

控股权转移至国务院，广电一网即将落地

歌华有线(600037)

评级:	增持	股票代码:	600037
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	11.33/8.21
目标价格:		总市值(亿)	157.69
最新收盘价:	11.33	自由流通市值(亿)	157.69
		自由流通股数(百万)	1,391.78

►事件概述

根据公司于2020年6月1日发布的公告，公司控股股东与中国广电签署《出资意向协议》，拟以其持有的公司19.09%股权出资共同发起组建中国广电网络股份有限公司（暂定名，下文简称“股份公司”），公司实际控制人将由北京广播电视台变更为国务院。北广传媒将以18.33%的持股比例成为公司第二大股东，并且在《出资意向协议》中承诺维护股份公司控股地位。中国广电作为未来股份公司的控股股东，承诺给北广传媒及其控股股东至少一名股份公司董事提名权。

►携中国广电发起组建一网整合公司，或为未来挂牌上市主体

在各地方广电上市公司对外披露参与组建股份公司的公告中，只有歌华有线明确披露控股股东北广传媒的控股权出资发起组建股份公司，而其他公司只披露以现金等方式出资参与。我们认为歌华有线在本次股份公司组建过程中参与程度更高，角色卡位（有董事提名权）相比其他上市公司更有优势，我们推论未来一网整合公司若登陆资本市场，歌华有线或为其挂牌上市的主体。

►一网整合路径推演：分为挂牌阶段和整合阶段

根据公开披露的相关信息，我们预计全国一网整合分为两个阶段，分别是全国一网公司挂牌阶段和广电资产整合阶段。以下为我们对各个阶段具体实施方案的推演。

挂牌阶段：广电一网整合将通过组建全国一网股份公司（中国广电网络股份有限公司）方式实现，中国广电为大股东。战略股东方面，中国移动以现金或业务出资战略入股，与中国广电5G网共建共享，阿里巴巴将以现金出资战略入股，参与广电5G网络的运营，提升广电经营活力。参股股东方面，上市公司将通过现金或控股股东部分股份出资参与组建，公司控股股东北广传媒将以上市公司控股权的对价参与发起组建一网股份公司，作为公司少数股东，拥有至少一名公司董事提名权。预计其他上市公司后续也将以现金等资产参与组建一网股份公司，根据出资额获得相应比例的股份。预计非上市的广电公司将以51%以上的控股权参股，原控股股东成为一网股份公司的少数股东，原省网公司成为一网股份公司的子公司。

我们预计，一网股份公司挂牌成立后，通过向歌华有线注入股份公司优质资产的方式增资，进一步提升其持股比例。歌华有线上市公司主体变为一网股份公司。公司未来将通过发行股份吸收合并的方式，将其他上市公司旗下广电资产逐一整合。大多数业务单一的广电上市公司资产将被吸收合并进入一网股份公司，原上市公司主体退市；部分业务较复杂的公司或将置出体内的广电资产，换取一网股份公司少数股份，原上市公司主体保留。

►19.09%歌华股份对价超25亿，超一半广电上市公司货币资金小于10亿

根据协议披露的股份作价方式，我们预计本次以歌华有线19.09%股份对应的出资额约为人民币25.63亿元（2019年报披露公司净资产为134.30亿元， $134.30 \times 19.09\% = 25.63$ 亿元，公告日前30个交易日对应的加权平均市值对价明显低于上述净资产）。我们推测其他广电上市公司出资比例将小于歌华有线控股股东，参考歌华有线股份出资对价为25.63亿元，根据各公司2020年一季报，除了歌华有线之外，账面货币资金超过20亿元的广电上市公司有东方明珠（83.33亿元）、华数传媒（45.50亿元）、江苏有线（28.66亿元）、电广传媒（21.14亿元），以上四家以现金出资参与的可行性及概率较高。其他6家广电上市公司2020Q1货币资金均低于10亿元，有可能搭配控股股东部分股权参与出资。

投资建议

广电一网整合将给公司未来业绩带来较大的变动空间，但由于目前一网整合公司尚未挂牌，具体方案仍存在较大的不确定性。出于谨慎考虑，我们暂且维持之前的盈利预测。预计公司2020-2022年将实现营业收入分

别为 28.76、30.97、35.34 亿元，实现归母净利润分别为 6.17、6.65、7.39 亿元，EPS 分别为 0.44、0.48、0.53 元，对应当前股价的 PE 分别为 26、24、21 倍，维持“增持”评级。

风险提示

5G 产业发展不及预期；“全国一网”整合进度不及预期；广电用户付费意愿不及预期；广电新基建进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,725	2,759	2,876	3,097	3,534
YoY (%)	1.0%	1.2%	4.2%	7.7%	14.1%
归母净利润(百万元)	694	582	617	665	739
YoY (%)	-8.8%	-16.2%	6.0%	7.9%	11.0%
毛利率 (%)	26.2%	21.8%	23.7%	24.0%	24.2%
每股收益 (元)	0.50	0.42	0.44	0.48	0.53
ROE	5.3%	4.3%	4.4%	4.5%	4.8%
市盈率	22.71	27.10	25.57	23.70	21.35

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 赵琳

邮箱: zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

联系人: 李钊

邮箱: lizhao1@hx168.com.cn

联系电话: 13012822230

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,759	2,876	3,097	3,534	净利润	582	617	665	739
YoY (%)	1.2%	4.2%	7.7%	14.1%	折旧和摊销	600	600	600	600
营业成本	2,157	2,196	2,355	2,678	营运资金变动	18	266	66	136
营业税金及附加	20	20	22	25	经营活动现金流	885	1,362	1,201	1,334
销售费用	149	150	161	184	资本开支	-1,194	-639	-685	-645
管理费用	117	115	124	141	投资	1	-100	0	0
财务费用	-150	-150	-150	-150	投资活动现金流	-913	-619	-555	-505
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	122	120	130	140	债务募资	0	0	0	0
营业利润	592	623	672	746	筹资活动现金流	-251	0	0	0
营业外收支	2	0	0	0	现金净流量	-279	743	646	829
利润总额	594	623	672	746	主要财务指标				
所得税	12	6	7	7	成长能力 (%)				
净利润	582	617	665	739	营业收入增长率	1.2%	4.2%	7.7%	14.1%
归属于母公司净利润	582	617	665	739	净利润增长率	-16.2%	6.0%	7.9%	11.0%
YoY (%)	-16.2%	6.0%	7.9%	11.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.42	0.44	0.48	0.53	毛利率	21.8%	23.7%	24.0%	24.2%
资产负债表 (百万元)					净利率率	21.1%	21.4%	21.5%	20.9%
货币资金	8,336	9,079	9,725	10,555	总资产收益率 ROA	3.6%	3.6%	3.7%	3.9%
预付款项	268	220	235	268	净资产收益率 ROE	4.3%	4.4%	4.5%	4.8%
存货	407	361	387	440	偿债能力 (%)				
其他流动资产	667	969	1,020	1,120	流动比率	5.29	4.83	4.82	4.62
流动资产合计	9,678	10,628	11,367	12,383	速动比率	4.92	4.56	4.55	4.35
长期股权投资	516	516	516	516	现金比率	4.56	4.12	4.12	3.94
固定资产	4,051	4,091	4,176	4,221	资产负债率	17.5%	18.7%	18.7%	19.3%
无形资产	228	228	228	228	经营效率 (%)				
非流动资产合计	6,606	6,645	6,730	6,775	总资产周转率	0.17	0.17	0.17	0.18
资产合计	16,284	17,273	18,097	19,158	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.42	0.44	0.48	0.53
应付账款及票据	515	1,564	1,677	1,907	每股净资产	9.65	10.09	10.57	11.10
其他流动负债	1,313	637	683	774	每股经营现金流	0.64	0.98	0.86	0.96
流动负债合计	1,829	2,201	2,360	2,682	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	1,025	1,025	1,025	1,025	PE	27.10	25.57	23.70	21.35
非流动负债合计	1,025	1,025	1,025	1,025	PB	0.93	1.12	1.07	1.02
负债合计	2,854	3,226	3,385	3,707					
股本	1,392	1,392	1,392	1,392					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	13,430	14,047	14,712	15,451					
负债和股东权益合计	16,284	17,273	18,097	19,158					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。