

2020年02月07日

华数传媒 (000156.SZ)

华数传媒：市场化及创新力领先，远程教育有望拓宽业务边界

■杭州市属广电公司，市场化及创新力均较高。公司系华数集团旗下优质数字电视及新媒体公司，主营杭州地区有线电视业务及宽带业务、全国范围的新媒体业务、智慧城市业务（业务规模各占1/3），形成互动电视、手机电视、OTT及互联网视听节目服务多维立体的融媒体矩阵，市场化程度及创新力领先于板块内其他广电公司。公司响应国家政策积极推动省网融合，根据公告，2019年10月重大资产重组收购浙江华数及宁波华数股权，若收购完成，浙江省内除少数地区外，主体广电网络资产均将装入上市公司，为最终实现国网融合迈出一大步。新媒体业务方面，公司OTT业务领先行业，业务范围包括集成播控及内容服务等，合作终端厂商包括天魔魔盒、小米、LG、创维、乐视、索尼、海信、三星等，OTT终端覆盖规模超过1亿台，激活点播用户超过8000万（数据来源：公司公告）。

■携内容优势，响应政策布局远程教育。此前公司以开展智慧校园的产品整合，包括3万集以上的教育视频资源，覆盖全年龄段青少年及儿童群体。借助公司融媒体渠道优势，疫情前公司即开展互动电视业务，为服务范围内的中小学提供互动电视平台，支持在线教学（家长可通过该平台关注孩子学校动态，学校可通过该平台发布信息及授课）。疫情阶段，“停课不停学”即公司提供传播平台，教育部门主导并提供教学视频内容，响应政府号召，解决家长关切。根据官方公众号，公司在疫情停课期间同步播出杭州市教育局课程，学生可通过电视（华数电视4K、高清机顶盒）、手机（华数电视App）、电脑（华数TV网）进行学习。我们预期疫情阶段建立的远程教育模式有望迅速落地，后续或将逐渐演变为公司新的业绩增长点之一。

■投资建议：公司市场化及创新力领先同行，OTT业务规模覆盖全国优势明显，此前公司已借助融媒体优势布局互动学习平台（包括大屏、手机、PC端）。此次疫情公司响应号召，解决家长关切，有望开拓新型业务，日后或将演变为引领业绩增长的业务模式。我们预计公司2019-2021年实现归母净利润为6.45亿元、7.74亿元、8.51亿元，对应EPS为0.42元、0.50元、0.55元。鉴于广电短有MCN、远程教育逻辑，长有5G商业化、国网融合的逻辑，我们给予一定估值溢价，给予2020年30倍，对应目标价16.2元，首次覆盖给予“买入-A”评级。

■风险提示：远程教育商业模式推进不及预期、竞争烈度超预期、有

公司快报

证券研究报告

广播电视

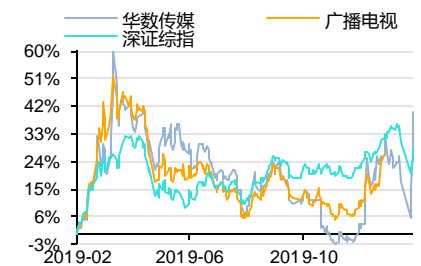
投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**16.2元**
股价（2020-02-06）**11.88元**

交易数据

总市值(百万元)	17,028.22
流通市值(百万元)	15,209.91
总股本(百万股)	1,433.35
流通股本(百万股)	1,280.30
12个月价格区间	8.22/13.89元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.48	34.85	10.56
绝对收益	5.13	40.09	42.41

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

陈旻

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519100002
chenmin1@essence.com.cn

相关报告

线电视等主业下滑超预期等风险。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,209.3	3,436.0	3,779.6	4,535.5	4,989.1
净利润	641.3	644.2	645.0	774.3	851.2
每股收益(元)	0.24	0.24	0.42	0.50	0.55
每股净资产(元)	3.93	4.04	7.13	7.40	7.71

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	84.7	84.3	49.1	40.9	37.2
市净率(倍)	5.2	5.1	2.9	2.8	2.7
净利润率	20.0%	18.7%	17.1%	17.1%	17.1%
净资产收益率	6.2%	6.0%	5.9%	6.8%	7.2%
股息收益率	0.5%	0.6%	0.9%	1.1%	1.2%
ROIC	50.0%	10.5%	10.1%	19.0%	19.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,209.3	3,436.0	3,779.6	4,535.5	4,989.1	成长性					
减:营业成本	1,776.2	2,037.7	2,267.8	2,721.3	2,993.4	营业收入增长率	4.2%	7.1%	10.0%	20.0%	10.0%
营业税费	8.6	8.8	12.3	12.8	14.3	营业利润增长率	13.3%	2.2%	-0.1%	19.4%	10.1%
销售费用	511.4	492.2	580.2	693.9	766.8	净利润增长率	6.5%	0.5%	0.1%	20.0%	9.9%
管理费用	414.3	288.0	396.9	484.4	523.9	EBITDA 增长率	10.4%	17.1%	-6.8%	15.1%	9.3%
财务费用	-102.2	-108.7	-119.6	-143.5	-157.9	EBIT 增长率	11.6%	24.5%	-14.8%	19.2%	10.2%
资产减值损失	33.7	87.7	60.7	74.2	67.4	NOPLAT 增长率	21.3%	0.1%	-2.0%	19.8%	9.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	377.9%	2.1%	-36.5%	7.8%	-30.5%
投资和汇兑收益	46.3	115.3	80.8	98.0	89.4	净资产增长率	2.6%	2.9%	2.9%	3.8%	4.2%
营业利润	648.2	662.6	662.2	790.4	870.5	利润率					
加:营业外净收支	-6.2	-8.7	-7.5	-8.1	-7.8	毛利率	44.7%	40.7%	40.0%	40.0%	40.0%
利润总额	641.9	653.9	654.8	782.4	862.7	营业利润率	20.2%	19.3%	17.5%	17.4%	17.4%
减:所得税	0.7	9.7	9.8	8.1	11.6	净利润率	20.0%	18.7%	17.1%	17.1%	17.1%
净利润	641.3	644.2	645.0	774.3	851.2	EBITDA/营业收入	26.7%	29.2%	24.7%	23.7%	23.5%
						EBIT/营业收入	15.9%	18.5%	14.4%	14.3%	14.3%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	287	288	266	213	183
货币资金	3,728.1	4,122.0	6,663.6	7,150.4	9,057.0	流动营业资本周转天数	18	207	98	34	22
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	925	894	896	858	883
应收账款	665.5	727.9	700.5	1,076.2	843.8	应收帐款周转天数	69	73	68	71	69
应收票据	5.2	26.8	8.6	22.8	5.8	存货周转天数	8	7	8	8	8
预付帐款	22.6	18.7	105.1	4.2	110.5	总资产周转天数	1,596	1,529	1,452	1,278	1,220
存货	73.1	70.0	93.0	100.3	113.6	投资资本周转天数	353	552	414	279	223
其他流动资产	3,894.6	3,716.2	2,559.1	3,137.6	2,848.4	投资回报率					
可供出售金融资产	420.7	275.4	275.4	275.4	275.4	ROE	6.2%	6.0%	5.9%	6.8%	7.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.4%	4.4%	4.1%	4.7%	4.9%
长期股权投资	792.5	810.6	1,164.6	1,350.7	1,620.7	ROIC	50.0%	10.5%	10.1%	19.0%	19.3%
投资性房地产	7.9	7.6	22.6	32.6	37.6	费用率					
固定资产	2,658.5	2,839.9	2,741.1	2,621.7	2,446.0	销售费用率	15.9%	14.3%	15.4%	15.3%	15.4%
在建工程	489.5	512.8	429.0	305.4	177.7	管理费用率	12.9%	8.4%	10.5%	10.7%	10.5%
无形资产	314.8	346.3	342.3	340.0	338.2	财务费用率	-3.2%	-3.2%	-3.2%	-3.2%	-3.2%
其他非流动资产	1,347.3	1,299.1	616.9	67.4	-542.0	三费/营业收入	25.7%	19.5%	22.7%	22.8%	22.7%
资产总额	14,420.3	14,773.2	15,721.8	16,484.7	17,332.6	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	28.0%	27.7%	30.1%	30.8%	31.4%
应付帐款	1,116.1	1,078.3	1,522.7	1,503.1	1,877.7	负债权益比	39.0%	38.4%	43.1%	44.5%	45.8%
应付票据	21.0	30.4	19.5	43.7	26.6	流动比率	3.22	3.25	3.07	3.15	3.23
其他流动负债	1,465.2	1,558.8	1,758.1	2,097.4	2,110.1	速动比率	3.20	3.23	3.04	3.13	3.20
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-5.00	-5.86	-4.54	-4.51	-4.51
其他非流动负债	1,441.1	1,427.7	1,431.5	1,429.6	1,430.5	分红指标					
负债总额	4,043.4	4,095.3	4,731.8	5,073.8	5,445.0	DPS(元)	0.11	0.12	0.18	0.23	0.24
少数股东权益	-	-	-0.0	-0.1	-0.1	分红比率	44.7%	49.0%	42.3%	45.6%	44.0%
股本	1,541.9	1,541.9	1,541.9	1,541.9	1,541.9	股息收益率	0.5%	0.6%	0.9%	1.1%	1.2%
留存收益	8,707.1	9,076.1	9,448.1	9,869.0	10,345.8						
股东权益	10,376.9	10,677.9	10,989.9	11,410.8	11,887.6						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	641.2	644.2	645.0	774.3	851.2	EPS(元)	0.24	0.24	0.42	0.50	0.55
加:折旧和摊销	669.3	687.6	390.8	427.6	462.1	BVPS(元)	3.93	4.04	7.13	7.40	7.71
资产减值准备	33.7	87.7	-	-	-	PE(X)	84.7	84.3	49.1	40.9	37.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.2	5.1	2.9	2.8	2.7
财务费用	-88.4	-102.6	-119.6	-143.5	-157.9	P/FCF	-15.6	101.1	12.3	62.2	16.1
投资损失	-46.3	-115.3	-80.8	-98.0	-89.4	P/S	16.9	15.8	8.4	7.0	6.4
少数股东损益	-0.1	-	-0.0	-0.0	-0.0	EV/EBITDA	14.5	6.9	25.8	22.3	19.0
营运资金的变动	-3,755.8	185.6	2,033.7	-191.7	1,112.8	CAGR(%)	6.5%	9.7%	2.4%	6.5%	9.7%
经营活动产生现金流量	1,263.6	1,194.9	2,869.1	768.6	2,178.7	PEG	13.0	8.7	20.4	6.3	3.8
投资活动产生现金流量	-1,496.1	-407.4	-114.2	-72.0	-55.6	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-200.7	-286.7	-213.3	-209.9	-216.5	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

焦娟、陈旻声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034