

广电网络 (600831.SH) 有线网络行业

评级: 持有 下调评级

业绩点评

业绩符合预期, 启动再融资概率大

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	563.44
总市值(百万元)	6,564.06
年内股价最高最低(元)	11.65/6.21
沪深 300 指数	3379.98
上证指数	2978.84



相关报告

- 《业绩符合预期, 专注自身网络经营》, 2010.8.22
- 《业绩略低于预期, 挑战与机遇并存》, 2010.4.26

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

张良卫 联系人
(8621)61038204
zhanglw@gjzq.com.cn

公司基本情况 (人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.129	0.180	0.198	0.249	0.299
每股净资产(元)	3.45	2.79	2.92	3.12	3.37
每股经营性现金流(元)	1.35	1.00	0.61	0.82	0.81
市盈率(倍)	57.67	49.11	58.87	46.81	38.93
行业优化市盈率(倍)	26.68	52.62	52.62	52.62	52.62
净利润增长率(%)	5.03%	81.33%	42.76%	25.76%	20.22%
先前预期每股收益(元)					
净资产收益率(%)	3.75%	6.45%	8.81%	10.39%	11.53%
总股本(百万股)	333.40	433.41	563.44	563.44	563.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 广电网络 2010 年 1-9 月实现营业收入 8.8 亿元, 同比增长 24.6%, 归属于上市公司股东净利润为 7,165 万元, 同比增长 35.3%, 实现每股收益 0.13 元, 基本符合预期。

经营分析

- 收入稳步增长, 税收减免政策影响业绩**, 受益于有线电视用户数字化比例的进一步提升 (已超过 50%), 公司的收入稳定增长, 毛利率有所提升, 较去年同期增长 2.2%, 公司大部分县级以上城镇区域已基本完成了数字化整转工作; 由于不再享有有线数字电视等业务营业税减免政策, 营业税金及附加项增加 141%, 以及支付员工薪酬增加及支付部分符合国家政策提前退休职工养老保险费带来管理费用的较大幅度增加, 对短期业绩产生一定的影响。
- 资金压力大, 适时启动再融资是大概率事件**: 目前公司债务负担较重, 长、短期借款达 8.8 亿, 货币资金 2.4 亿, 资金压力将是公司面临的一大重要难题。我们认为, 金融支持文化产业政策的出台有助于公司加快走出资金困境的步伐, 维持前期的判断: **鉴于未来进行大规模网络改造和推广增值业务可能面临的资金压力, 公司适时启动再融资工作的概率很高。**
- 加强内功修养, 网络改造是重点**: 三网融合背景下, 公司将利用非试点城市的保护期, 加快互动平台和双向网络改造, 增强自身的核心竞争力。为此, 公司需要开展大规模的双向网络改造, 以及积极开展增值业务, **进一步做好网络改造、推进增值业务发展无疑将成为公司今后业务发展的重点。**公司还将加大营销力度, 推进增值业务的开展, 积极创新业务, 进行三网融合全业务的探索, 寻找新的增长点。

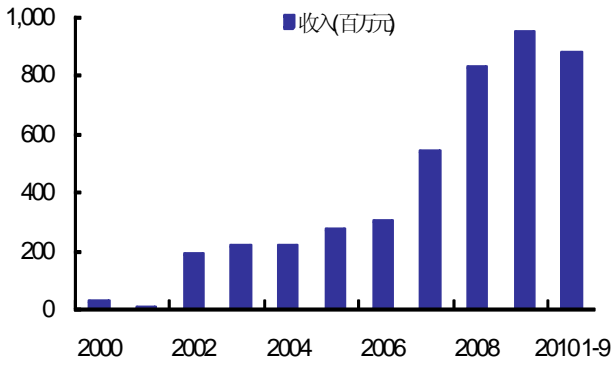
盈利调整

- 我们适当调整公司的盈利结构, 维持公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.198、0.249、0.299 元。

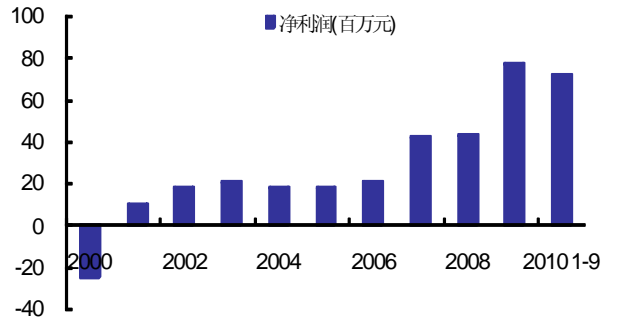
投资建议

- 目前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 59、47、39 倍, 短期估值较贵, 每户用户价值已超过 1400 元, 同时考虑其后续网络双向化改造、发展互动业务带来的新的资本开支, 我们下调公司评级为“持有”, 长期来看公司的看点在于西部省份的城镇化进程和用户规模较大的增值空间。

图表1: 广电网络营业收入变化

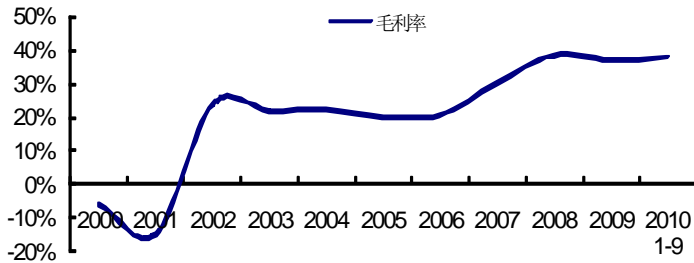


图表2: 广电网络净利润变化

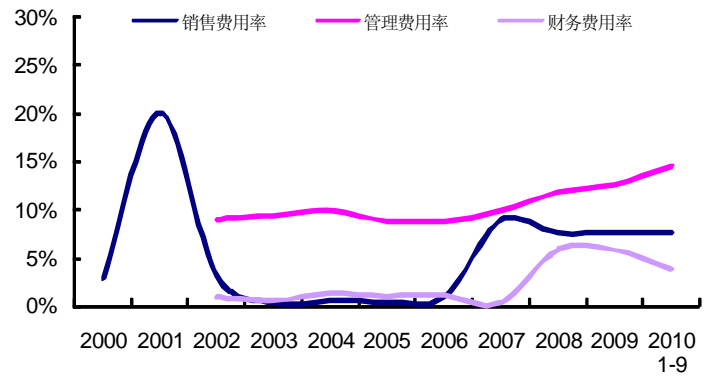


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表3: 广电网络毛利率变化

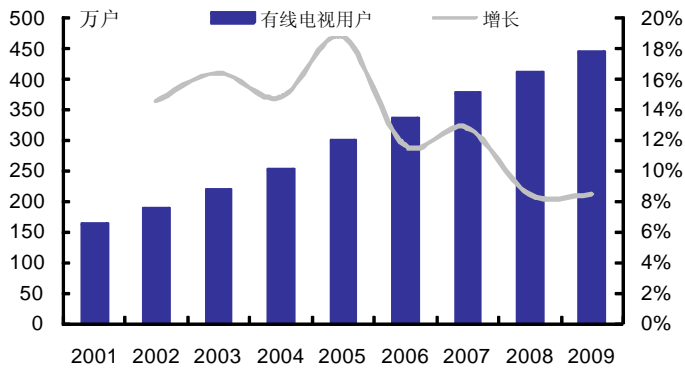


图表4: 广电网络期间费用率变化

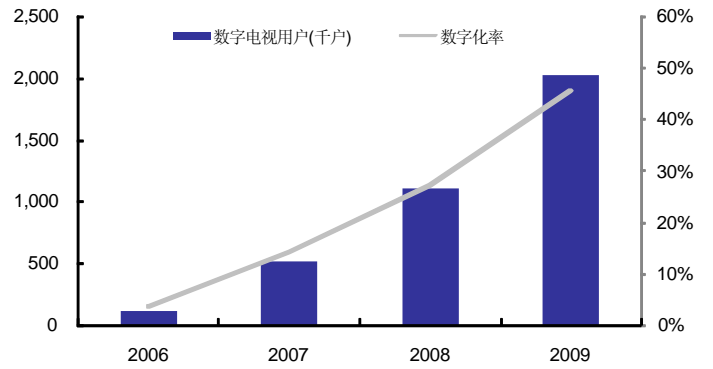


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表5: 广电网络有线电视用户稳步增长(2001-2009)



图表6: 广电网络数字化率快速提升(2006-2009)



来源: 国金证券研究所

图表7: 广电网络利润简表

单位(百万元)	1H 09	2H 09	1H 10	2009 1-9	2010 1-9	同比
营业收入	481.13	468.79	573.52	707.29	881.15	24.58%
营业总成本	427.67	436.37	355.56	647.60	809.13	24.94%
营业成本	307.10	291.64	355.56	454.27	546.53	20.31%
营业税金及附加	7.50	6.93	18.66	11.76	28.33	140.88%
销售费用	36.18	37.05	41.79	55.23	67.53	22.28%
管理费用	52.83	66.40	80.24	80.76	127.41	57.77%
财务费用	22.63	32.77	22.36	44.39	34.17	-23.02%
资产减值损失	1.42	1.58	0.97	1.20	5.16	330.08%
投资净收益	(1.27)	0.00	0.39	-1.27	0.39	
营业利润	52.20	32.42	54.32	58.42	72.42	23.96%
营业外收入	1.67	2.35	0.42	3.28	0.93	-71.60%
营业外支出	1.29	6.82	0.47	2.01	1.55	-22.55%
利润总额	52.58	27.94	54.27	59.69	71.79	20.27%
所得税	5.96	-3.42	0.00	6.83	0.00	
净利润	46.62	31.36	54.27	52.86	71.79	35.81%
少数股东损益	(0.09)	-0.03	(0.01)	-0.09	0.14	
归属于母公司所有者净利润	46.71	31.39	54.28	52.96	71.65	35.29%
每股收益(元)	0.08	0.06	0.10	0.10	0.13	35.29%
毛利率	36.17%	37.79%	38.00%	35.77%	37.98%	2.20%
销售费用率	7.52%	7.90%	7.29%	7.81%	7.66%	-0.14%
管理费用率	10.98%	14.16%	13.99%	11.42%	14.46%	3.04%
财务费用率	4.70%	6.99%	3.90%	6.28%	3.88%	-2.40%
有效税率	11.33%	-12.23%	0.00%	11.44%	0.00%	-11.44%
净利润率	9.69%	6.69%	9.46%	7.47%	8.15%	0.67%

来源: 国金证券研究所

图表8: 广电网络分季度利润简表

单位(百万元)	1Q 09	2Q 09	3Q 09	4Q 09	1Q 10	2Q 10	3Q 10	同比	环比
营业收入	222.25	258.89	226.16	242.63	256.98	316.54	307.64	36.03%	-2.81%
营业总成本	196.52	231.15	219.93	216.44	230.15	125.41	453.57	106.23%	261.67%
营业成本	139.03	168.08	147.17	144.47	154.77	200.80	190.96	29.76%	-4.90%
营业税金及附加	3.05	4.46	4.26	2.68	7.56	11.11	9.67	127.13%	-12.94%
销售费用	17.89	18.29	19.04	18.01	24.14	17.64	25.74	35.17%	45.89%
管理费用	25.20	27.63	27.93	38.47	32.59	47.65	47.18	68.90%	-0.99%
财务费用	11.40	11.23	21.76	11.01	11.06	11.31	11.80	-45.74%	4.41%
资产减值损失	(0.04)	1.47	(0.22)	1.80	0.04	0.93	4.19		
投资净收益	0.00	(1.27)	0.00	0.00	0.00	0.39	0.00		
营业利润	25.73	26.47	6.22	26.19	26.83	27.50	18.09	190.78%	-34.20%
营业外收入	0.52	1.15	1.61	0.74	0.02	0.41	0.51	-68.32%	25.75%
营业外支出	0.41	0.88	0.71	6.11	0.24	0.24	1.08	51.11%	357.48%
利润总额	25.83	26.74	7.12	20.83	26.61	27.67	17.52	146.24%	-36.67%
所得税	3.24	2.72	0.87	(4.29)	0.00	0.00	0.00		
净利润	22.59	24.02	6.25	25.12	26.61	27.67	17.52	180.53%	-36.67%
少数股东损益	(0.09)	(0.00)	(0.00)	(0.03)	0.00	0.00	0.15		
归属于母公司所有者的净利润	22.69	24.03	6.25	25.15	26.61	27.67	17.37	178.12%	-37.22%
每股收益(元)	0.04	0.04	0.01	0.05	0.05	0.05	0.03	178.12%	-37.22%
毛利率	37.45%	35.08%	34.93%	40.46%	39.78%	36.56%	37.93%	3.00%	1.36%
销售费用率	8.05%	7.07%	8.42%	7.42%	9.40%	5.57%	8.37%	-0.05%	2.79%
管理费用率	11.34%	10.67%	12.35%	15.85%	12.68%	15.05%	15.33%	2.98%	0.28%
财务费用率	5.13%	4.34%	9.62%	4.54%	4.30%	3.57%	3.84%	-5.78%	0.27%
有效税率	12.54%	10.16%	12.23%	-20.58%	0.00%	0.00%	0.00%	-12.23%	0.00%
净利润率	10.17%	9.28%	2.76%	10.35%	10.35%	8.74%	5.70%	2.93%	-3.04%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	545	834	950	1,168	1,353	1,519
增长率		52.9%	13.9%	23.0%	15.8%	12.3%
主营业务成本	-381	-513	-599	-731	-859	-974
%销售收入	69.9%	61.5%	63.0%	62.6%	63.5%	64.1%
毛利	164	322	351	438	494	545
%销售收入	30.1%	38.5%	37.0%	37.5%	36.5%	35.9%
营业税金及附加	-9	-17	-14	-37	-43	-49
%销售收入	1.7%	2.0%	1.5%	3.2%	3.2%	3.2%
营业费用	-49	-63	-73	-88	-97	-106
%销售收入	8.9%	7.6%	7.7%	7.5%	7.2%	7.0%
管理费用	-54	-98	-119	-152	-162	-175
%销售收入	9.9%	11.7%	12.6%	13.0%	12.0%	11.5%
息税前利润 (EBIT)	52	144	144	161	191	216
%销售收入	9.6%	17.2%	15.2%	13.8%	14.1%	14.2%
财务费用	-2	-49	-55	-45	-45	-42
%销售收入	0.4%	5.8%	5.8%	3.9%	3.3%	2.8%
资产减值损失	-2	-6	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	2	-1	2	2	2
%税前利润	10.6%	3.5%	n.a	1.8%	1.4%	1.2%
营业利润	54	90	85	117	148	176
营业利润率	9.9%	10.8%	8.9%	10.0%	10.9%	11.6%
营业外收支	-2	-41	-4	-4	-5	-5
税前利润	52	49	81	113	143	171
利润率	9.5%	5.9%	8.5%	9.7%	10.6%	11.2%
所得税	-9	-6	-3	0	0	0
所得税率	17.4%	12.4%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	43	43	78	113	143	171
少数股东损益	2	0	0	2	3	2
归属于母公司的净利润	41	43	78	112	140	169
净利率	7.5%	5.2%	8.2%	9.5%	10.4%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	43	43	78	113	143	171
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	96	194	249	164	173	186
非经营收益	4	91	60	50	52	49
营运资金变动	3	124	47	-64	-14	-54
经营活动现金净流	146	452	433	263	354	352
资本开支	-143	-120	-488	-58	-214	-265
投资	-495	-592	-11	-1	0	0
其他	6	1	0	2	2	2
投资活动现金净流	-632	-712	-499	-57	-212	-263
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	225	-127	80	-57	-47	-26
其他	-14	-56	-72	-50	-106	-103
筹资活动现金净流	211	-183	8	-107	-152	-129
现金净流量	-275	-443	-58	99	-10	-40

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	631	188	131	230	220	180
应收款项	42	58	57	44	43	40
存货	135	107	73	166	184	203
其他流动资产	57	13	18	148	148	158
流动资产	866	366	279	588	595	581
%总资产	28.7%	14.0%	10.0%	19.7%	19.6%	18.8%
长期投资	3	3	13	14	13	13
固定资产	2,011	2,170	2,381	2,358	2,390	2,461
%总资产	66.8%	83.0%	85.3%	78.8%	78.7%	79.5%
无形资产	131	73	120	31	35	39
非流动资产	2,146	2,249	2,514	2,405	2,441	2,514
%总资产	71.3%	86.0%	90.0%	80.3%	80.4%	81.2%
资产总计	3,012	2,615	2,793	2,993	3,036	3,095
短期借款	117	50	340	283	237	209
应付款项	1,516	630	649	761	746	702
其他流动负债	56	56	73	161	179	195
流动负债	1,689	736	1,062	1,205	1,161	1,106
长期贷款	200	730	520	520	520	521
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	1,889	1,466	1,582	1,725	1,681	1,627
普通股股东权益	1,106	1,150	1,211	1,266	1,350	1,462
少数股东权益	17	0	0	2	4	6
负债股东权益合计	3,012	2,615	2,793	2,993	3,036	3,095

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.197	0.129	0.180	0.198	0.249	0.299
每股净资产	5.308	3.448	2.794	2.921	3.115	3.374
每股经营现金净流	0.700	1.354	1.000	0.607	0.817	0.812
每股股利	0.000	0.050	0.050	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	3.71%	3.75%	6.45%	8.81%	10.39%	11.53%
总资产收益率	1.36%	1.65%	2.80%	3.73%	4.62%	5.45%
投入资本收益率	3.00%	6.52%	6.75%	7.76%	9.04%	9.81%
增长率						
主营业务收入增长率	80.98%	52.95%	13.87%	23.00%	15.80%	12.30%
EBIT增长率	88.09%	174.89%	0.51%	11.35%	18.75%	13.10%
净利润增长率	124.81%	5.03%	81.33%	42.76%	25.76%	20.22%
总资产增长率	143.20%	-13.17%	6.78%	7.17%	1.42%	1.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.9	10.6	8.9	5.0	4.0	3.0
存货周转天数	65.6	86.2	54.8	83.0	78.0	76.0
应付账款周转天数	153.5	234.8	200.6	228.0	193.0	163.0
固定资产周转天数	1,142.4	872.4	856.1	674.4	577.7	519.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.00%	51.46%	60.23%	45.22%	39.62%	37.47%
EBIT利息保障倍数	25.2	2.9	2.6	3.5	4.3	5.1
资产负债率	62.71%	56.04%	56.63%	57.64%	55.38%	52.55%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	1
买入	0	0	1	7	7
持有	0	0	0	2	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	2.00	2.20	2.15

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-04-26	买入	10.74	N/A
2 2010-08-22	买入	9.59	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61038311

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 200011

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8832

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-82805115

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室