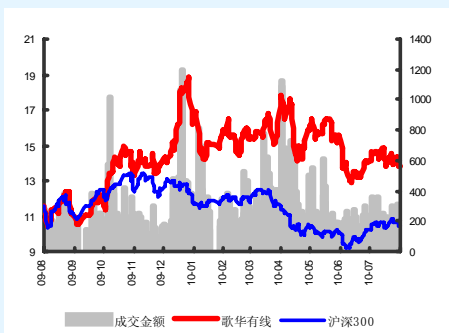


歌华有线（600037）2010 年半年报点评

——利润释放尚需时日，政府补助力度空前

基本数据	2010-08-27
收盘价（元）	13.91
市盈率	30
市净率	3.26
股息率（分红/股价）	-
每股净资产（元）	4.27
资产负债率%	30.69%
总股本（亿股）	10.06
流通 A 股（亿股）	10.06
流通 A 股市值（亿元）	139.93

公司股价走势与沪深 300 指数比较



事件：歌华有线发布半年度业绩报告，报告期内公司实现营业收入 97450.8 万元，同比增长 43.59%；实现利润总额 14217.57 万元，同比下降 27.94%；归属于母公司的净利润 14162.6 万元，同比下降 1.49%；每股收益 0.13 元，同比下降 1.47%。

摘要：

- 1. 报告期内公司收入增加的主要原因为本期朝阳监控项目已基本完工，确认工程建设费收入 24188 万元，相应结转工程施工成本 22210 万元，毛利率为 8.18%。由于该项业务毛利率较低，再加之公司对高清交互数字电视推广和基础设施建设投入力度加大，折旧费用也较去年同期上升 34.2%，造成报告期公司业务综合毛利率为 18.33%，较去年同期下降 15.19 个百分点。
- 2. 公司利润释放尚需时日，政府补贴的各项补助资金对公司利润影响大。2010 年 1-7 月，公司获得补助资金累计达到 7.2 亿元。补助资金对公司利润产生较大影响，机顶盒补助资金在 2010 年将为公司贡献利润 5950 万元，节目经费补助资金将为公司贡献利润 1.2 亿元。我们预计 2010 年政府补贴等各项补助资金对公司的利润贡献将达到 2.2 亿元。
- 3. 我们预计公司 2010 年和 2011 年每股收益到 0.46 元和 0.47 元，对应当前股价市盈率为 30 倍，维持公司“增持”评级。
- 4. 风险提示：公司有线网络整合管理风险；内容平台搭建过程中的投资风险；增值业务开展效果低于预期风险。

研究员：冯福来

联系人：龚玉策

电话：020-37865169

EMAIL: gongyc@wlzq.com.cn

报告日期：2010-08-30

点评:

1、公司收入稳步增长，低毛利率项目及折旧拉低公司利润。

2010年上半年公司实现营业收入 97450.8 万元，比去年同期增加 29581.58 万元，增长 43.59%；实现利润总额 14217.57 万元，较上年同期减少 5513.82 万元，下降 27.94%；归属于母公司的净利润 14162.6 万元，较上年同期减少 214 万元，下降 1.49%；每股收益 0.13 元，较去年同期下降 1.47%。

公司收入增加的主要原因为本期朝阳监控项目已基本完工，满足收入确认条件，确认工程建设费收入 24188 万元，相应结转工程施工成本 22210 万元，毛利率为 8.18%。由于该项业务毛利率较低，再加之为适应三网融合和公司发展的需要，公司对高清交互数字电视推广和基础设施建设投入力度加大，投入资金形成的固定资产的折旧费用也较去年同期上升 34.2%，造成报告期公司业务综合毛利率为 18.33%，较去年同期下降 15.19 个百分点。

表 1 2010 年上半年公司各项业务收入变化情况 单位：万元

产品名称	本期发生额	上期发生额	同比变化 (%)
有线电视收看维护	43554.79	40837.91	6.65%
工程建设及维护	31285.26	7514.34	316.34%
有线电视入网	1939.509	1695.156	14.41%
信息业务	11985.98	10549.44	13.62%
频道收转	6771.5	5969.14	13.44%
销售材料	1137.53	1169.404	-2.73%
合计	96674.57	67735.38	42.72%

资料来源：公司公告，万联证券

报告期末，公司有线电视注册用户为 426 万户，较年初增加 13 万户；累计推广数字电视用户 248 万户，较年初增加 8 万户。公司大力推广高清交互数字电视节目的播出，公司高清交互数字电视平台现已集成了 140 多个标清数字电视频道、13 个高清频道和 16 套数字音频广播频道。集成开发了首都之窗、区县风采、社区资讯、民情民调等政府服务类应用，电视缴费、电视挂号、首都文博、国图空间等公益便民类应用，以及歌华点播、频道回看录制、卡拉 OK、游戏世界等家庭多媒体类应用。公司一方面加大力度进行数字电视双向化改造，另一方面积极搭建内容平台，引导客户从“看电视”向“用电视”转化，为提升客户 ARPU 值打下良好的基础。

2、政府补助力度加大，助力公司交互数字电视工程建设。

根据歌华有线在 2010 年上半年发布的 3 次公告显示，为推动北京市高清交互数字电视工程的稳步实施，北京市政府对公司补助资金在 2010 年上半年达到 6.2 亿元，其中 1.26 亿是专项用于公司在 2009 年推广 30 万用户高清电视机顶盒补贴，预计增加 2010 年利润 2520 万元；市财政局 2010 年对公司高清电视机顶盒补助资金 4.2 亿元的 70%，即 2.94 亿拨付给公司，专项用于 2010 年 100 万户高清交互机顶盒补贴，预计增加 2010 年利润 3430 万元；另外，北京市财政局下达 2010 年第一批专项政府补助资金 2 亿元，专项用于北京市推广高清交互数字电视工程。此款直接拨付歌华有线公司，专款专用。另外，根据公司 2010 年 7 月的公告，公司实际

控制人北京广播电视台对公司收购付费及购物频道给予补助，补助资金达 1.2 亿元，直接计入 2010 年营业收入。

2010 年 1-7 月，公司获得补助资金累计达到 7.2 亿元。补助资金对公司利润产生较大影响，机顶盒补助资金在 2010 年将为公司贡献利润 5950 万元，节目经费补助资金将为公司贡献利润 1.2 亿元。我们预计 2010 年政府补贴等各项补助资金对公司的利润贡献将达到 2.2 亿。政府补助力度的加大，有助于公司在 2010 年完成 100 万户高清交互数字电视的转换及内容平台建设工作。目前公司高清交互数字电视用户仅有 30 万户。按照计划，公司在 2011 年底将拥有高清交互数字电视用户 260 万户。

表 2 近年来公司获得的主要政府补助情况

单位（万元）

政府补助种类	2003	2006	2007	2008	2010 初至今
数字奥运	2860	-	-	-	-
数字化整体转换	-	4000	8000	7000	-
连连通工程补助	-	1443	1443	-	-
高清电视频道	-	-	-	500	-
高清交互机顶盒补助	-	-	-	-	42000
高清交互数字电视工程	-	-	-	-	20000
节目经费补助					12000

资料来源：公司公告，万联证券

3、投资建议

公司主营业务利润释放尚需时日，目前各项补助资金对公司利润产生较大影响。我们预计公司 2010 年和 2011 年每股收益将达到 0.46 元和 0.47 元，对应当前股价市盈率为 30 倍，维持公司“增持”评级。

4、风险提示

- (1) 公司有线网络整合管理风险；
- (2) 内容平台搭建过程中的投资风险；
- (3) 增值业务开展效果低于预期风险。

表 3 利润表分季度变化情况

单位：百万元

	2009 2Q	2009 3Q	2009 4Q	20101Q	20102Q	QoQ	YoY	20091H	20101H	YoY
营业总收入	402.12	365.11	472.19	332.54	641.97	93.05%	59.65%	678.69	974.51	43.59%
营业总成本	277.63	282.83	441.24	292.85	579.34	97.83%	108.67%	508.65	872.19	71.47%
营业成本	245.91	253.76	377.35	261.49	533.2	103.91%	116.83%	450.12	794.69	76.55%
营业税金及附加	8.58	7.57	11.39	6.75	17.15	154.07%	99.88%	14.12	23.9	69.26%
销售费用	14.6	14.09	23.73	15.03	16.76	11.51%	14.79%	26.81	31.79	18.58%
管理费用	15.88	13.13	35.77	12.25	19.16	56.41%	20.65%	28.53	31.41	10.09%
财务费用	-6.33	-5.99	-6.66	-3.62	-6.02	-66.30%	4.90%	-10.9	-9.64	11.56%
资产减值损失	-1.01	0.26	-0.33	0.95	-0.91	-195.79%	9.90%	-0.03	0.04	233.33%
投资净收益	6.85	0.71	2.02	-0.84	2.61	410.71%	-61.90%	6.14	1.77	-71.17%
营业利润	131.34	83	32.97	38.85	65.24	67.93%	-50.33%	176.18	104.09	-40.92%

加：营业外收入	11.14	10.58	10.69	16.74	21.89	30.76%	96.50%	21.58	38.63	79.01%
减：营业外支出	0.43	0.02	2.33	0.03	0.52	1633.33%	20.93%	0.44	0.55	25.00%
利润总额	142.05	93.56	41.33	55.56	86.62	55.90%	-39.02%	197.31	142.18	-27.94%
减：所得税	39.74	-9.35	-42.27	0.09	0.48	433.33%	-98.79%	53.55	0.57	-98.94%
净利润	102.31	102.91	83.6	55.47	86.14	55.29%	-15.80%	143.77	141.61	-1.50%
减：少数股东损益	0.02	0.04	0.15	-0.04	0.02	150.00%	0.00%	0	-0.02	-
归属于母公司所有者的净利润	102.28	102.86	83.45	55.5	86.13	55.19%	-15.79%	143.77	141.63	-1.49%
毛利率	38.85%	30.50%	20.09%	21.37%	16.94%	-20.70%	-56.38%	33.68%	18.45%	-45.21%
净利率	25.44%	28.19%	17.70%	16.68%	13.42%	-19.56%	-47.26%	21.18%	14.53%	-31.40%
三项费用率	6.01%	5.81%	11.19%	7.11%	4.66%	-34.54%	-22.45%	6.55%	5.50%	-16.06%
销售费用率	3.63%	3.86%	5.03%	4.52%	2.61%	-42.24%	-28.09%	3.95%	3.26%	-17.42%
管理费用率	3.95%	3.60%	7.58%	3.68%	2.98%	-18.98%	-24.42%	4.20%	3.22%	-23.33%
财务费用率	-1.57%	-1.64%	-1.41%	-1.09%	-0.94%	13.86%	40.43%	-1.61%	-0.99%	38.41%
有效税率	27.98%	-9.99%	-102.27%	0.16%	0.55%	242.09%	-98.02%	27.14%	0.40%	-98.52%

资料来源：公司公告，万联证券

注：营业收入增加的主要原因是朝阳区监控项目结转收入，该项目成本较高造成营业成本增加幅度较营业收入大；所投资公司分红减少导致投资收益同比下降；政府补助增加导致营业外收入增加；朝阳区项目毛利率低和折旧费用增加导致公司净利润略有下降。

表 4 资产负债表分季度变化情况

单位：百万元

	20091Q	20092Q	20093Q	20094Q	20101Q	20102Q	QoQ	YoY
货币资金	1731.84	1557.76	1415.39	1490.44	1489.48	1730.62	16.19%	11.10%
应收帐款	16.4	8.17	10.74	4.05	21.53	7.61	-64.65%	-6.85%
预付帐款	251.12	98.01	110.11	69.87	115.25	100.31	-12.96%	2.35%
其他应收款	6.93	4.31	6.95	7.24	7.56	2.41	-68.12%	-44.08%
存货	222.75	228.5	235.27	246.05	254.22	80.35	-68.39%	-64.84%
流动资产合计	2229.04	1897.77	1779.25	1818	1888.22	1938.03	2.64%	2.12%
可供出售的金融资产	0	0	0	0	0	97.92	-	-
长期股权投资	78.1	109.95	110.67	112.66	121.82	111.79	-8.23%	1.67%
固定资产	2295.08	2552	2608.12	2960.26	3191.45	3553.82	11.35%	39.26%
在建工程	577.84	609.06	610.17	428.13	475.58	431.62	-9.24%	-29.13%
非流动资产合计	3462.08	3730.38	3805.2	4047.74	4190.31	4826.12	15.17%	29.37%
资产总计	5,691.12	5,628.15	5,584.45	5,865.74	6,078.53	6,764.15	11.28%	20.18%
应付票据	65.44	13.28	9.14	72.36	62.78	31.69	-49.52%	138.63%
应付帐款	155.09	121.51	106.2	194	254.06	400.22	57.53%	229.37%
预收款	524.98	538.25	551.84	538.17	546.85	527.27	-3.58%	-2.04%
其他应付款	70.99	90.82	90.92	79.12	83.33	112.33	34.80%	23.68%
流动负债合计	895.56	902.92	768.6	972.25	1015.25	1086.64	7.03%	20.35%
非流动负债合计	450.73	436.72	424.44	417.7	532.03	989.32	85.95%	126.53%
负债合计	1346.29	1339.64	1193.04	1389.96	1547.28	2075.95	34.17%	54.96%
归属母公司所有者权益	4,342.16	4,285.80	4,388.67	4,472.89	4,528.39	4,685.32	3.47%	9.32%
资产负债率	23.66%	23.80%	21.36%	23.70%	25.45%	30.69%	20.57%	28.94%
现金资产比率	30.43%	27.68%	25.35%	25.41%	24.50%	25.59%	4.41%	-7.56%
固定资产比率	40.33%	45.34%	46.70%	50.47%	52.50%	52.54%	0.07%	15.87%
净资产收益率	0.96%	2.39%	2.34%	1.87%	1.23%	1.84%	49.99%	-22.97%

资料来源：公司公告，万联证券

注：工程施工项目减少导致公司存货减少；在建工程转固定资产导致固定资产增加和在建工程同比减少；可供出售金融资产增加是公司持有数码视讯股份有限公司限售股份。

表 5 现金流量表分季度变化情况

单位：百万元

	2009 2Q	2009 3Q	2009 4Q	20101Q	20102Q	QoQ	YoY	20091H	20101H	YoY
经营活动产生的现金流量	219.47	128.7	276.83	269.47	108.27	-59.82%	-50.67%	331.02	377.74	14.11%
投资活动产生的现金流量	-282.91	-197.52	-194.38	-270.39	-67.42	75.07%	76.17%	-348.08	-337.81	2.95%
筹资活动产生的现金流量	-81.92	-71.56	-7.4	-0.05	199.84	399780.00%	343.95%	-87.31	199.79	328.83%
现金及现金等价物净增加	-145.36	-140.37	75.05	-0.97	240.69	24913.40%	265.58%	-104.38	239.72	329.66%

资料来源：公司公告，万联证券

注：：投资活动产生现金流量增加主要是收到有线电视数字化整体转换专项补助资金；筹资活动产生的现金流增加主要是高清交互数字电视工程补助资金。

投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。