

民生工程建设推进期盈利承压 农村收视与智慧广电值得期待

——贵广网络 (600996.SH) 2019 年半年报点评

公司简报

◆事件:

公司发布 2019 年半年度报告。2019 年上半年公司实现营业收入 15.38 亿元, 同比增长 7.15%; 实现归母净利润 1.50 亿元, 同比下滑 37.55%; 实现扣非后归母净利润 1.33 亿元, 同比下滑 41.61%。

◆点评:

工程收入与数据业务驱动营收小幅增长。1) 2019 年上半年公司实现营业收入 15.38 亿元, 同比增长 7.15%; 主要得益于贵州省民生工程建设持续推进, 以及政企相关数据业务的增长; 2) 2019 年公司的工程业务顺利推进, 主要包含三大工程: 一是智慧广电综合试验区有线无线融合网覆盖工程, 目前已完成 1000 座基站建设, 建成全国最大的 LoRa 窄带物联网; 二是雪亮工程, 上半年新建 2.3 万个监控点位, 全年计划 3 万个; 三是“广电云”户户用工程, 上半年新增超过 32 万户, 全年计划 50 万户。

公司收视业务用户下沉与产品升级并举, 宽带业务持续推进。1) 截至 19 年 6 月底, 公司有线数字电视城网用户 394 万户, 较上年同期增长 2.07%; 农网用户 403 万户, 同比增长 32.13%; 高清终端用户 509 万户, 较上年同期增长 32.55%; 2) 截至 19 年 6 月底, 公司宽带用户达 255 万户, 较上年同期增长 34.20%。未来收视与宽带收入有望持续增长。

毛利率受工程业务折旧摊销及运营成本增加拖累下行, 销售、管理费用率下行, 研发、财务费用率上升。1) 公司上半年毛利率 33.23%, 较上年同期的 38.78% 下滑 5.55pcts, 主要由于工程及基础设施完工初期折旧摊销额相对于收入增幅较大; 2) 销售费用率下降 0.94pcts 至 2.58%, 管理费用率下降 3.00pcts 至 9.60%, 经营效率有所提升; 3) 研发费用率上升 0.78pcts 至 4.36%, 智慧广电研发力度加大; 4) 财务费用率上升 4.62pcts 至 5.74%, 主要由于新增工程项目建设贷款导致财务费用增加。

◆盈利预测、投资评级和估值:

公司各项民生工程建设推进导致中短期内成本增加、毛利率承压; 长期农村收视业务、智慧广电业务有望逐步贡献业绩。下调公司 19-21 年 EPS 至 0.21/0.28/0.35 元, 对应 PE46/35/28x, 维持“增持”评级。

◆风险提示: 收视与宽带 ARPU 提升不达预期、用户流失、行业竞争加剧

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2573	3231	3461	3596	3746
营业收入增长率	12.42%	25.55%	7.12%	3.90%	4.17%
净利润 (百万元)	442	312	220	293	361
净利润增长率	-0.25%	-29.45%	-29.32%	32.83%	23.44%
EPS (元)	0.42	0.30	0.21	0.28	0.35
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.51%	7.12%	4.89%	6.19%	7.22%
P/E	23	33	46	35	28
P/B	2	2	2	2	2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 8 月 30 日

增持 (维持)

当前价: 9.73 元

分析师

孔蓉 (执业证书编号: S0930517120002)

021-52523837

kongrong@ebsecn.com

联系人

乐济铭

021-52523797

lejiming@ebsecn.com

市场数据

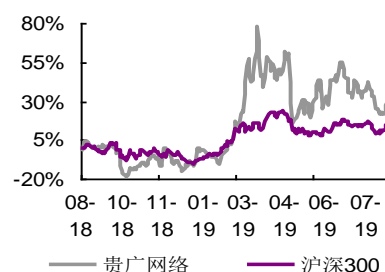
总股本(亿股): 10.43

总市值(亿元): 101.44

一年最低/最高(元): 5.57/13.36

近 3 月换手率: 103.54%

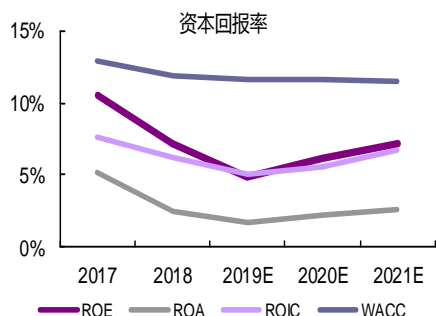
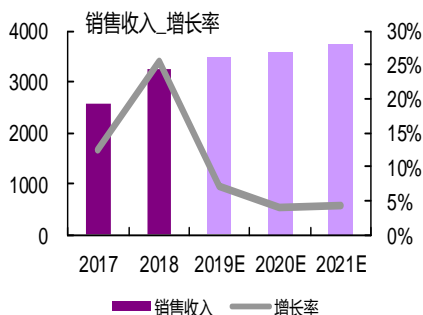
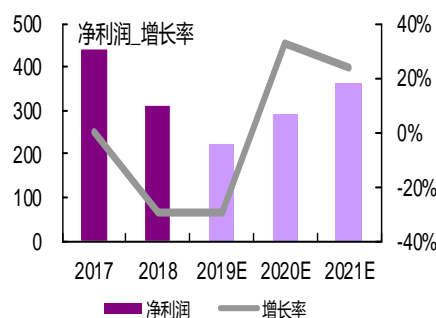
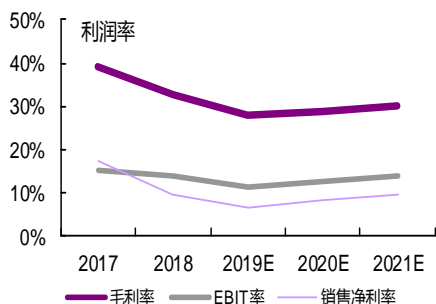
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.38	2.21	23.57
绝对	-2.04	5.66	35.48

资料来源: Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2573	3231	3461	3596	3746
营业成本	1568	2176	2492	2553	2622
折旧和摊销	444	599	731	866	978
营业税费	10	13	14	14	15
销售费用	185	180	138	144	150
管理费用	373	341	415	432	450
财务费用	-19	35	162	140	136
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	1	3	3	3	3
营业利润	427	324	238	311	380
利润总额	445	314	222	295	364
少数股东损益	2	1	1	1	1
归属母公司净利润	441.83	311.71	220.31	292.63	361.23

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	8527	12499	12707	13264	13825
流动资产	2386	3947	4086	4509	5548
货币资金	715	1194	1384	1735	2685
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	947	1560	1601	1663	1742
应收票据	0	14	0	0	0
其他应收款	27	51	45	47	49
存货	131	240	249	255	262
可供出售投资	6	6	6	6	6
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	53	65	65	65	65
固定资产	3425	4575	4935	5239	4976
无形资产	57	77	73	70	66
总负债	4273	8069	8149	8479	8767
无息负债	3653	5288	4759	4849	4937
有息负债	620	2780	3390	3630	3830
股东权益	4254	4430	4557	4784	5059
股本	1043	1043	1043	1043	1043
公积金	1784	1816	1839	1868	1904
未分配利润	1377	1518	1622	1819	2056
少数股东权益	51	53	54	55	56

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	652	699	633	1315	1472
净利润	442	312	220	293	361
折旧摊销	444	599	731	866	978
净营运资金增加	-224	-19	570	36	62
其他	-9	-192	-888	121	71
投资活动产生现金流	-2274	-2200	-797	-997	-497
净资本支出	-2262	-2190	-800	-1000	-500
长期投资变化	53	65	0	0	0
其他资产变化	-65	-75	3	3	3
融资活动现金流	171	1918	354	33	-25
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	220	2160	610	240	200
无息负债变化	1369	1635	-530	90	88
净现金流	-1451	418	190	351	950

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	12.42%	25.55%	7.12%	3.90%	4.17%
净利润增长率	-0.25%	-29.45%	-29.32%	32.83%	23.44%
EBITDA 增长率	-0.99%	25.81%	7.07%	16.49%	13.52%
EBIT 增长率	-12.34%	15.45%	-12.63%	12.86%	14.54%
估值指标					
PE	23	33	46	35	28
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	13	12	12	10	9
EV/EBIT	28	29	34	30	25
EV/NOPLAT	28	29	34	30	25
EV/Sales	4	4	4	4	3
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	39.09%	32.64%	28.00%	29.00%	30.00%
EBITDA 率	32.53%	32.59%	32.58%	36.53%	39.81%
EBIT 率	15.29%	14.06%	11.47%	12.46%	13.70%
税前净利润率	17.29%	9.72%	6.42%	8.20%	9.71%
税后净利润率 (归属母公司)	17.17%	9.65%	6.37%	8.14%	9.64%
ROA	5.20%	2.50%	1.74%	2.21%	2.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.51%	7.12%	4.89%	6.19%	7.22%
经营性 ROIC	7.67%	6.27%	5.03%	5.56%	6.72%
偿债能力					
流动比率	0.62	0.62	0.93	1.04	1.26
速动比率	0.59	0.58	0.87	0.98	1.20
归属母公司权益/有息债务	6.78	1.57	1.33	1.30	1.31
有形资产/有息债务	12.23	4.05	3.39	3.32	3.29
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.42	0.30	0.21	0.28	0.35
每股红利	0.13	0.09	0.06	0.08	0.10
每股经营现金流	0.63	0.67	0.61	1.26	1.41
每股自由现金流(FCFF)	-1.11	-1.01	-0.23	0.27	0.89
每股净资产	4.03	4.20	4.32	4.54	4.80
每股销售收入	2.47	3.10	3.32	3.45	3.59

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼