账款	70	159	189	214	管理费用	77	78	88	101
存货	246	74	88	100	财务费用	-24	-4	-4	-4
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4048	4614	4979	5082	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	113	113	113	113	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	2960	3870	4191	4271	<b>营业利润</b>	292	214	159	203
无形资产	98	101	104	108	营业外收入	43	52	125	178
其他	877	530	570	590	营业外支出	3	0	0	0
<b>资产总计</b>	5866	5867	6272	6765	<b>利润总额</b>	332	266	284	381
<b>流动负债</b>	972	721	841	954	所得税	2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	330	266	284	381
应付账款	194	212	252	286	少数股东损益	0	1	1	1
其他	778	509	589	668	<b>归属母公司净利润</b>	330	266	284	381
<b>非流动负债</b>	418	404	404	404	EBITDA	724	688	808	991
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.31	0.25	0.27	0.36
其他	418	404	404	404					
<b>负债合计</b>	1390	1125	1245	1358	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	3	3	4	5	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
股本	1060	1060	1060	1060	<b>成长能力</b>				
资本公积	1728	1728	1728	1728	营业收入	11.5%	14.9	12.7	14.6
留存收益	1685	1950	2234	2614	营业利润	-2.6%	-26.6	-25.6	27.3
归属母公司股东权益	4473	4739	5022	5403	归属于母公司净利润	0.4%	-19.5	6.7%	34.2
<b>负债和股东权益</b>					<b>获利能力</b>				
					毛利率	28.7	23.8	19.7	20.6
					净利率	21.8	15.3	14.5	16.9
					ROE	7.4%	5.6%	5.6%	7.0%
					ROIC	8.5%	5.2%	3.6%	4.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	23.7	19.2	19.9	20.1
					净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	1.87	1.74	1.54	1.77
					速动比率	1.62	1.63	1.43	1.66
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.26	0.30	0.32	0.35
					应收账款周转率	654	192	132	134
					应付账款周转率	5.87	6.53	6.79	6.64
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.25	0.27	0.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.45	0.95	1.17
					每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.47	4.74	5.10
					<b>估值比率</b>				
					P/E	44.68	55.48	52.00	38.76
					P/B	3.30	3.11	2.94	2.73
					EV/EBITDA	18.1	19.1	16.2	13.2

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

## 研究团队简介

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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 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