

华融证券股份有限公司市场研究部

2010年11月1日

### 业绩好于预期，未来关注个人宽带业务

#### 公司前三季度净利同比增长 65.46%，好于预期

前三季度实现营业总收入 13.46 亿元，同比增长 28.97%，归属上市公司股东的净利润 3.12 亿元，同比增长 65.46%，对应基本每股收益 0.2941 元，好于预期。

净利润同比大幅增长的主要原因，系报告期内公司收到北京广播电视台拨付的用于购买广播频道、付费频道等节目内容专项补助 1.2 亿元，及此前机顶盒补贴摊销。短期内预计在高清交互电视推广等因素作用下，公司的折旧成本和获得的政府相关补贴仍将维持较高水平，从而拖累公司业绩增长。

#### 综合毛利率继续走低，期间费用率同比近持平

报告期内公司综合毛利率为 17.72%，同比环比均走低，主要原因是本报告期朝阳监控项目完工结转营业成本及折旧的大幅增加，公司第 2 季度确认收入的朝阳监控项目毛利率仅 8.3%，大幅拉低了整体业务毛利率水平。此外，报告期内公司期间费用率为 6.20%，同比近持平。

#### 引发业绩超预期的因素将包括收视费提升及宽带业务发展

目前公司的有线电视基本收视维护费仅 18 元，低于全国其他多数城市水平，参照其他城市有线数字电视收视维护收费水平，即便歌华有线基本收视费仅提升至 23 元，亦能带来收视维护费收入的约 27.8% 增长。

同时，北京市作为国家首批三网融合试点城市之一，有线电视运营商开展宽带接入业务已得到政府许可和鼓励，歌华有线因此亦已将个人宽带接入列为公司今后一段时期的重点发展业务。参照美国最大有线电视网络运营商 Comcast 公司 2009 年宽带业务用户的占比，若歌华有线宽带用户达到相同比例，则或意味着每年约 26.89 亿元的收入，为目前歌华有线整体营收的约 1.8 倍。

#### 维持盈利预测与“推荐”评级

维持公司 10-12 年 16.91、21.20 和 23.17 亿元的营业收入预测，对应基本每股收益为 0.295、0.352 和 0.388 元（不包括政府补贴影响），维持“推荐”评级。未来可能出现的股价催化剂包括：1) 三网融合试点具体方案给公司带来超预期支持措施；2) 北京电视台提供给公司更多支持措施。

#### 风险提示

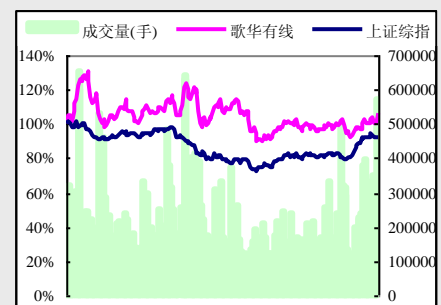
用户对高清互动电视的接受缓慢，将影响公司增值业务发展；公司个人宽带接入业务推广未如预期。

### 歌华有线 (600037)

投资评级：推荐

市场表现

截至 2010.10.29



市场数据

截至 2010.10.29

A 股收盘价 (元)	15.25
10 年预测市盈率	45.50
近一年最高价 (元)	19.19
近一年最低价 (元)	11.24
近一年涨跌幅	32.04%
相对行业涨跌幅	6.80%
相对大盘涨跌幅	33.77%
总市值 (亿元)	162.00
流通 A 股市值 (亿元)	162.00

李振宇

执业证书号：S1490210030001

郑及游

执业证书号：S1490110040004

电话：010-5856 8096

邮箱：zhengjiyou@hrsec.com.cn

**附录：报表预测**

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1184.92	1359.76	1516.00	1691.47	2120.01	2316.92
减：营业成本	708.43	933.47	1081.22	1252.82	1570.23	1716.07
营业税金及附加	40.93	36.08	33.08	36.91	46.26	50.56
营业费用	51.32	60.50	64.63	72.11	90.38	98.78
管理费用	65.22	61.72	77.43	86.39	108.28	118.34
财务费用	-33.31	-42.66	-23.55	-22.87	-10.08	-13.71
资产减值损失	-0.18	43.98	-0.10	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	1.92	33.23	8.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>354.43</b>	<b>299.91</b>	<b>292.15</b>	<b>266.11</b>	<b>314.93</b>	<b>346.88</b>
加：其他非经营损益	14.43	30.83	40.04	47.09	59.01	64.50
<b>利润总额</b>	<b>368.86</b>	<b>330.74</b>	<b>332.20</b>	<b>313.19</b>	<b>373.95</b>	<b>411.37</b>
减：所得税	1.62	1.71	1.92	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>367.25</b>	<b>329.03</b>	<b>330.27</b>	<b>313.19</b>	<b>373.95</b>	<b>411.37</b>
减：少数股东损益	0.43	0.18	0.19	0.18	0.21	0.23
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>366.82</b>	<b>328.85</b>	<b>330.08</b>	<b>313.01</b>	<b>373.73</b>	<b>411.14</b>
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1884.56	1620.37	1401.89	631.27	264.51	953.84
应收和预付款项	94.92	265.82	81.16	379.56	197.88	433.19
存货	40.09	196.58	246.05	-20.92	303.09	5.29
其他流动资产	0.63	1.59	0.35	0.35	0.35	0.35
长期股权投资	106.92	79.02	112.66	112.66	112.66	112.66
投资性房地产	0.19	3.44	19.75	17.68	15.60	13.52
固定资产和在建工程	2785.33	3377.20	3798.44	3232.79	2667.15	2101.51
无形资产和开发支出	16.84	38.31	99.34	1596.23	3143.12	3130.02
其他非流动资产	9.39	10.63	17.50	8.75	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>4938.85</b>	<b>5592.94</b>	<b>5777.14</b>	<b>5958.38</b>	<b>6704.36</b>	<b>6750.38</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	574.99	831.89	883.65	820.82	1275.39	1000.83
长期借款	2.78	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	388.12	458.68	417.70	417.70	417.70	417.70
<b>负债合计</b>	<b>965.89</b>	<b>1290.56</b>	<b>1301.36</b>	<b>1238.53</b>	<b>1693.10</b>	<b>1418.53</b>
股本	1060.17	1060.19	1060.36	1060.36	1060.36	1060.36
资本公积	1725.38	1726.01	1728.01	1728.01	1728.01	1728.01
留存收益	1184.63	1513.48	1684.51	1928.40	2219.61	2539.95
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>3970.19</b>	<b>4299.68</b>	<b>4472.89</b>	<b>4716.78</b>	<b>5007.98</b>	<b>5328.33</b>
少数股东权益	2.77	2.70	2.89	3.07	3.28	3.52
<b>股东权益合计</b>	<b>3972.96</b>	<b>4302.38</b>	<b>4475.78</b>	<b>4719.85</b>	<b>5011.27</b>	<b>5331.85</b>
负债和股东权益合计	4938.85	5592.94	5777.14	5958.38	6704.36	6750.38
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	864.94	688.60	736.96	738.55	1206.67	701.92
投资性现金净流量	-1079.16	-1002.72	-739.98	-1462.91	-1500.99	64.50
筹资性现金净流量	-66.47	-0.53	-166.27	-46.25	-72.45	-77.08
<b>现金流量净额</b>	<b>-280.69</b>	<b>-314.65</b>	<b>-169.29</b>	<b>-770.61</b>	<b>-366.76</b>	<b>689.33</b>

数据来源：Wind 资讯、华融证券

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159      网址：[www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)