

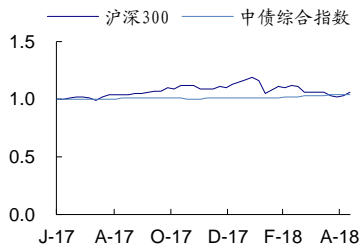
证券研究报告—深度报告

固定收益

湖广转债申购价值分析

2018年06月28日

一年沪深300与中债指数走势比较



市场数据

中债综合指数	116
中债长/中短期指数	114/117
银行间国债收益(10Y)	3.73
企业/公司/转债规模(十亿)	31.24/66.75/1.49

相关研究报告:

《千禾转债申购价值分析:具成长潜力的首只食品饮料转债》——2018-06-19
 《专题报告:行业获现能力审视》——2018-06-19
 《转债“大时代”系列专题之十三:电气设备行业转债分析手册》——2018-06-20
 《固定收益专题报告:为何国债期货近年来频频升水》——2018-06-22
 《专题报告:2018年下半年信用债融资展望》——2018-06-26

证券分析师:董德志

电话:021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

证券分析师:柯聪伟

电话:021-60933152
 E-MAIL: kecw@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080004

联系人:金佳琦

电话:021-60933159
 E-MAIL: jinjq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,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

专题报告

网下环节再现,打新吸引力不强

● **条款评价:** (1) 债底 83.85 元, 面值对应 YTM 2.19%; (2) 初始平价 84.45 元; (3) A 股股本摊薄幅度 26.82%。

● **上市初期价格分析:** 预计上市价格在 [91,95] 区间

湖广转债初始平价 84.45 元, 正股估值不贵。基本上, 湖北广电是湖北省有线电视网络运营商龙头, 近年来受到三网融合政策及新媒体快速崛起的影响, 有线电视业务压力增加。为应对行业景气下行, 公司由传统广电向智慧广电转型, 通过新业务开拓及资本投资为业绩注入新增长点。2017 年公司实现营业收入 26.12 亿元, 同比增长 5.23%, 实现归母净利润 3.35 亿元, 同比增长 10.56%。参考目前存量券中同行业标的吉视转债及平价 85 元附近的估值中枢, 结合基本面和发行规模, 我们预计湖广转债上市转股溢价率在 8%-12%, 中枢 10%, 上市初期价格在 91-95 元区间。

● **申购价值分析:** 预计中签率 0.1065%, 打新吸引力不强

原股东配售方面, 前十大股东合计持股 65.79%, 其中控股股东湖北省楚天数字电视有限公司 (持股比例 12.34%) 及其一致行动人湖北省楚天视讯网络有限公司 (持股比例 11.24%) 将参与本次可转债优先配售, 具体优配金额“视发行时市场情况而定”。考虑到为防止国有资产流失, 预计大股东配售意愿较强。假设大股东及其一致行动人全额配售、其他前十大股东 50% 参与配售, 则剩余可供申购规模约 9.6 亿元。网下发和网上发行预设的发行数量比例为 5:5, 按照网上发行中签率和网下配售比例趋于一致的原则确定最终的网上和网下发行数量。

申购资金量方面, 对于网下环节, 考虑到湖广转债上市后有一定的破发风险, 预计网下机构投资者申购意愿不强。参考长征转债的申购情况 (申购户数 2577 户, 申购资金量 11600 亿), 假设此次申购户数 2000 户, 每户中性 3 亿申购 (上限 5 亿, 下限 5000 万), 则申购资金量约 6000 亿元。而对于网上环节, 参考近期发行的再升、华通申购情况, 预计约 3000 亿元申购资金, 则总申购资金 9000 亿元, 对应中签率 0.1065%。

我们在此前已提示, 随着市场扩容, 同时正股行情分化, 初始平价较低的新券或越来越多。从湖广转债条款设置来看, 高初始转股价受到近期正股大幅下跌的影响, 公司选择在此时点发行体现其迫切的融资需求与不迫切的促转股意愿, 考虑到湖广转债上市价格大概率在面值下方, 提示投资者谨慎申购。

● **正股分析**

1、三网融合政策下, 传统有线电视业务进入下滑轨道。

2、双向网改优化, DVB+OTT 全业务整转升级。本次可转债募集资金将用于“下一代广电双向宽带化改造项目”及“电视互联网云平台建设项目”, 提升硬件条件支撑互动业务的向下拓展。

3、集客业务发展提速, 新增业绩增长点。

4、积极开展资本运作, 多元发展格局稳固。

5、估值情况: 纵向来看, 湖北广电最新 PE 和 PB 分别为 16.3 和 0.93, 股价破净, 估值处于历史低位。横向来看, 公司估值位于同行业可比上市公司较低水平, 低于申万一级传媒行业平均 PE 33.97。

湖广转债发行安排

表 1: 湖广转债发行认购时间表

T-2 (周二)	6月26日	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1 (周三)	6月27日	网上路演; 原 A 股股东优先配售股权登记日; 网下机构投资者在 15:00 前提交《网下申购表》等相关文件
T (周四)	6月28日	刊登《发行方案提示性公告》; 原 A 股股东优先配售日; 网上申购日; 网下申购日 (网下机构投资者在 11:30 前缴纳申购保证金,)
T+1 (周五)	6月29日	刊登《网上中签率及网下配售结果公告》; 进行网上申购的摇号抽签
T+2 (周一)	7月2日	刊登《网上中签结果公告》; 网上中签缴款日; 网下申购保证金补足/退款日
T+3 (周二)	7月3日	保荐机构 (主承销商) 根据网上网下资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4 (周三)	7月4日	刊登《发行结果公告》; 募集资金划至发行人账户

资料来源: 发行公告, 国信证券经济研究所整理

表 2: 湖广转债条款梳理

转债名称	湖广转债 (债券代码为 127007)
发行规模	17.33592 亿
存续期	6 年
票面利率	第一年 0.5%、第二年 0.8%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%
初始转股价格	10.16 元/股 (送股、转增股本、增发、配股、派息时均做相应调整)
转股期间	2019.1.4-2024.6.28
向下修正条款	存续期, 10/20, 90%
赎回条款	(1) 到期赎回: 票面面值的 108% (含最后一期利息) (2) 有条件赎回: 转股期, 15/30, 130% (含), 面值加当期应计利息; 未转股余额不足 3,000 万元, 面值加当期应计利息
回售条款	最后 2 个计息年度, 30/30, 70%, 面值加当期应计利息; 存续期, 募集资金用途发生变更时, 面值加当期应计利息。
信用评级	主体 AA+, 债项 AA+ (联合信用评级有限公司)

资料来源: 发行公告, 国信证券经济研究所整理

湖广转债主要条款及评价

债底 83.85 元, 面值对应 YTM 2.19%: 湖广转债发行期限 6 年, 票面利率每年分别为 0.50%、0.80%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%, 到期赎回价格为票面面值的 108% (含最后一期利息)。按照中债 2018 年 6 月 25 日 6 年期 AA+ 企业债估值 5.31% 计算的纯债价值为 83.85 元, 面值对应的 YTM 为 2.19%。若上市价格超过 113.6 元, 对应负的到期收益率水平。

初始平价 84.45 元: 湖北广电 2018 年 6 月 25 日收盘价为 8.58 元, 初始转股价格为 10.16 元, 对应初始转股价值 84.45 元, 初始溢价率为 20%。其发行公告前 20 交易日及前 1 交易日均价较高值为 10.16 元, 贴底价发行。

A 股股本摊薄幅度 26.82%: 发行规模 17.33592 亿元, 假定以 10.16 元的初始转股价全部转股, 对公司 A 股总股本的摊薄幅度约 26.82%。

湖广转债上市初期价格分析: 预计上市价格在[91,95]

区间

湖广转债初始平价 84.45 元，正股估值不贵。基本上，湖北广电是湖北省有线电视网络运营商龙头，近年来受到三网融合政策及新媒体快速崛起的影响，有线电视业务压力增加。为应对行业景气下行，公司由传统广电向智慧广电转型，通过新业务开拓及资本投资为业绩注入新增长点。2017 年公司实现营业收入 26.12 亿元，同比增长 5.23%，实现归母净利润 3.35 亿元，同比增长 10.56%。参考目前存量券中同行业标的吉视转债及平价 85 元附近的估值中枢，结合基本面和发行规模，我们预计湖广转债上市转股溢价率在 8%-12%，中枢 10%，上市初期价格在 91-95 元区间。

表 3: 湖广转债上市价格预估

正股价格/转股溢价率	8.00%	9.00%	10.00%	11.00%	12.00%
9.5	100.55	101.48	102.42	103.35	104.28
9.0	95.76	96.65	97.54	98.43	99.31
8.6	91.20	92.05	92.89	93.74	94.58
8.2	86.64	87.45	88.25	89.05	89.85
7.7	82.31	83.07	83.84	84.60	85.36

资料来源：国信证券研究所测算

申购价值分析: 预计中签率 0.1065%，打新吸引力不

强

原股东配售方面，前十大股东合计持股 65.79%，其中控股股东湖北省楚天数字电视有限公司（持股比例 12.34%）及其一致行动人湖北省楚天视讯网络有限公司（持股比例 11.24%）将参与本次可转债优先配售，具体优配金额“视发行时市场情况而定”。考虑到为防止国有资产流失，预计大股东配售意愿较强。假设大股东及其一致行动人全额配售、其他前十大股东 50%参与配售，则剩余可供申购规模约 9.6 亿元。网下发行和网上发行预设的发行数量比例为 5: 5，按照网上发行中签率和网下配售比例趋于一致的原则确定最终的网上和网下发行数量。

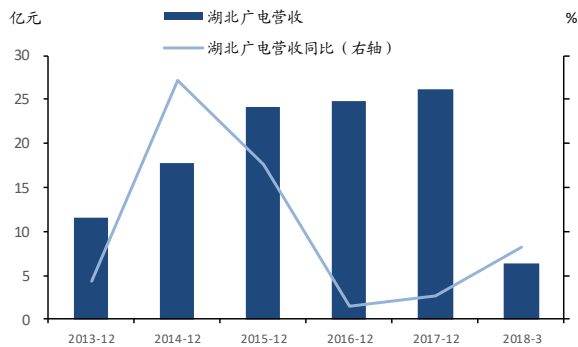
申购资金量方面，对于网下环节，考虑到湖广转债上市后有一定的破发风险，预计网下机构投资者申购意愿不强。参考长证转债的申购情况（申购户数 2577 户，申购资金量 11600 亿），假设此次申购户数 2000 户，每户中性 3 亿申购（上限 5 亿，下限 5000 万），则申购资金量约 6000 亿元。而对于网上环节，参考近期发行的再升、华通申购情况，预计约 3000 亿元申购资金，则总申购资金 9000 亿元，对应中签率 0.1065%。

我们在此前已提示，随着市场扩容，同时正股行情分化，初始平价较低的新券或将越来越多。从湖广转债条款设置来看，高初始转股价受到近期正股大幅下跌的影响，公司选择在此时点发行体现其迫切的融资需求与不迫切的促转股意愿，考虑到湖广转债上市价格大概率在面值下方，提示投资者谨慎申购。

正股分析

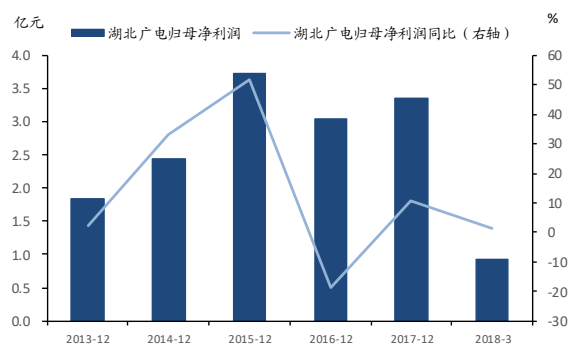
湖北广电网络运营商龙头，转型期业绩有所起色。湖北广电是湖北省有线电视网络运营商龙头企业，数字电视市场份额位列全省第一。近年来受到三网融合政策及新媒体快速崛起的影响，有线电视业务压力增加。公司 2016 年营业收入增速大幅回落，净利润负增长。为应对行业景气下行，公司由传统广电向智慧广电转型，通过新业务开拓及资本投资为业绩注入新增长点。2017 年公司实现营业收入 26.12 亿元，同比增长 5.23%，实现归母净利润 3.35 亿元，同比增长 10.56%。2018 年一季度实现营业收入 6.3 亿元，同比增长 16.5%，但由于人工成本计提及拓展集客业务增加成本支出、同时银行贷款利息费用提升，一季度归母净利润 0.93 亿元，同比增长 1.48%。

图 1：湖北广电营业收入及其增速



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

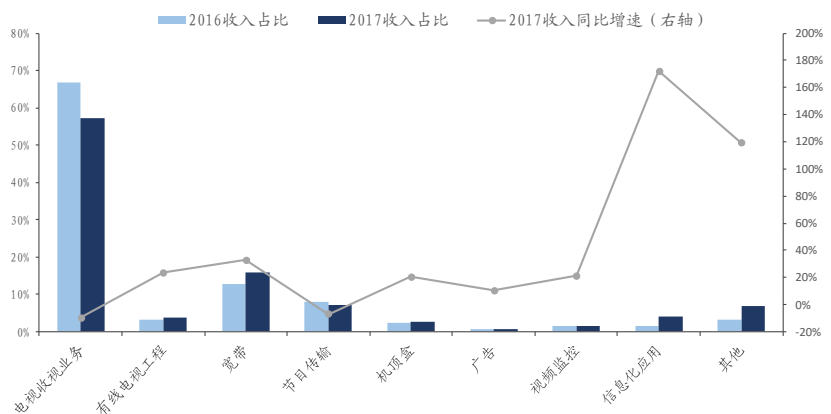
图 2：湖北广电归母净利润及其增速



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

三网融合政策下，传统有线电视业务进入下滑轨道。公司主要收入来源包括电视收视业务、有线电视工程、宽带、节目传输、机顶盒、信息化应用等。其中有线电视收视业务占比最大，2016 年占营收比重约 66.7%，2017 年占比降至 57.18%。占比下降同时收入出现下滑，2017 年公司有线电视收视业务收入同比下降 9.8%，主要原因有：（1）随着“三网融合”政策加快推进，有线广播电视传输行业的业务模式发生较大转变，广电运营商与符合条件的电信运营商在视频领域展开直接竞争，导致用户流失；（2）IPTV、OTT 等有线电视替代产品发展迅速，对有线电视业务用户存在一定程度的分流。

图 3：湖北广电主营业务结构变动



数据来源：WIND、国信证券经济研究所整理

双向网改优化，DVB+OTT 全业务整转升级。宽带互联网日益普及，带动流媒体时代到来，流媒体双向互动的市场需求推进了电视终端的智能化，同时也要求传统有线数字电视网络和服务向双向互动发展。截止 2017 年底，公司全网光纤覆盖用户数超过 300 万户，FTTH 光纤覆盖率 34%，网络双向化率 73%，在全国网络公司中排在前列。

在网改优化支撑下，公司通过 DVB+OTT 全业务模式推进终端机顶盒二次整转升级。全年累计发放 DVB+OTT 智能终端 76.8 万台，其中 59.6 万户是由过去的单向用户升级，14.4 万户是新装用户。累计新发展宽带用户 66.84 万户，在册宽带终端突破 160 万，宽带业务渗透率提升至 26.78%。公司通过平台网络优化和终端升级，有效减缓了电视用户流失，带动高清互动业务、个人宽带等新业务的增长。

本次公开发行 17.34 亿元可转债募集资金将用于“下一代广电网双向宽带化改造项目”及“电视互联网云平台建设项目”，提升硬件条件支撑互动业务的向下拓展。

集客业务发展提速，新增业绩增长点。公司集客业务形态不断丰富，集客业务是指面向政企等集团客户和商业客户提供专网服务、行业信息化应用建设服务，公司在拓展数据专线、电子政务的同时，还打造智慧党建、智慧交通、电信普遍服务等品牌。2017 年全年集客确认收入 1.46 亿元（不含酒店、集团专线），同比增长 76.18%，转型的不断推进带来新增业绩。

积极开展资本运作，多元发展格局稳固。公司发挥上市平台优势，设立星燎圆通和高投投资基金两大平台，并将“资本运作”作为公司一大重要战略。2015 年设立全资子公司星燎投资，2016 年设立星燎财富、威睿科技、玖云大数据、云广互联。目前星燎投资发起成立基金 2 支，资金规模 3.5 亿元，在管投后企业 8 家。太子湖文创园一期工程竣工，其余专业公司大唐广电、玖云大数据、三峡云、广电金融、威睿科技等均实现稳健经营。

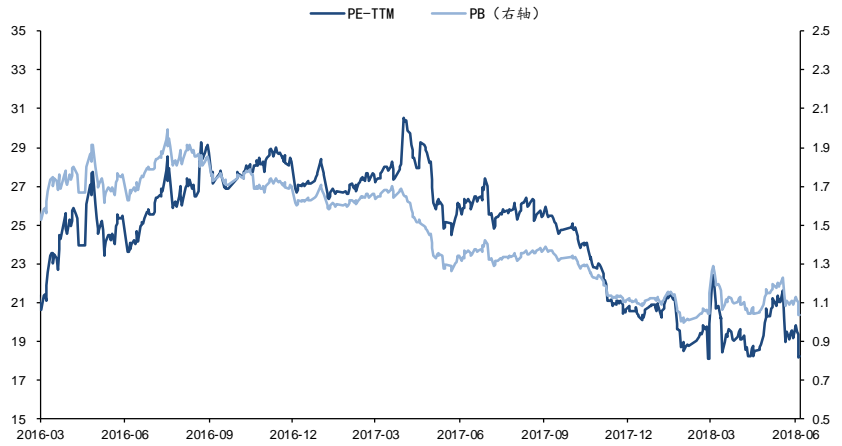
表 4：公司近年来资本运作项目

板块	项目
投资公司	星燎投资有限责任公司
基金	湖北广电高投网络新媒体产业投资基金合伙企业（有限合伙） 湖北广电战略新兴产业投资基金
基金管理公司	湖北广电高投基金管理有限公司 湖北长江星燎基金管理有限公司
专业公司	大唐广电（武汉）科技有限公司 湖北星燎财富信息科技有限公司 威睿科技（武汉）有限责任公司 玖云大数据（武汉）有限公司 云广互联（湖北）网络科技有限公司

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

估值情况：纵向来看，湖北广电最新 PE 和 PB 分别为 16.3 和 0.93，股价破净，估值处于历史低位。横向来看，公司估值位于同行业可比上市公司较低水平，低于申万一级传媒行业平均 PE 33.97。

图 4: 湖北广电历史估值情况比较



数据来源: WIND、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032