

2011-03-24

酌情消费品/传媒

证券研究报告

公司研究 / 公告点评

歌华有线 (600037)

增持/维持评级

股价: RMB12.78

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:s1000510120005

(0755)8249 2723

yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

刘佳宁

(0755)8249 2212

liujn@mail.htlhsc.com.cn

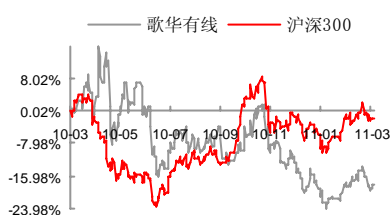
相关研究

- 《三驾马车驱动公司未来成长》
- 《2010 年新机遇接踵而至》
- 《高清交互用户发展超预期》
- 《高清交互机顶盒补贴部分兑现》

基础数据

总股本 (百万股)	1,060
流通 A 股 (百万股)	1,060
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	13,339

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

高清交互机顶盒补贴进一步兑现

- 歌华有线今日公告称收到北京市政府 2011 年高清交互机顶盒补助资金 5.46 亿元中的第一批资金 2 亿元, 该补助按递延收益处理, 分 5 年摊销, 此笔 2 亿元补助增加 2011 年利润总额约 3333 万元。
- 2011 年歌华有线按照北京市政府要求将新发展高清交互 130 万户, 可获得的补贴总额除北京市政府的 5.46 亿元之外, 还有来自于区县政府的补贴。根据 2010 年市政府和区县政府的补贴额比例计算, 2011 年各区县政府高清交互机顶盒补贴约为 3.3 亿左右
- 预计各政府补贴对歌华有线 2010 年、2011 年和 2012 年利润贡献分别为 2.3 亿元、3.4 亿元和 3.3 亿元, 增厚 EPS 达 0.22 元、0.32 元和 0.31 元。
- 目前歌华有线的高清交互用户已达 150 万户左右, 是高清交互用户数量最多的有线网络运营商, 预计公司工作重点将逐渐从扩大交互终端渗透率转向深入挖掘交互用户价值, 随着交互用户基数的增加, 公司对交互业务的市场营销户均成本将降低、用户反馈将增多, 交互业务的主要内容包括宽带接入和视频点播等, 公司在 2010 年已为交互业务内容建设投入 1.2 亿元,
- 预计歌华有线 2010 年、2011 年和 2012 年的收入分别为 18.9 亿元、21.1 亿元和 21.3 亿元, 归属母公司净利润分别为 3.4 亿元、5.0 亿元和 5.8 亿元, 分别对应的 EPS 为 0.33 元、0.47 元和 0.55 元。
- 根据有线网络上市公司间的横向比较 (见 2011 年 3 月 22 日天威视讯报告《轻装上阵寻找新发展机遇》), 歌华有线目前 15.1 倍的 EV/EBITDA 是较为合理的估值水平, 预计公司 2010 年、2011 年 EBITDA 分别为 6.7 亿元和 9.2 亿元, 流动资金分别为 12.7 亿元和 14.3 亿元, 债务为 0, 可计算出每股合理价值区间为 10.73 元至 14.41 元, 上限是 2011 年的业绩测算得出, 目前公司股价为 12.78 元, 处于区间中位, 但距按 2011 年业绩测算得出的上限仍有 13% 的空间, 所以我们对歌华有线维持“增持”评级。
- 风险提示, 北京市政府剩余的 3.46 亿补贴未到帐、各区县补贴尚未确定, 仍无法获得补贴或者补贴数额发生重大变化, 则公司净利润将严重下滑。

经营预测与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1516.0	1893.0	2109.0	2133.0
(+/-%)	11.5	24.9	11.4	1.1
归属母公司净利润(百万元)	330.1	345.0	504.0	581.0
(+/-%)	0.4	4.5	46.1	15.3
EPS(元)	0.31	0.33	0.47	0.55
P/E(倍)	40.4	47.8	32.7	28.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1818	1849	2011	2433	营业收入	1516	1893	2109	2133
现金	1490	1267	1388	1828	营业成本	1081	1577	1703	1639
应收账款	4	7	4	6	营业税金及附加	33	41	56	57
其他应收款	7	9	5	7	营业费用	65	88	90	96
预付账款	70	173	187	180	管理费用	77	96	103	107
存货	246	347	375	361	财务费用	-24	-14	-13	-16
其他流动资产	0	46	52	52	资产减值损失	0	5	5	7
非流动资产	4048	4698	5078	5278	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	113	150	250	200	投资净收益	9	10	8	10
固定资产	2960	3747	4093	4507	营业利润	292	111	173	254
无形资产	98	104	110	114	营业外收入	0	238	336	332
其他非流动资产	0	697	625	456	营业外支出	3	4	5	5
资产总计	5866	6548	7089	7711	利润总额	332	345	504	581
流动负债	972	1123	1210	1301	所得税	2	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	净利润	330	345	504	581
应付账款	194	292	315	303	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	831	895	998	归属母公司净利	330	345	504	581
非流动负债	418	604	554	504	EBITDA	269	670	918	1182
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.31	0.33	0.47	0.55
其他非流动负	352	604	554	504					
负债合计	1390	1727	1764	1805					
少数股东权益	3	3	3	4	主要财务比率				
股本	1060	1060	1060	1060	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	1728	1728	1728	1728	成长能力				
留存收益	1685	2029	2533	3114	营业收入	11.5%	24.9%	11.4%	1.1%
归属母公司股	4473	4818	5321	5902	营业利润	-2.6%	-62.2%	56.9%	46.3%
负债和股东权	5866	6548	7089	7711	归属母公司净利	0.4%	4.4%	46.1%	15.3%
					获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	16.7%	19.2%	23.2%
					净利率(%)	21.8%	18.2%	23.9%	27.2%
					ROE(%)	7.4%	7.2%	9.5%	9.8%
					ROIC(%)	6.0%	2.6%	4.1%	5.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	23.7%	26.4%	24.9%	23.4%
					净负债比率(%)	69.95	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.87	1.65	1.66	1.87
					速动比率	1.62	1.34	1.35	1.59
					营运能力				
					总资产周转率	0.26	0.31	0.31	0.29
					应收账款周转率	688	324	341	375
					应付账款周转率	5.87	6.49	5.61	5.30
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.31	0.33	0.47	0.55
					每股经营现金流	0.69	0.92	1.17	1.47
					每股净资产(最	4.22	4.54	5.02	5.57
					估值比率				
					P/E	40.41	47.81	32.72	28.37
					P/B	2.98	3.42	3.10	2.79
					EV/EBITDA	50	22	16	13

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn