

2017年03月05日

贵广网络 (600996.SH)

贵广网络：增值业务贡献利润增量， To B/G 数据业务潜力大

公司业务区域覆盖贵州省全境，主要业务包括广播电视节目收视服务、数字电视增值业务的开发与经营、数据业务、有线电视相关工程及安装、节目传输等；上市后，公司正大力发展数字电视、高清互动业务，加速传统媒体和新媒体的融合，致力于打造全新的全媒体服务平台、家庭娱乐中心。

基本收视业务目前仍是贵广网络的核心业务，是公司最主要的收入来源，但比重趋势性下降；增值收视业务为公司的业绩增长点，增值收视业务主要包括付费频道、互动点播等，可向用户提供影视、体育、生活、教育等多种类型的付费电视节目及视频内容；工程及安装业务收入逐年增长；to B/G 数据业务发展迅猛。

贵州大数据产业优势，是公司未来竞争力所在。IPTV 等对有线电视有冲击，但公司相对受冲击小；公司已具备基础网络优势，服务体系完善，营销团队深耕市场能力强；公司所处贵州的大数据产业发展势头、大扶贫背景、大旅游项目的推进，将助力公司未来布局 to B/G 端的数据业务，目前公司已成立市场营销团队，建立技术支撑团队，加大对 B 端业务的激励，未来公司可充分延伸 B 端业务至乡村，推进专网建设，B 端业务将会是后续业务的利润增长点；同时公司可联合政府加快推动宽带乡村建设、大扶贫项目建设，拓展 G 端业务，如天网工程。

■**投资建议：**预计公司 16-18 年净利润分别为 5.42 亿、5.96 亿、6.56 亿，对应每股收益分别为 0.65 元、0.72 元、0.79 元。给予公司 2017 年 25 倍 PE 估值，对应 6 个月目标价 18 元，给予“增持-A”评级。

■**风险提示：**to B/G 端业务进度低于预期、募投项目进度低于预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,749.3	2,102.6	2,344.7	2,576.6	2,823.6
净利润	350.8	415.4	541.8	596.1	655.7
每股收益(元)	0.34	0.40	0.65	0.72	0.79
每股净资产(元)	1.24	1.61	2.66	3.38	4.17

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	52.0	43.9	26.9	24.4	22.2
市净率(倍)	14.1	10.9	6.6	5.2	4.2
净利润率	20.1%	19.8%	23.1%	23.1%	23.2%
净资产收益率	27.1%	24.8%	24.4%	21.2%	18.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	55.7%	57.9%	50.4%	231.8%	77.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

广播电视

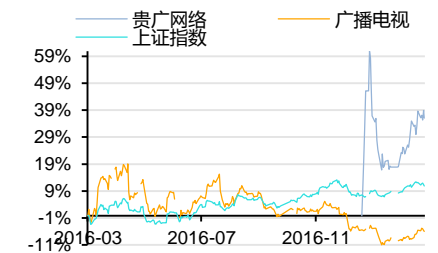
投资评级 **增持-A**
维持评级

6 个月目标价：**18.00 元**
股价 (2017-03-03) **17.49 元**

交易数据

总市值(百万元)	18,234.52
流通市值(百万元)	3,672.90
总股本(百万股)	1,042.57
流通股本(百万股)	210.00
12 个月价格区间	12.84/20.67 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.96	0.79	-11.97
绝对收益	15.45		

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

贵广网络：基本+增值收视

业务双核驱动，大数据业 2017-02-03

务锦上添花

内容目录

1. 广电网向融合网升级，打造全媒体服务平台	4
2. 基本收视业务比重下降，增值业务为盈利增长点	6
2.1. 基本收视业务比重趋势性下降	7
2.2. 增值业务为利润增长点	8
2.2.1. 高清付费、互动点播业务用户规模持续扩大	8
2.2.2. 标清付费业务收入趋势性下降	9
2.2.3. 深挖数据平台资源，开展信息发布业务	9
2.3. 工程及安装业务收入逐年增长	9
2.3.1. 新装工料费及管道铺设费收入大幅增长	10
2.3.2. 户户通安装业务已基本完成	10
2.4. to B/G 数据业务发展迅猛	10
2.5. 议价能力、收费标准提高，推动节目传输业务收入增长	11
3. 贵州大数据枢纽优势，是公司未来竞争力所在	12
3.1. IPTV 等对有线电视有冲击，但公司相对受冲击小	12
3.2. 具备基础网络优势，服务体系完善	14
3.3. 借势于贵州大数据中心，To B/G 业务前景广阔	14
4. 公司战略布局：全媒体融合发展，建设“云-管-端”产业链	15
4.1. 进一步拓展增值业务，保持主营业务稳定、快速发展	15
4.2. 积极布局 To B/G 专网数据业务	16
4.3. 升级系统工程建设、扩充媒体资源库，构建云端平台	16
4.3.1. 升级系统工程	16
4.3.2. 扩充公司媒体资源库	17
4.4. 加快新媒体融合，开发大数据产业应用项目	17
4.5. 有效利用募集资金，加快募投项目建设	17
5. 盈利预测与估值	18
6. 风险提示	18

图表目录

图 1：贵广网络发展历程	4
图 2：贵广网络股权结构图	5
图 3：2012-2016Q3 营业收入及同比增长率	6
图 4：2012-2016Q3 归母净利润及同比增长率	6
图 5：2012-2016H 贵广网络主营业务构成（单位：亿元）	6
图 6：2015 年贵广网络主营业务构成	7
图 7：2012-2016 上半年贵广网络基本收视业务营业收入及同比增长率	7
图 8：2013-2016H 贵广网络终端用户变动情况（单位：万户）	8
图 9：2013-2015 年贵广网络主终端用户数及同比增长率	8
图 10：2012-2016H 增值收视业务营业收入及同比增长率	8
图 11：2012-2015 年增值收入业务细分板块营业收入（单位：百万元）	8
图 12：2013-2015 年贵广网络高清用户数及 ARPU 值变化情况	9
图 13：2012-2016H 工程及安装业务营业收入及同比增长率	10

图 14: 2012-2015 年工程及安装业务细分板块营业收入 (单位: 百万元)	10
图 15: 2012-2016H 数据业务营业收入及增长率	11
图 16: 2012-2016H 销售业务营业收入及增长率	11
图 17: 2013-2016H 贵广网络数据业务收入构成情况 (单位: 万元)	11
图 18: 2012-2016H 节目传输业务营业收入及增长率	12
图 19: 2013-2016 年全国光纤接入用户占比及 8M 以上宽带用户占比	12
图 21: 2016 年全国各省 IPTV 用户与有线电视用户规模对比	13
图 22: 云上贵州 App	15
图 23: 贵广网络“父母乐”产品	16
图 24: “父母乐”功能及版块细分	16
图 25: 公司全面拓展 C 端、B 端、G 端业务	16
表 1: 募投资金投资项目基本情况	18

1. 广电网向融合网升级，打造全媒体服务平台

为解决多家实体经营所带来的体制不顺、重复建设、经营效率低下等问题，贵州有线广播电视信息网络中心、贵州电视台、遵义市广播电视信息网络中心、贵州卫星电视收视管理中心及安顺广播电视网络中心五家单位于2008年3月设立贵广网络。

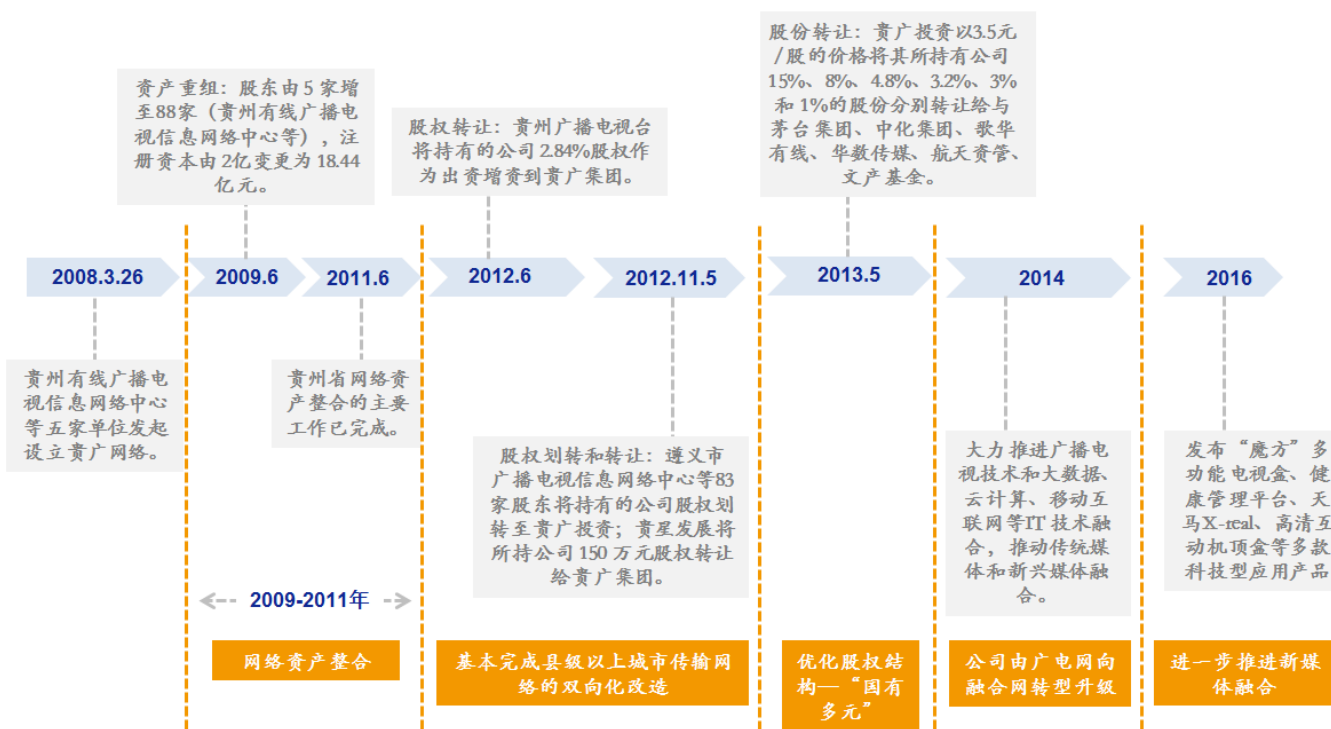
2009年6月，通过资产重组，公司股东由5家增至包括贵州有线广播电视信息网络中心在内的88家，逐步建立省、市、县三级贯通的网络体系、运营管理体系，并于2010年末完成数字电视整转，截至2011年6月，公司已完成贵州省网络资产整合的主体部分，2012年末，基本完成了县级以上城市传输网络的双向化改造。

2013年5月，公司控股股东贵广投资，以3.5元/股的价格将其所持有公司15%、8%、4.8%、3.2%、3%、1%的股份分别转让给茅台集团、中化集团、歌华有线、华数传媒、航天资管、文产基金，形成了“国有多元化”的资本构成形态。

2014年，公司为进一步推进广电网向融合网转型升级的战略目标，大力推动广播电视技术、大数据、云计算、移动互联网等IT技术的融合、加速传统媒体和新兴媒体的融合，贵广网络的业务区域已覆盖贵州省全境，主要业务包括广播电视节目收视服务、数字电视增值业务的开发与经营、数据业务、有线电视相关工程及安装、节目传输等。

上市后，公司正大力发展数字电视、高清互动业务，加速传统媒体和新媒体的融合，致力于打造全新的全媒体服务平台、家庭娱乐中心。

图 1：贵广网络发展历程



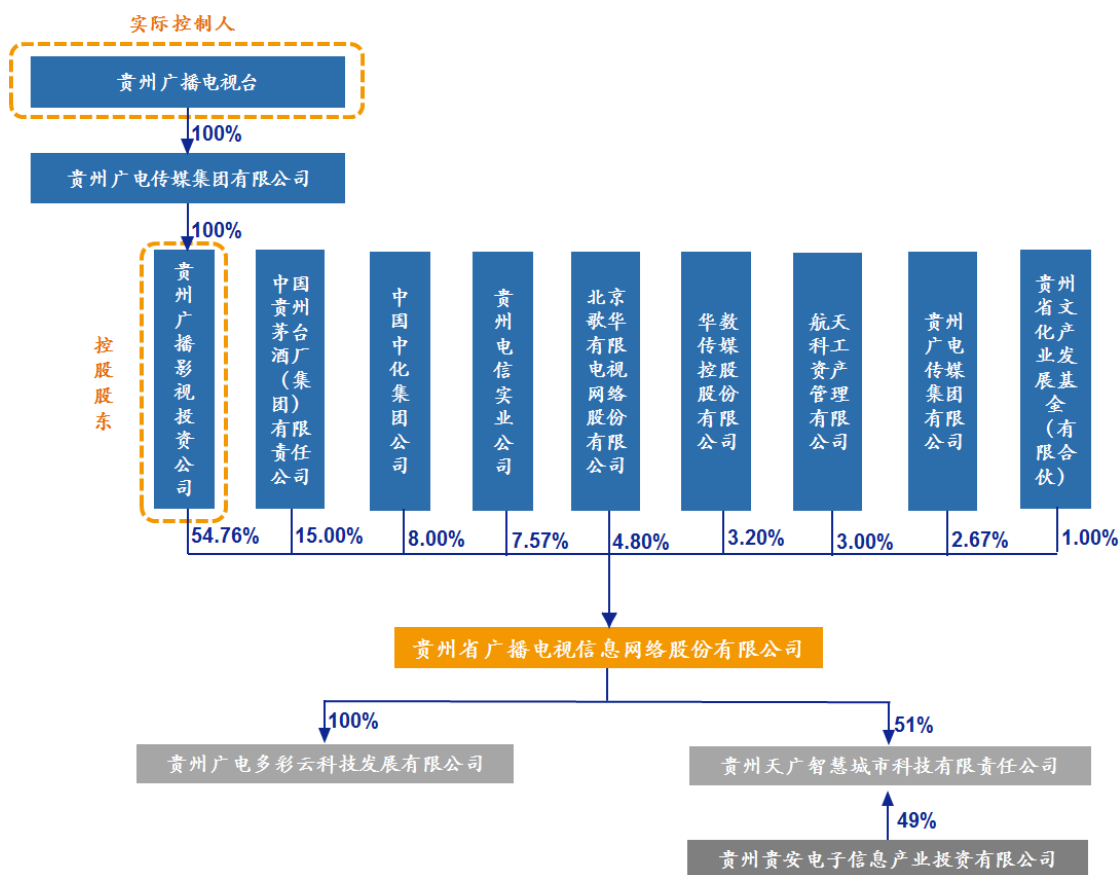
资料来源：安信证券研究中心

贵州广播电视台为公司实际控制人。贵广投资为贵广网络控股股东，持有本公司54.76%的股权；贵广集团持有贵广投资100%股权，贵州广播电视台持有贵广集团100%股权，实际

控制人贵州广播电视台之外，茅台集团、中化集团分别持有公司 15%、8%的股份，为公司第二、第三大股东。

公司包括贵广多彩云、天广智慧两家控股子公司，持股比例分别为 100%、51%：1) 贵广多彩云专注于专业技术的开发、销售及业务，如计算机软件、网络技术的开发及销售业务、数字电视增值业务的销售业务、终端安装及维护、通信设备、交家电器的销售业务，2015 年度、2016 年上半年度，贵广多彩云分别实现净利润 0.29 万元、-5.74 万元；2) 天广智慧主要开展信息传输、信息服务等互联网相关业务，如增值电信业务、数字化联网报警监控系统、智能安防系统工程的设计及运营业务等，2015 年度、2016 年上半年度，天广智慧分别实现净利润-20.89 万元、-50.48 万元。

图 2：贵广网络股权结构图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

为进一步推进增值业务，深挖业务拓展潜力，贵广网络在 2016 年发布了“魔方”多功能电视盒、健康管理平台、天马 X-real、高清互动机顶盒等多款科技型应用产品。

除此之外，公司已拥有多彩云、多屏看、数字城管、“父母乐”等增值业务产品。多彩云系列产品包括多彩云高清、多彩云互动、多彩云跨屏、多彩云宽带、多彩云电路等。数字城管是利用广电网络的光纤带宽资源，根据各市城市管理需求，为摊贩沿街摆摊、交通秩序、地下道安全、人员疏导等城市管理难点量身定做。

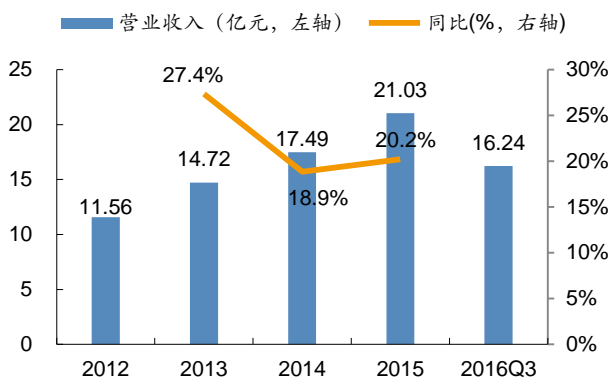
在项目工程方面，公司已运行“四位一体”农村覆盖工程、全国广电网络商城项目、智慧城市项目、有线无线卫星融合网项目。“四位一体”是指结合有线电视、直播卫星、调频广播、电影放映，扩大、延伸农村覆盖。全国广电网络商城项目是公司联合全行业、共同开发广电

网络商城等新产业项目。

2. 基本收视业务比重下降，增值业务为盈利增长点

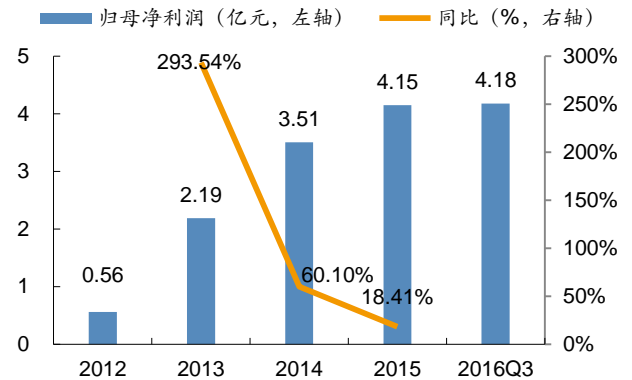
2013-2015 年，公司分别实现营业收入 14.72 亿元、17.49 亿元、21.03 亿元，同比增速分别为 27.4%、17.49%、20.20%；分别实现归母净利润 2.19 亿元、3.51 亿元、4.15 亿元，同比增长率分别为 293.54%、60.10%、18.41%；毛利率分别为 40.66%、42.67%、43.74%。2016 年前三季度的营业收入为 16.24 亿元，归母净利润为 4.18 亿元（已超 2015 年全年实现的归母净利润）。收入、利润增长主要源于公司正不断扩大工程及安装规模，同时公司的高清增值业务及数据业务也正持续增长。

图 3：2012-2016Q3 营业收入及同比增长率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

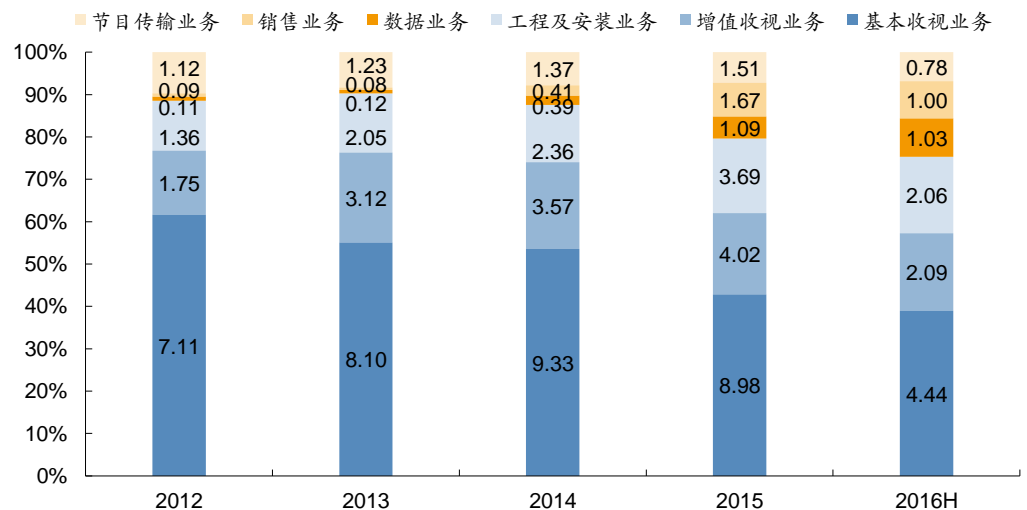
图 4：2012-2016Q3 归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

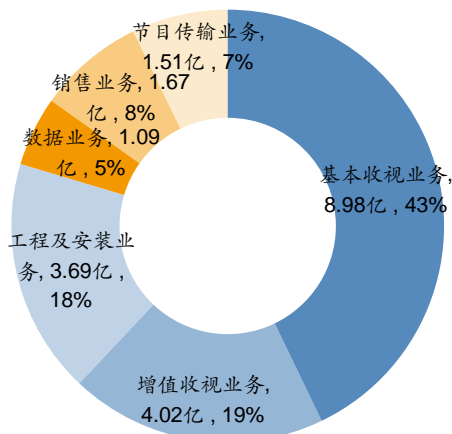
公司主营业务包括广播电视基本收视业务、数字电视增值业务的开发与经营、有线电视相关工程及安装业务、节目传输业务、数据业务、销售业务。业务收入来源相对集中，基本收视业务占比最高，2012-2015 年占比均高于 50%，但随着公司对增值收视业务的拓展，基本收视业务占比逐年下降。

图 5：2012-2016H 贵广网络主营业务构成（单位：亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：2015 年贵广网络主营业务构成



资料来源：Wind，安信证券研究中心

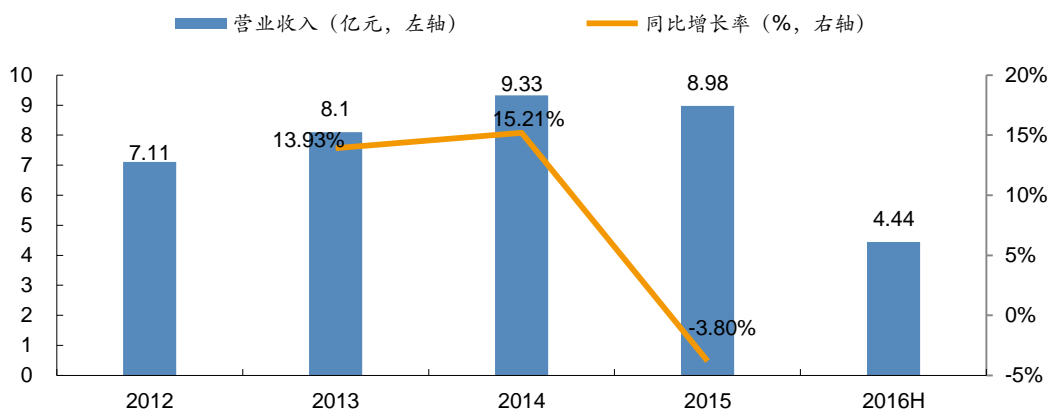
2.1. 基本收视业务比重趋势性下降

基本收视业务目前仍是贵广网络的核心业务，是公司最主要的收入来源。根据公司公告，截至 2016 年 6 月 30 日，公司已提供 152 套标清数字电视节目、11 套以上立体声调频广播节目、47 套高清电视节目、互动地方信息（政务、生活、商情）、电子节目指南、频道自动更新等。

2016 年上半年，收入为 4.44 亿元，主要是基本收视维护费（向全省数字电视用户提供基本广播电视节目收取的）与长效维护服务费（向全省村村通、户户通直播卫星电视用户收取的）。2013-2015 年，收入同比增速分别为 13.93%、15.21%、-3.80%。主终端用户数在 2013-2015 年分别为 354.48 万户、386.18 万户、421.92 万户，2014 年、2015 年主终端用户数同比增长率分别为 8.9%、9.3%。公司不断加大延伸覆盖网建设、加快网络升级进度，同时在营销推广力度上也进行了强化，公司用户规模逐年增长。

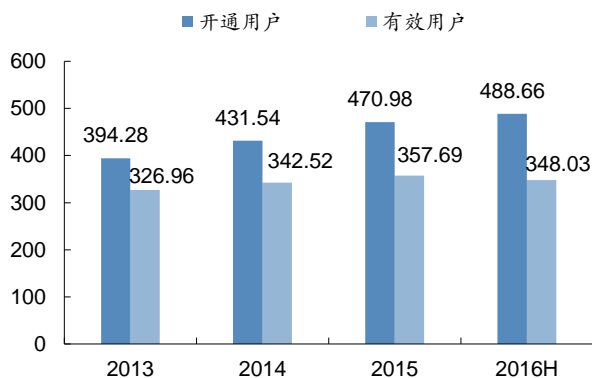
2012-2015 年，基本收视业务营收分别为 7.11 亿、8.10 亿、9.33 亿、8.98 亿，占主营业务收入比例分别为 61.52%、55.03%、53.35%、42.70%。基本收视业务比重趋势性下降的原因因为增值业务等其他业务的发展速度更快。

图 7：2012-2016 上半年贵广网络基本收视业务营业收入及同比增长率



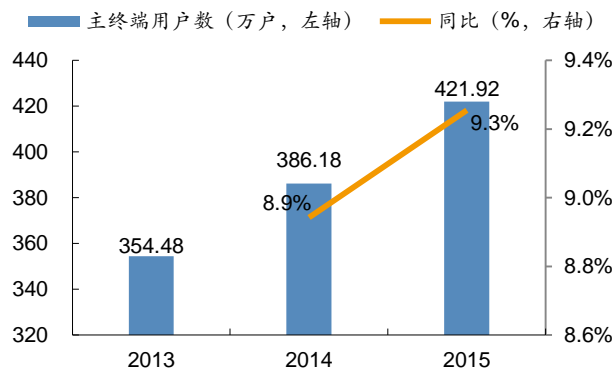
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2013-2016H 贵广网络终端用户变动情况（单位：万户）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：2013-2015 年贵广网络主终端用户数及同比增长率



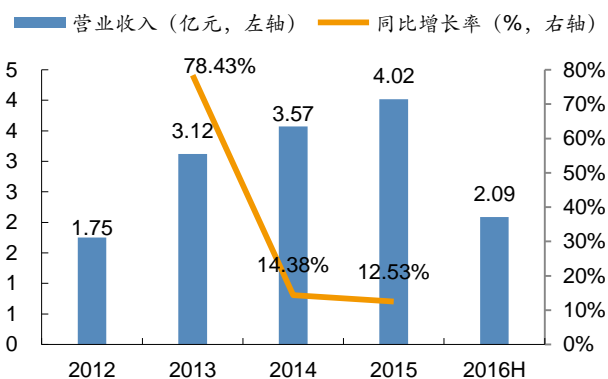
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 增值业务为利润增长点

增值收视业务为公司的业绩增长点。增值收视业务主要包括付费频道、互动点播等，可向用户提供影视、体育、生活、教育等多种类型的付费电视节目及视频内容。为适应三网融合新发展形势，公司也推出了“多屏看”业务，可实现手机、平板电脑、PC 电脑终端同步收看电视节目及视频内容。

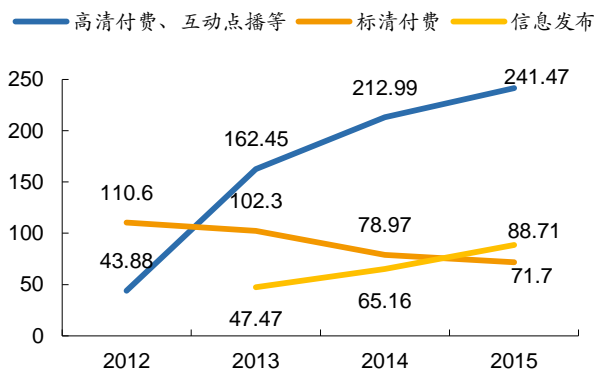
2013-2015 年，收入分别为 3.12 亿、3.57 亿、4.02 亿，占主营业务收入比例分别为 21.2%、20.4%、19.1%，同比增速为 78.43%、14.38%、12.53%；2016 年上半年，业务收入为 2.09 亿元。

图 10：2012-2016H 增值收视业务营业收入及同比增长率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：2012-2015 年增值收入业务细分板块营业收入（单位：百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

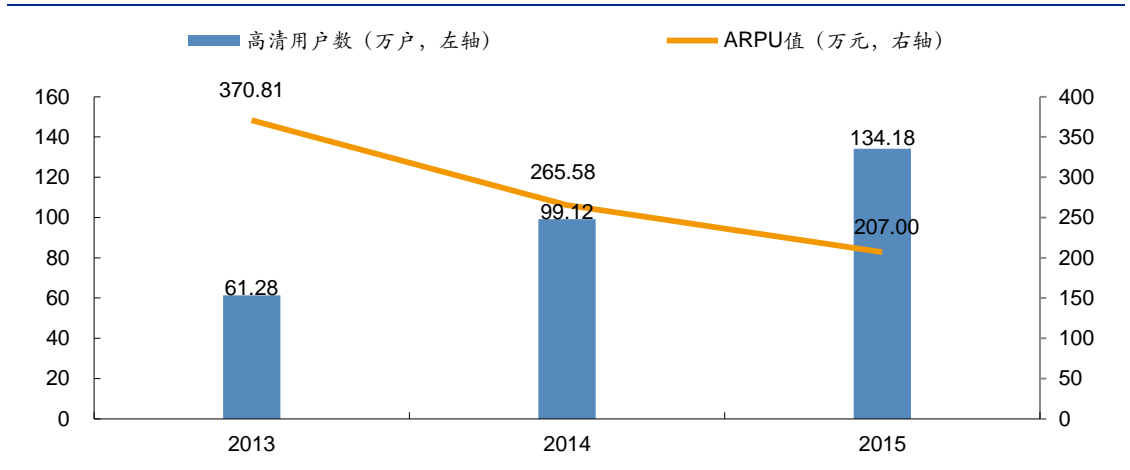
2.2.1. 高清付费、互动点播业务用户规模持续扩大

高清付费、互动点播业务的收入呈上升趋势的原因为：1) 在有线电视双向网络改造完成的基础上，公司加大广告投放力度以提高高清业务知名度；2) 随着居民人均可支配收入提高，用户逐渐从标清向高清、互动转移，高清用户规模不断扩大。

2013-2015 年，收入分别为 1.62 亿、2.13 亿、2.41 亿，占增值业务营收比例分别为 52.03%、59.64%、60.08%，同比增速分别为 270.24%、31.11%、13.37%。

高清互动业务收入 ARPU 值呈下降趋势，主要原因在于：1) 随着高清用户规模的扩大，高清互动业务推广的目标群体逐渐转向中低端客户；2) 公司为提高用户续费率对续约用户的收费标准有所降低。

图 12：2013-2015 年贵广网络高清用户数及 ARPU 值变化情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2.2. 标清付费业务收入趋势性下降

标清付费业务营业收入逐年下降。2013-2015 年，收入分别为 1.02 亿、0.79 亿、0.72 亿，占增值业务营收比例分别为 32.77%、22.11%、17.84%，同比增速分别为 -7.5%、-22.81%、-9.21%。

标清付费业务收入下降源于标清付费用户向高清付费、互动点播的转移。但标清付费业务在 2016 年上半年已实现营收 4609.62 万元，比去年同期上升较多，是因为公司在 2015 年下半年采取了新的套餐政策（为迎合新的套餐政策，公司重点推广 ARPU 值更高的全业务套餐，导致标清业务订购数量及收入在 2016 年上半年均有较大幅度增长）。

2.2.3. 深挖数据平台资源，开展信息发布业务

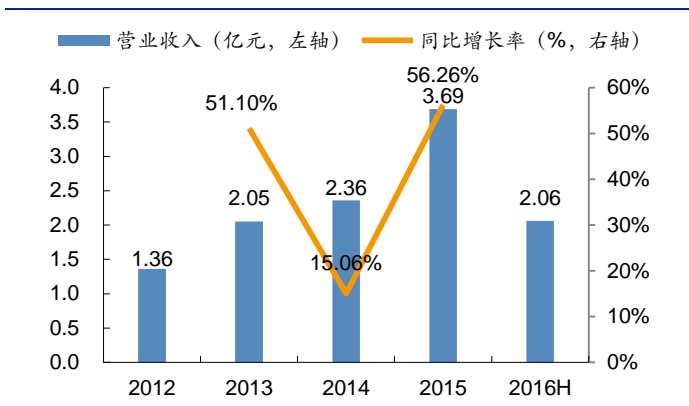
在网络建设、终端设备不断升级、用户规模持续扩大的背景下，为深挖现有资源的商业价值，公司向客户提供信息发布服务。信息发布业务依托于有线数字电视平台开展，主要包括基于数字电视电子菜单 EPG 信息发布及基于互动点播系统的交互式发布；以电视界面的飞字或开机画面、音量条、换台条广告的形式向电视用户推送信息。

2.3. 工程及安装业务收入逐年增长

公司通过在全省规划建设广电网络干线网、用户分配网为用户提供工程施工服务及安装服务，同时承接了在有线广播电视网络尚未覆盖的地区安装村村通、户户通直播卫星用户接收设施的业务。

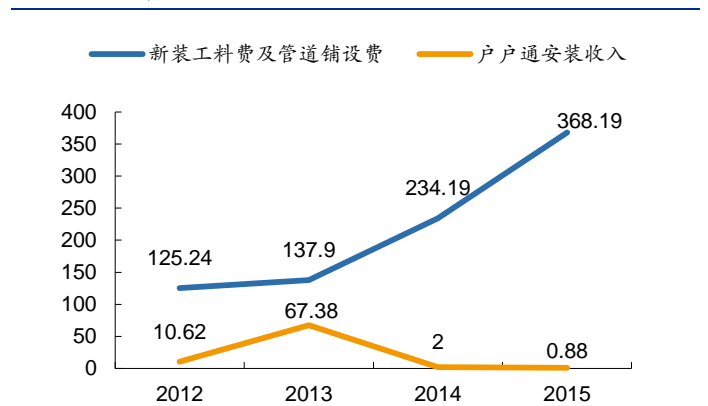
2013-2015 年，收入分别为 2.05 亿、2.36 亿、3.69 亿，占主营业务比例分别为 13.95%、13.50%、17.55%，同比增速分别为 51.50%、15.06%、56.26%。

图 13: 2012-2016H 工程及安装业务营业收入及同比增长率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 2012-2015 年工程及安装业务细分板块营业收入 (单位: 百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2.3.1. 新装工料费及管道铺设费收入大幅增长

2014 年、2015 年，新装工料费及管道铺设费收入大幅上升，分别实现营收 2.34 亿、3.68 亿，同比增长 69.83%、56.26%。业务增长幅度较大，是由于贵州省新建住宅面积增幅增大。

2.3.2. 户户通安装业务已基本完成

2012 年，贵州省广电局通过招投标程序，确定福建神州电子股份有限公司等 7 家单位为贵州省户户通设备供应商。公司接受上述设备供应商委托，代其进行户户通设备的安装、调试、开通工作，并收取安装费。

2013-2015 年，收入分别为 6738.42 万、199.84 万、88.04 万。截至 2015 年末，户户通安装业务基本完成。

2.4. to B/G 数据业务发展迅猛

数据业务由数据专网业务及宽带接入业务构成，主要面向政府机构、企事业单位展开；销售业务的产品则主要包括机顶盒、数字电视等。

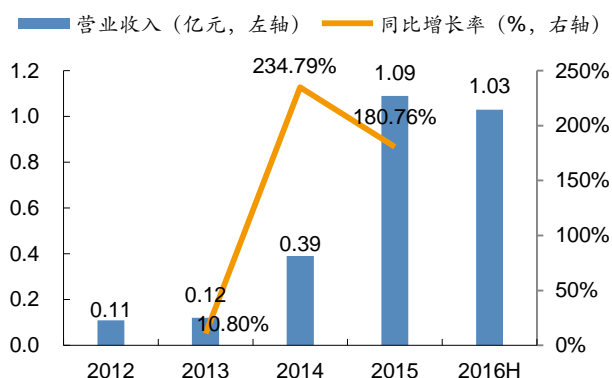
2013-2015 年，数据业务收入分别为 0.12 亿、0.39 亿、1.09 亿，占主营业务比例分别为 0.79%、2.23%、5.20%，同比增速分别为 10.8%、234.8%、180.76%。随着三网融合的不断深化，数据业务成为公司新的利润增长点。收入增长较快的原因为：自 2014 年，公司大力开展天网业务、个人宽带业务，网络租赁、个人宽带业务收入增长较大。

2016 年上半年，数据业务营业收入为 1.03 亿（接近 2015 年全年的数据业务营收），收入增长源于为北京中电兴发科技有限公司实施的“天网工程”项目提供的数据服务，实现收入 2093.01 万元。

天网工程业务是公司向天网工程总集成商（或政府）提供光缆专网传输服务，传输设备由公司采购、建设，为通用的网络资产，交换设备及终端设备（摄像头）由总集成商投入并建设。据公司公告，截至 2016 年 6 月，公司已承接六盘水、铜仁、黔西南三个地区，以及大方、金沙、普定、平坝及施秉等五个县的天网业务，天网工程业务收入增幅较快。

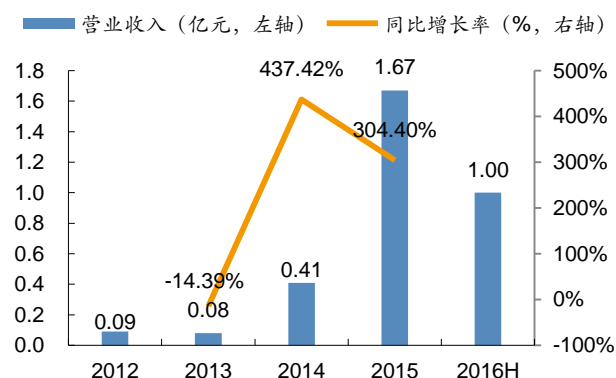
2013-2015 年，销售业务收入分别为 0.08 亿、0.41 亿、1.67 亿，占主营业务比例分别为 0.52%、2.37%、7.96%，同比增速分别为 -14.4%、437.4%、304.4%。销售收入大幅增长，是由于公司在 2014 年推出的电视销售与收视业务相结合的业务套餐推动了用户规模持续增长。

图 15: 2012-2016H 数据业务营业收入及增长率



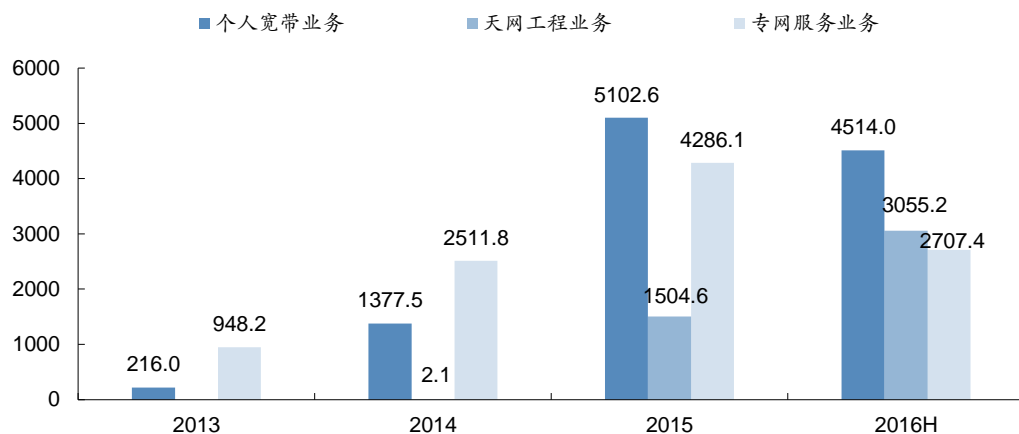
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 16: 2012-2016H 销售业务营业收入及增长率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 17: 2013-2016H 贵广网络数据业务收入构成情况 (单位: 万元)



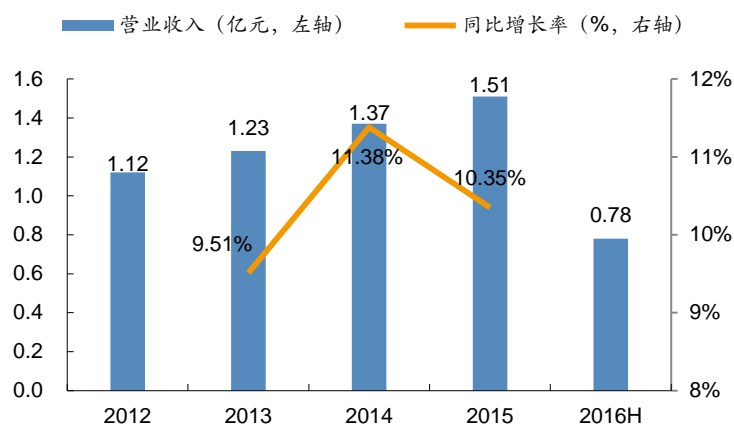
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.5. 议价能力、收费标准提高, 推动节目传输业务收入增长

节目传输业务主要包括省外频道落地传输服务及省内频道传输服务, 将接收到的省内外频道信号传送到用户终端, 为用户提供传输服务。

2013-2015 年, 节目传输业务收入分别为 1.23 亿、1.37 亿、1.51 亿, 占主营业务收入比例分别为 8.33%、7.80%、7.17%, 同比增速分别为 9.51%、11.38%、10.35%。公司节目传输业务收入增长, 是因为随着用户规模增长, 公司议价能力、收费标准均有所提高。

图 18: 2012-2016H 节目传输业务营业收入及增长率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

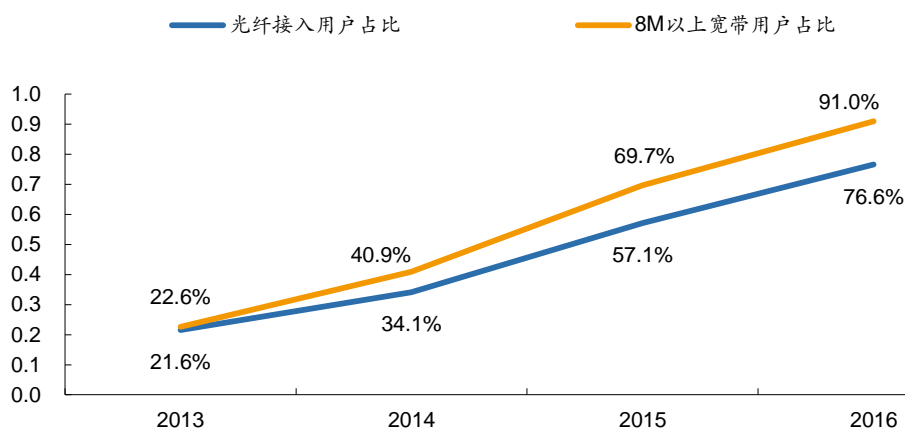
3. 贵州大数据枢纽优势，是公司未来竞争力所在

3.1. IPTV 等对有线电视有冲击，但公司相对受冲击小

有线电视的视频提供者除广电网络以外，也包括直播卫星电视、地面移动数字电视、IPTV、OTT 等。有线电视网与 OTT 并非竞争关系，公司正在研发的智能终端研发项目中，除结合数字电视整转、互动电视、宽带接入等广电业务外，也需融入 OTT 业务，最终开发面向三网融合的全业务智能终端。IPTV 方面，贵州省的 IPTV 业务目前获得较大提升，但部分节目，如本地节目、中央的 3568 节目 IPTV 目前无法覆盖；IPTV 主要面对年轻用户群，内容开放性较好，但贵州省人口结构，公司作为有线电视网络公司，受 IPTV 冲击相对小（IPTV 在互联网普及率低的地方冲击小）。

- 随着“三网融合”、“宽带中国”的全面推进，截至 2016 年末，全国光纤接入用户占比为 76.6%，8M 以上宽带用户占比为 91.0%，光纤覆盖率、宽带承载能力显著提升，为接入 IPTV、OTT 业务提供了基础条件。

图 19: 2013-2016 年全国光纤接入用户占比及 8M 以上宽带用户占比

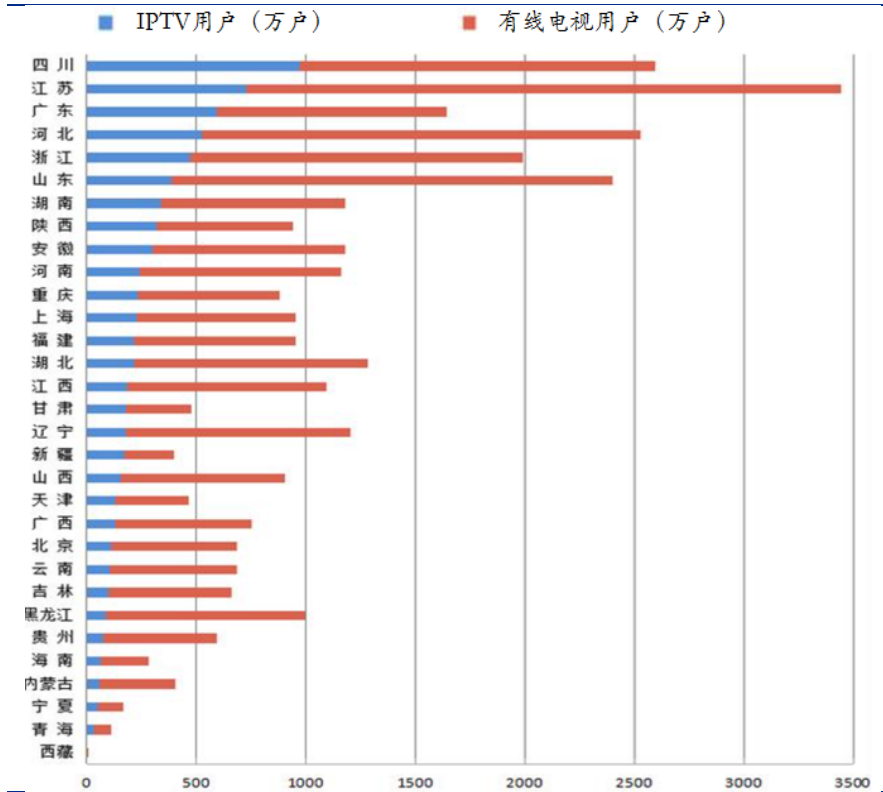


资料来源: 工信部, 安信证券研究中心

- 贵州省人口结构特征在一定程度上，能缓解 IPTV 的冲击。截至 2016 年，中国城镇化率为 57.35%，贵州省城镇化率仅为 44.1%，比全国平均水平低了 13.2 个百分点，贵州省城镇化率低，农村人口占比较高。由于农村互联网普及率较低，对互联网依赖度较高

的 IPTV 在农村市场迅速扩展难度大，对全省有线电视业务的冲击较小。

图 20：2016 年全国各省 IPTV 用户与有线电视用户规模对比



资料来源：今日头条

3.2. 具备基础网络优势，服务体系完善

公司具备基础网络优势。贵州省是率先实现一省一网的省份之一，实现了省、市、县、乡各级广电网络资产、人员的全面整合，2012 年末基本完成了县级以上城市传输网络的双向化改造，并向乡镇和部分大村大寨延伸，公司已具备在全省范围内开展视音频直播、高清双向互动点播、数据业务和三网融合业务等传统媒体和新媒体业务融合发展的基础条件。

公司具备研发优势。公司在深圳具备研发中心，截至到 2016 年 6 月末，公司已经取得 60 余项专利，20 多项软件著作权（包括智能机顶盒和遥控器等方面的研发创新）。

目前公司已经建设完成了覆盖全省市、县、乡三级的服务网络体系，包括 85 家分公司、109 个营业厅，并组建了 490 个乡镇综合服务站，建立了覆盖有线电视、卫星直播电视、公益电影放映和调频应急广播“四位一体”的农村广播电视长效维护服务体系。1) 与邮政局、建设银行等机构合作，构建便民缴费辅助服务体系；2) 开通电视营业厅、微信支付、支付宝等便民在线支付方式；3) 建立适应市场和管控需求的业务运营支撑系统，为客户服务提供数据采集、储存和分析；4) 建立客户服务支撑系统，开通 96789 客户热线，且 7×24 小时人工服务；5) 在用户密集地区推行错峰服务、分片到人的“网格化”服务；6) 建立专业巡检小组，定期对相关设施、设备进行检修、维护，以保障网络的正常运转。公司服务意识强，已建成了服务便捷、响应及时的服务管理体系。

公司营销团队深耕市场能力强：1) 2009 年公司的增值业务只包含高清业务，后续公司学习、借鉴互联网营销理念，形成了一套与公司市场运营相匹配的营销体系；2) 通过多样化宣贯培训，建立了一支理念统一、执行力强的营销团队；3) 推行“营维一体”、体验营销、多业务融合营销等措施；4) 升级 BOSS 系统功能，支撑市、县、乡三级市场产品设计和促销方案的个性化定制；5) 全面预算管理。

3.3. 借势于贵州大数据中心，To B/G 业务前景广阔

2013 年 10 月，中国电信、中国移动、中国联通分别与贵州省政府签约，三大通信运营商大数据中心落户贵州；2014 年 2 月，贵州省人民政府印发《关于加快大数据产业发展应用若干政策的意见》、《贵州省大数据产业发展应用规划纲要》明确指出，将大数据产业作为贵州省经济发展的引擎；2015 年 2 月，工信部批准创建贵阳·贵安大数据产业发展集聚区，贵州成为首个国家级大数据发展集聚区；4) 2015 年 4 月 14 日，贵阳大数据交易所正式挂牌运营并完成首批大数据交易。

公司所处贵州的大数据产业发展势头、大扶贫背景、大旅游项目的推进，将助力公司未来布局 to B/G 端的数据业务，目前公司已成立市场营销团队，建立技术支撑团队，加大对 B 端业务的激励，目前在智慧社区、旅游、校园、社会治安、视频会议、安防监控等 B 端业务方面已获得突破。

公司以“无线城市”、“食品安全云”、“智能交通云”等项目为突破口，打造覆盖电子政务、电子商务、智能交通、食品安全、智慧旅游、智慧社区、健康产业等领域的云平台应用项目，优化业务结构；公司可充分延伸 B 端业务至乡村，推进专网建设，B 端业务将会是后续业务的利润增长点；同时，公司可联合政府加快推动宽带乡村建设、大扶贫项目建设，拓展 G 端业务，如天网工程及即将于 2017 年上半年推出的政务民生 APP “云上贵州”均是公司在 G 端的业务拓展。

图 21：云上贵州 App



资料来源：数邦客

4. 公司战略布局：全媒体融合发展，建设“云-管-端”产业链

公司以“全媒体服务、全方位覆盖、全业态呈现”的全媒体融合为发展战略，逐步整合行业优势资源，全面提升公司核心竞争力，不断向全媒体信息服务提供商演变。同时，公司不断加快产品及业务跨省区、跨行业、跨网络的发展进程，实现服务平台 IP 化、启动高清双向业务试点，将用户群体由家庭向个人、企业、政府拓展以扩大用户规模。

4.1. 进一步拓展增值业务，保持主营业务稳定、快速发展

公司将进一步丰富增值业务内容、拓展增值业务服务范围、提高增值业务服务质量。公司在 2017 年将加快完成宽带业务 AAA 系统硬件扩容、系统升级、宽带业务备用 DNS 系统建设、宽带业务服务质量探测系统建设等各项工作。除了高清付费、互动点播业务、宽带接入业务、数据业务、专网服务业务以外，公司也将着力发展教育与政务方向的增值业务。

同时，公司将通过业态创新，深挖增值业务拓展潜力。目前，公司已立项合作开发“父母乐”产品、“魔方”产品及配套智能入口软件。“父母乐”、“魔方”针对不同的用户群体，其中“父母乐”面向广电的传统用户群体，其中以老年用户为主要目标人群，“魔方”以对新兴电子产品有兴趣且有接受能力的年轻用户为目标人群。

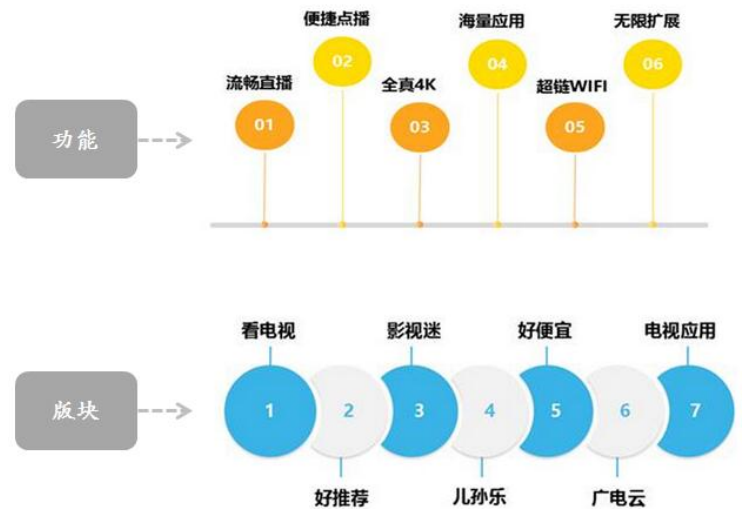
“父母乐”产品将操作简单化，同时融入家庭观，内容丰富，是款性能强大却简单易用的网关产品。如今，“父母乐”已全面推向市场。“魔方”则整合了家庭的 ADSL Modem、无线路由器、机顶盒等设备的功能，把电视变成接入应用，通过“魔方”提供统一的 IP 化服务。“魔方”是家庭三网融合入户的统一终端入口，公司可向用户综合提供广电传统业务、新媒体融合业务、宽带互联网服务、IP 语音/视频通信服务等。

图 22：贵广网络“父母乐”产品



资料来源：贵广网络官网

图 23：“父母乐”功能及版块细分



资料来源：贵广网络官网，安信证券研究中心

在新媒体冲击下，公司仍将保持主营业务稳定、快速发展。除了拓展增值业务以外，公司仍将大力发展基本收视业务、工程安装、省外频道落地传输服务、省内频道传输服务等核心主营业务，保障基础业务用户稳中有增，为公司传统主营业务带来稳定收入来源。

4.2. 积极布局 To B/G 专网数据业务

B 端是公司未来转型的方向，是增值业务的重大战略部署。为发展 B 端业务，公司成立市场营销团队，建立技术团队，加大对 B 端业务的激励。未来，公司将积极把握机遇（贵州省的大数据产业发展+大扶贫+大旅游项目），同时利用上市企业及国有企业的信誉优势，全面开展 B 端业务，进一步完善 B 端产品体系，建立快速响应的支撑体系。公司在智慧社区、旅游、校园、社会治安、视频会议、安防监控等 B 端业务方面已获得突破。

重点发展方向：1) To C：家庭用户延伸至个人、政府、企业。城市用户的增长也将带动用户规模的增长；2) To C + To B：公司将充分延伸 B 端业务至乡村，同时结合大数据背景，推进专网建设。B 端业务将会是后续业务的利润增长点；3) To G：宽带乡村建设、大扶贫项目建设是国家重点推进的工作，如天网工程即是公司在 G 端的业务拓展。

图 24：公司全面拓展 C 端、B 端、G 端业务



资料来源：安信证券研究中心

4.3. 升级系统工程建设、扩充媒体资源库，构建云端平台

4.3.1. 升级系统工程

公司将加快建设、升级基础网络，积极推进三网融合业务：1) 继续实施现有干线传输系统

升级扩容、分前端机房新建、双向网改造、延伸覆盖网建设，提高网络系统承载能力；2) 实施干线第三路由新建，提升网络系统的安全性、可靠性；3) 实施有线无线综合覆盖网建设，向支持移动互联网、大数据应用方向升级。

同时，公司计划构建支持全媒体、全业务融合发展的广电云端平台。通过引入主流 IT 技术，将对现有系统平台展开改造升级工作，构建完善的数字电视高清广播系统、双向高清互动电视系统、多业务内容集成运营平台、信息综合服务系统、多彩云新媒体全业务系统、安全防护系统等。

4.3.2. 扩充公司媒体资源库

公司拟使用资金 5 亿元建设媒体融合内容库，引进国内外优秀的影视、动漫、综艺、教育、体育、纪录片等节目内容，扩充节目资源库，借此提升节目的日更新频率（公司拟购买媒体融合业务所需的电影 4800 部、电视剧 12000 集、教育、体育、动漫、综艺娱乐以及纪录片等内容 7200 部/集的版权）。

4.4. 加快新媒体融合，开发大数据产业应用项目

IPTV、OTT、网络视频等视听新媒体的快速崛起分流了传统有线电视用户，尤其是年轻人群，将冲击以传统媒体为主业的广电网络。为应对加剧的竞争压力，贵广网络积极拓展新媒体业务，加速传统业务与新媒体的融合，建设广播电视、网络、手机等多种媒体形态协同互补的全媒体，为公司寻求更多的利润增长点。

在贵州省大力发展大数据产业、积极推进新媒体融合的背景下，公司将继续开展“无线城市”、“食品安全云”、“智能交通云”等项目工作，打造覆盖电子政务、电子商务、智能交通、食品安全、智慧旅游、智慧社区、健康产业等领域的云平台应用项目，构建新型广电网络商业模式，提升公司在大数据产业方面的竞争力，优化业务结构。

4.5. 有效利用募集资金，加快募投项目建设

公司募集资金为 31.46 亿，计划用于“云-管-端”的产业链建设。公司将利用募集资金构建全省广播电视网与互联网融合新业务，包括广播电视综合信息基础网络建设、广电新媒体全业务系统建设、网络媒体融合内容建设。三个项目均于 2015 年开始推进，目前已完成三分之一。

广播电视综合信息基础网络建设项目将提升原有双向网络与宽带网络的承载能力，对原有网络进行新建、扩容与升级，以满足未来带宽扩展、高清互动用户、宽带用户的数量增长；广电新媒体全业务系统建设建设项目将扩大全网高清节目播出能力，增加全网用户管理容量，增加频道管理能力；网络媒体融合内容建设项目将建立并扩充公司媒体融合业务所需的影音节目的版权库。

表 1：募投资金投资项目基本情况

项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	建设期
广播电视综合信息基础网络建设项目	118536		36 个月
广电新媒体全业务系统建设项目	146109	180951.38	36 个月
网络媒体融合内容建设项目	50000		36 个月
合计	314645	180951.38	-

资料来源：公司公告

5. 盈利预测与估值

我们预计公司 16-18 年净利润分别为 5.42 亿、5.96 亿、6.56 亿，对应每股收益分别为 0.65 元、0.72 元、0.79 元。公司网络基础扎实、服务意识强、运营能力突出，参考同行业可比公司、次新股的估值中枢，考虑到公司未来 to B/G 端数据业务的潜力，给予公司 2017 年 25 倍 PE 估值，对应 18 的目标价，给予“增持-A”评级。

6. 风险提示

to B/G 端数据业务进展低于预期、募投项目进度低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,749.3	2,102.6	2,344.7	2,576.6	2,823.6	成长性					
减:营业成本	1,002.9	1,183.0	1,282.5	1,407.1	1,553.0	营业收入增长率	18.8%	20.2%	11.5%	9.9%	9.6%
营业税费	13.5	16.7	18.6	20.4	22.4	营业利润增长率	65.9%	30.6%	27.5%	12.0%	9.7%
销售费用	141.3	186.1	202.8	221.3	243.8	净利润增长率	60.1%	18.4%	30.4%	10.0%	10.0%
管理费用	277.1	309.5	349.8	381.3	421.6	EBITDA 增长率	30.8%	21.7%	15.2%	11.0%	7.9%
财务费用	10.2	1.9	-22.6	-30.6	-49.1	EBIT 增长率	47.8%	27.0%	21.3%	10.9%	6.8%
资产减值损失	-3.4	4.0	0.3	2.1	1.2	NOPLAT 增长率	47.8%	27.0%	21.4%	10.9%	6.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.3%	39.4%	-75.9%	219.9%	-157.3%
投资和汇兑收益	2.2	3.1	2.6	2.8	2.7	净资产增长率	33.8%	29.7%	32.2%	26.8%	23.3%
营业利润	309.8	404.5	515.8	577.7	633.5	利润率					
加:营业外净收支	41.0	10.9	26.0	18.5	22.2	毛利率	42.7%	43.7%	45.3%	45.4%	45.0%
利润总额	350.8	415.5	541.8	596.1	655.7	营业利润率	17.7%	19.2%	22.0%	22.4%	22.4%
减:所得税	-	0.2	-	0.1	0.1	净利润率	20.1%	19.8%	23.1%	23.1%	23.2%
净利润	350.8	415.4	541.8	596.1	655.7	EBITDA/营业收入	29.0%	29.4%	30.3%	30.7%	30.2%
						EBIT/营业收入	18.3%	19.3%	21.0%	21.2%	20.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	354	334	317	280	246
						流动营业资本周转天数	-274	-229	-258	-242	-250
						流动资产周转天数	104	105	210	310	427
						应收账款周转天数	25	26	25	26	25
						存货周转天数	18	17	17	16	17
						总资产周转天数	632	579	644	677	731
						投资资本周转天数	131	144	93	69	21
						投资回报率					
						ROE	27.1%	24.8%	24.4%	21.2%	18.9%
						ROA	11.1%	11.6%	11.3%	12.2%	10.0%
						ROIC	55.7%	57.9%	50.4%	231.8%	77.4%
						费用率					
						销售费用率	8.1%	8.8%	8.7%	8.6%	8.6%
						管理费用率	15.8%	14.7%	14.9%	14.8%	14.9%
						财务费用率	0.6%	0.1%	-1.0%	-1.2%	-1.7%
						三费/营业收入	24.5%	23.7%	22.6%	22.2%	21.8%
						偿债能力					
						资产负债率	59.1%	53.2%	53.6%	42.4%	47.1%
						负债权益比	144.7%	113.8%	115.7%	73.6%	89.1%
						流动比率	0.32	0.38	0.85	1.23	1.46
						速动比率	0.27	0.32	0.80	1.16	1.41
						利息保障倍数	31.51	211.52	-21.83	-17.90	-11.89
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.34	0.40	0.65	0.72	0.79
						BVPS(元)	1.24	1.61	2.66	3.38	4.17
						PE(X)	52.0	43.9	26.9	24.4	22.2
						PB(X)	14.1	10.9	6.6	5.2	4.2
						P/FCF	995.0	409.0	10.9	270.6	7.9
						P/S	10.4	8.7	6.2	5.7	5.2
						EV/EBITDA	-	-	17.7	15.8	12.5
						CAGR(%)	19.3%	16.4%	35.2%	19.3%	16.4%
						PEG	2.7	2.7	0.8	1.3	1.4
						ROIC/WACC	5.3	5.5	4.8	22.1	7.4
						REP	-	-	11.1	0.7	-3.3
						现金流量表					
						净利润	350.8	415.3	541.8	596.1	655.7
						加:折旧和摊销	366.9	363.8	218.1	242.7	267.4
						资产减值准备	-3.4	4.0	-	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-	-
						财务费用	11.0	2.1	-22.6	-30.6	-49.1
						投资损失	-2.2	-3.1	-2.6	-2.8	-2.7
						少数股东损益	-	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
						营运资金的变动	-11.0	-269.0	862.7	-455.5	1,198.1
						经营活动产生现金流量	726.6	560.3	1,597.4	349.7	2,069.3
						投资活动产生现金流量	-428.3	-468.2	-192.4	-167.2	-142.3
						融资活动产生现金流量	-254.8	-109.7	70.4	7.2	60.6

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。

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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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