

广电体系全梳理：多维度论述广电网络整合的必然性

核心观点

- “一省一网”整合已基本完成，国网公司统筹全国网络发展目的明确。目前我国广电网络的特点和优势在于：(1) “一省一网”整合已基本完成；(2) 有线电视数字化率达 87.4%，双向用户覆盖率 75.1%，已基本完成由传统的模拟广播电视网络向数字化双向网络的转变；(3) 广电网络作为一种通信专网，是通信安全的重要保障。但与此同时，广电网络由于区域分割，也面临着不利于实现规模效应，限制了发展的速度和应用的开展等问题。中国广播电视网络有限公司（国网公司）自 2014 年挂牌成立以来，作为负责全国范围内有线电视网络相关业务和广电系三网融合的推进主体，正在加快推进全国有线电视网络的整合。
- 广电用户流失严重，专网价值亟待多元化开发，广电系公司具备牌照和资源优势。IPTV 及 OTT 的快速崛起冲击传统广电用户，2018Q3 我国有线电视用户总量 2.27 亿，已连续两年出现下滑，全国有线电视用户数量较 2016 年的高峰净减少 2528 万户。在数字化转型过程中，广电网络运营商及背后的各省级电视台拥有牌照及内容优势，可通过多种方式参与 IPTV 和 OTT 业务。但是，专网专线业务作为广电网络集客业务的主要板块，在党政领域、金融领域和文教卫生等领域的应用价值仍待多元化开发。
- 实现“全国一网”是应对互联网时代的市场竞争和技术升级的必然道路。我国正在加快推进全国有线电视网络的整合，利用广电网络建立全国专网体系具有重要战略价值，能够进一步发挥传达主流思想舆论的功能，实行多网并行也能大大降低单一网络风险，对于通信安全及国家安全有着重要意义。2018 年 8 月，经中央领导同志同意，由中宣部牵头成立了全国有线电视网络整合发展领导小组。目前，“全国一网”的整合工作正积极推进，截至 2018 年 4 月底，国网公司已与河北、青海、宁夏、内蒙古、黑龙江、重庆、新疆、广东、山东、河南 10 家有线网络公司签订整合意向或协议。
- 上市广电运营公司具有高毛利率、低 ROE，在手现金充裕的特征。从估值角度看，A 股有线电视公司动态 PE 水平均较高（20x 以上），而 PB 整体较低。高 PE 导致虽然各公司分红率较高，但股息率并不具备吸引力。高 PE、低 PB，高分红率，低股息率的特征，实际上反映出的是有线电视公司盈利能力和 ROE 均较低，除贵广网络（10.94%）和天威视讯（8.69%）外，其他公司 ROE 水平均仅为 5% 左右，大额有线设备资产创造收益能力和周转能力不足，这也是行业发展到目前阶段的真实困境。

投资建议与投资标的

- 我们认为，广电网络整合是行业发展到现阶段的逻辑必然，建议积极关注广电行业的新变化和投资机会。建议关注率先完成“一省一网”整合、网络基础优质的贵广网络(600996, 未评级)、歌华有线(600037, 未评级)、广电网络(600831, 未评级)等。

风险提示

- 有线电视用户流失风险，国网整合进度不及预期，政策和牌照风险

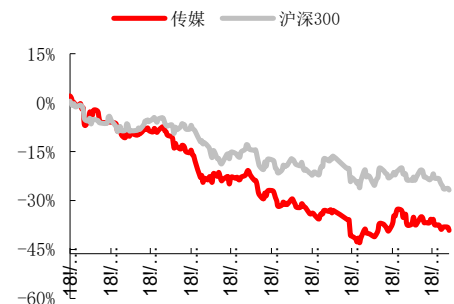


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股
行业 传媒
报告发布日期 2019 年 03 月 12 日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师 **邓文慧**
021-63325888-7041
dengwenhui@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860517100002

联系人 **马继愈**
021-63325888-6107
majiyu@orientsec.com.cn

相关报告

持续看好视频平台产业话语权提升, 建议 2019-03-05
关注国有优质传媒公司
大盘中低速增长, 优质单片获得高弹性 2019-02-14
2019 年春节档票房点评: “危”、“机”并存, 类型片再突破成为最大惊喜 2019-02-10
影院微观数据研究 (2): 一二线持续加密、地产系积极入场 2019-01-21

目 录

1 广电体系全梳理：监管体制、组织架构及产权关系.....	4
1.1 广电总局、电视台及有线网络运营商构成广电体系核心	4
1.2 广电网络运营商的四大收入来源	5
1.3 广电行业整合现状：“一省一网”整合已基本完成	7
2 广电现状全梳理：从“一省一网”迈向“全国一网”	8
2.1 双向覆盖提升难阻用户数量下滑	8
2.2 广电网络的资质、优势和问题	11
2.3 广电体系动作频频，“全国一网”正加速推进	12
3 数字化过程中广电的尝试与努力.....	13
3.1 多种收视方式并存，IPTV 及 OTT 用户数快速增长	13
3.2 广电总局对 IPTV 和 OTT 实行严格的多环节牌照管理	15
3.3 广电运营商通过多种模式参与 IPTV 与 OTT 业务	16
3.3.1 IPTV 业务由电视台主导，广电运营商通过两种方式参与	16
3.3.2 是否拥有牌照决定 OTT 业务参与方式	17
4 上市广电运营公司全梳理	19
4.1 收入端：用户基数与 ARPU 值不同造成省际差异	19
4.2 盈利能力及估值指标：高毛利率、低 ROE，在手现金充裕	20
4.3 资本支出及固定资产折旧：部分省份网络建设投入仍较大	21
投资建议	22
风险提示	23

图表目录

图 1：广电行业监管体系.....	4
表 1：广电系上市公司大股东及实际控制人情况.....	5
图 2：广电行业产业链.....	5
图 3：贵广网络收入构成（2017 年）.....	6
图 4：江苏有线收入构成（2017 年）.....	6
表 2：落地费收费情况.....	6
图 5：国内广电体系梳理.....	7
表 3：广电系上市公司有线网络整合情况.....	8
图 6：有线数字化率（%）.....	9
表 4：中国有线电视向数字化过渡时间表.....	9
图 7：有线电视双向网覆盖率（%）.....	10
表 5：广电网络改造目标与三网融合的基本要求.....	10
图 8：有线电视用户数（万户）及同比增速.....	11
表 6：公网与专网的区别.....	12
表 7：国网公司已与 10 家有线网络公司签订战略合作协议或意向.....	13
表 8：有线电视、IPTV、互联网电视的比较.....	13
图 9：IPTV 用户数（万）.....	14
图 10：OTT 电视机及机顶盒保有量（万）.....	14
表 9：IPTV 产业链各环节牌照方.....	15
表 10：OTT 产业链各环节情况.....	15
图 11：华数新媒体业务范围.....	16
表 11：上市广电运营商与所在省市 IPTV 运营商关系.....	17
表 12：集成播控平台牌照方与下游合作电视&机顶盒厂商.....	18
图 12：广电公司参与 OTT 产业情况.....	18
表 13：A 股有线电视公司收入对比.....	19
表 14：A 股有线电视公司用户数对比.....	19
表 15：A 股有线电视公司账面资金对比.....	20
表 16：A 股有线电视公司盈利指标对比.....	20
表 17：各公司资本支出和固定资产折旧统计（单位：百万元）.....	21

1 广电体系全梳理：监管体制、组织架构及产权关系

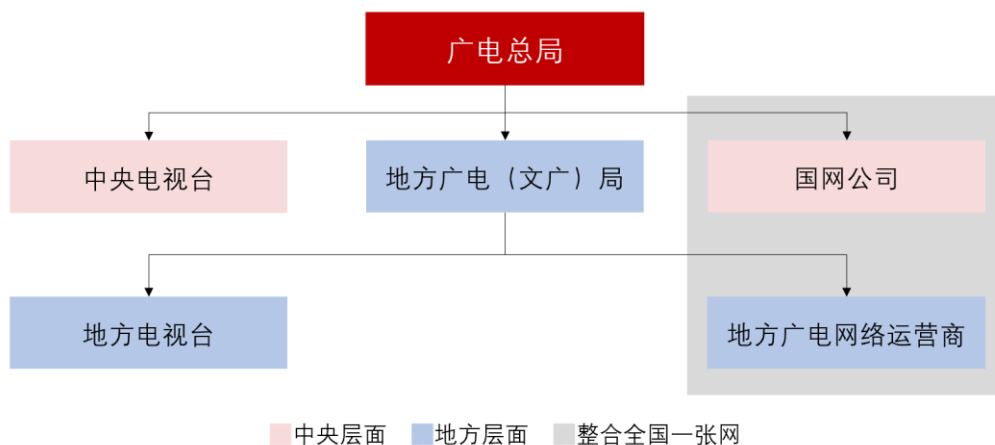
1.1 广电总局、电视台及有线网络运营商构成广电体系核心

广电网络行业即有线广播电视传输行业。具体来说，是从事有线广播电视网络的建设开发、经营管理、维护和广播电视节目的收转、传送服务等。作为把握国家信息命脉的重要行业，广电行业通过发放经营许可证，实施许可认证管理。

我国广电行业目前实行统一领导，分级管理的原则，国家广播电视总局（后文简称广电总局）为行业主管部门，负责统筹全国的有线广播电视传输网络管理工作，负责规划全国有线广播电视管理和发展方向以及负责参与制订国家信息网络的总体规划。各省、市、县级广电局则对各级有线广播电视传输业务进行分级管理，负责本行政区域内的有线广播电视传输业务的管理工作和事业发展规划。

追溯广电行业的发展史，其始于我国有线电视的产生。在建设之初，广电包含了有线电视台和有线网络两个部分。1999年9月国办发82号文件启动了“两台合并、网台分离”，规定“抓紧落实广播电视传输网络的建设和管理实行政企分开，成立企业化的广播电视传输公司”、“推进地（市）、省级无线电视台和有线电视台的合并”。至此，电视台和有线网络进行分离。

图 1：广电行业监管体系



资料来源：东方证券研究所

从中央的层面来看，中国中央电视台是我国的国家电视台，2018年3月后，中国中央电视台（中国国际电视台）与中央人民广播电台、中国国际广播电台组建成为中央广播电视总台。国家级有线电视网络公司中国广播电视网络有限公司（简称国网公司或中国广电）于2014年4月17日正式注册成立，负责全国范围内有线电视网络的相关业务，同时也是广电系三网融合的推进主体。按照成立之初的规划，国网公司成立后将对全国的有线电视网进行整合（报告后续会详细阐述），并且争取获得宽带网络运营的资质。

从地方层面来看，地方电视台和地方广电网络运营商也分离开。电视台具有特殊性质，不能上市，而有线网络分离出来成为独立法人，成为电视台的下属股份公司。目前共有 11 家上市公司包含广电网络运营业务，包含 2 个直辖市（北京市、上海市）、7 个省份（湖南省、江苏省、陕西省、贵州省、湖北省、吉林省、广西壮族自治区）以及 2 个地级市（深圳市、杭州市）。**11 家上市公司控股股东及实际控制人多为地方电视台或相关公司、政府主体。**

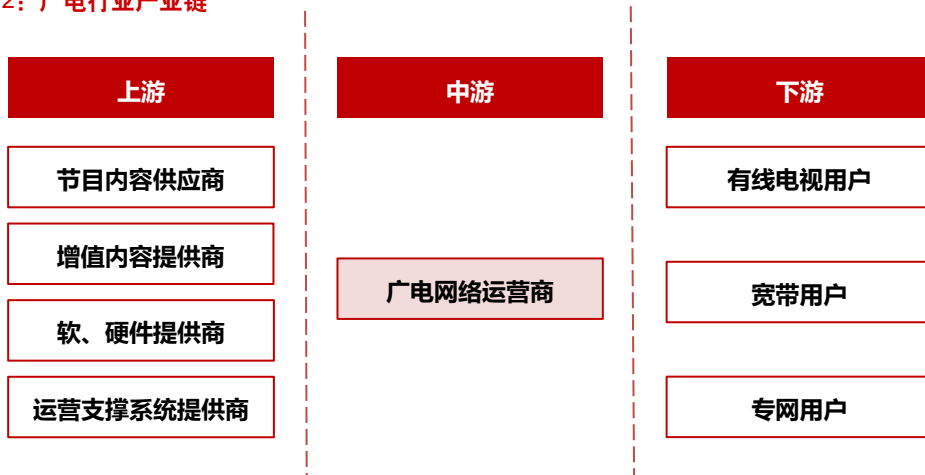
表 1：广电系上市公司大股东及实际控制人情况

上市公司	控股股东/大股东	控股股东持股比例	前十大股东持股比例	实际控制人
歌华有线	北京北广传媒投资发展中心	37.42%	59.57%	北京广播电视台
广电网络	陕西广播电视集团有限公司	33.60%	50.09%	陕西省委宣传部
广西广电	广西电视台	27.81%	54.26%	广西电视台
贵广网络	贵州广播影视投资有限公司	42.52%	78.60%	贵州广播电视台
湖北广电	武汉广播电视台	13.16%	65.79%	湖北广播电视台
吉视传媒	吉林广播电视台	31.61%	51.03%	吉林广播电视台
江苏有线	江苏省广播电视信息网络投资有限公司	14.21%	38.56%	无
电广传媒	湖南广电网络控股集团有限公司	16.66%	24.75%	湖南省国有文化资产监督管理委员会
华数传媒	华数数字电视传媒集团有限公司	41.85%	76.68%	杭州市财政局
东方明珠	上海文化广播影视集团有限公司	45.14%	61.25%	上海市国有资产监督管理委员会
天威视讯	深圳广播电影电视集团	57.77%	76.10%	深圳广播电影电视集团

资料来源：公司公告，东方证券研究所

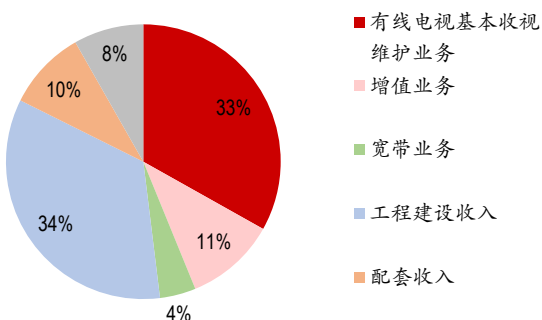
1.2 广电网络运营商的四大收入来源

从产业链角度来看，作为产业链的中游，有线广播电视传输起到了承上启下的关键作用，通过建设有线网络，整合上游的内容资源，从而向下游用户提供多元化的服务。具体来看，节目内容提供商主要是国内外电视台和收费频道，增值内容提供商主要提供包括电视教育、电视游戏、视频内容等增值服务业务内容，它既可以与广电网络运营商合作运营，也可以仅为其提供某些增值服务的内容支持。

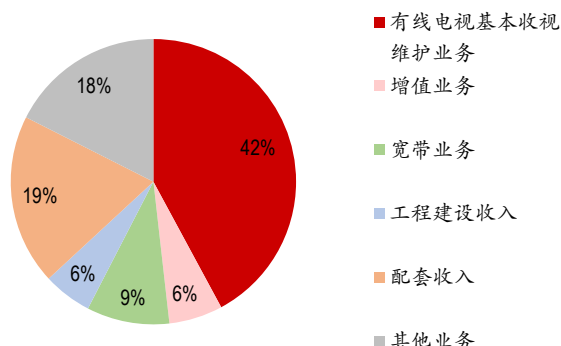
图 2：广电行业产业链


资料来源：公司公告，东方证券研究所

广电网络运营商的收入主要来源于四个方面：（1）向用户提供节目内容和增值内容，以收取基本收视和增值收视收入；（2）向电视台或内容提供商收取传输节目收入；（3）建设小区有线电视网络和提供有线电视入户服务，收取工程安装收入和配套收入；（4）向用户提供互联网接入服务和其他用网服务，以收取数据业务收入。并且在此基础上，形成以政府、集团客户为主体的数据专网业务。

图 3：贵广网络收入构成（2017 年）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：江苏有线收入构成（2017 年）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

从广电产业链和其收入构成上看，收视费作为针对用户的后向收费，是最核心的业务；而节目传输费作为针对上游电视台的前向收费，也俗称落地费，即广电公司向省级卫视收取的信号传输费用。落地费最初起源于安徽卫视，其上星后为了实现信号的迅速覆盖，向部分广电公司支付设备维护和人工补贴的费用。由于目前错综复杂的网台关系，各省有线网络运营商针对不同主体的落地费有所不同，以江苏广电为例：（1）中央台：央视普通频道中，除了中央 3、5、6、8 套之外，其他都是通过地方广电公司免费传输；中央 3、5、6、8 套则需有线网络运营商向其支付一定数额的节目采购费；（2）地方卫视频道：向每个频道收取 150 万元-1,900 万元/年不等的费用；西藏、新疆、兵团卫视在省内的传输不收取传输费；（3）省内非卫视频道。每个频道收取 20-1,200 万元/年不等。通常而言，在面对地方电视台时，广电公司对当地的电视台收费相对优惠甚至免费，而对省外卫视电视台却因为传输垄断价格较高。但是，由于传统电视台收视率的下滑和广告收入的缩水，目前“落地费”价格已有所回落，部分地方电视台甚至因难以支付落地费而放弃传输，从而影响有线网络运营商的节目传输收入。

表 2：落地费收费情况

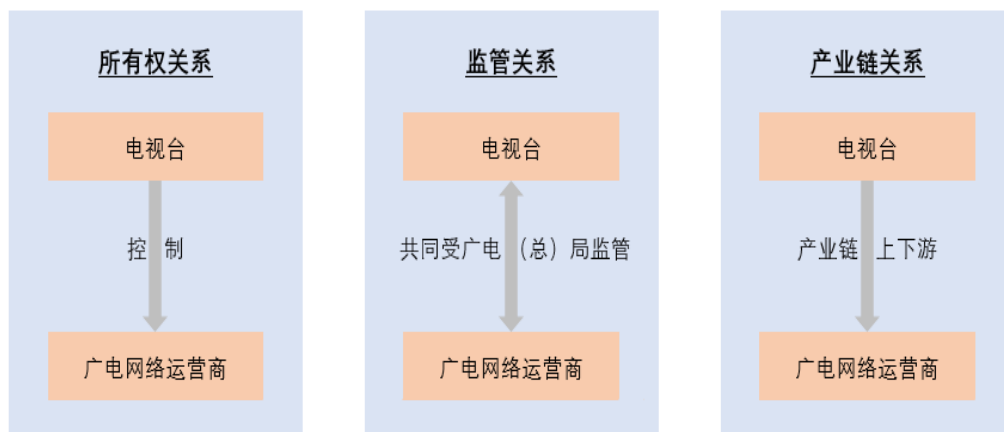
收费对象	收费情况
中央电视台	央视的普通频道中。除了中央 3、5、6、8 套之外，其他都是通过地方广电公司免费传输，无需签署相关传输协议。中央 3、5、6、8 套的传输则需要与中央电视台的台属公司（中广影视卫星有限责任公司）或在各个地区设立的代理商（如贵州的贵州卫星广播

	影视产业发展有限公司、广西的广西广播电视器材总公司) 签署传输协议。根据用户基数, 各地区广电公司向中央电视台设立的相关机构支付节目采购费。
省外电视台	地方广电公司会分别与省外的地方卫视电视台进行谈判, 根据落地区域和覆盖用户确定落地费, 落地费价格基本集中在几百万至几千万每年, 由地方广电公司向省外的地方卫视电视台收取。另外, 从上市公司披露的情况显示, 大多数的广电公司不收取西藏、新疆和兵团卫视这些少数民族地区的落地费。
省内电视台	地方广电公司同样会根据各台覆盖的用户数、落地区域的经济程度等相关因素进行谈判, 省台频道标准一般高于地、县级市频道标准, 部分省不向县级市收取落地费。

资料来源: 各公司公告, 东方证券研究所

梳理广电行业的组织架构, 监管体系、所有权关系和产业链关系是三个核心维度, 而网台关系又是上述三者的聚焦点。以我国的广电系上市公司为例, 存在大量的电视台是有线网络公司的实际控制人。结合监管体系来看, 电视台和有线网络公司均受同级广电管理。从产业链关系看, 电视台作为节目内容提供商, 向广电网络运营商提供内容。广电总局、电视台及有线网络运营商构成我国广电体系的核心。

图 5: 国内广电体系梳理



资料来源: 东方证券研究所

1.3 广电行业整合现状：“一省一网”整合已基本完成

由于我国现行的有线广播电视传输管理体制逐步形成于 20 世纪 80 年代, 在贯彻落实 1983 年中共中央 37 号文件精神后, 基本形成了“四级办、四级管”的格局, 即国家、省、市和县四级传输网分别发展。这在一定程度上拉动了我国广电行业的快速发展, 但同样也出现了较多问题。由于分级管理, 各级机构之间并没有办法统一调度安排, 有线广播电视网络建设混乱无序, 存在重复覆盖, 资源浪费、效益不高等问题, 制约了整个中国广电行业的良性发展。2003 年起, 有线电视行业开始进行数字化转换, 更加暴露出地域分割、技术标准不统一等方面的弊端。

为了加快广电行业的统一建设管理, 2009 年 7 月 29 号, 广电总局发布了《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》, 加快有线网络整合步伐, 确保 2010 年年底各省基本完成整合。同时,

根据《广播电视管理条例》第 23 条，同一行政区域只能设立一个区域性有线广播电视传输覆盖网。截至目前，我国已逐渐形成了“一省一网”的行业格局，由省级广电网络运营商进行统筹建设和运营。但由于资产庞大、所有权复杂，部分省市“一省一网”整合公司仍不彻底，并未将省内 100% 有线网络资产纳入同一主体旗下（各上市公司所在省市整合情况见下表）。

表 3：广电系上市公司有线网络整合情况

上市公司	所属省份 (市)	整合情况
歌华有线	北京市	公司在北京地区拥有有线电视网络的独家经营权，覆盖全市 16 个区。
广电网络	陕西省	陕西在全国率先完成了网络整合，对全省网络实施统一规划、统一建设、统一运营和统一管理，并成为国内第一个整合全省有线电视网络资产后，第一个实现整体上市的省份。
广西广电	广西省	自治区全区 90% 以上的乡镇广电网络被纳入资产范围，建立了全区统一规划、统一建设、统一运营和统一管理，自治区、市、县、乡、村五级贯通的广播电视网络体系。
贵广网络	贵州省	贵州于 2008 年完成省内各级广电网络整合工作，是全国率先实现一省一网全面整合的省份之一。
湖北广电	湖北省	公司基本完成全省大部分广电网络的整合，但存在同业公司楚天视讯整合 38 个区县或市的有线电视网络资产，尚未注入上市公司体内。2017 年 1 月 23 日，公司与楚天网络签订《网络统一经营管理委托协议》，将其有线电视网络资产及相关负债、业务、人员等统一交给公司经营管理。
吉视传媒	吉林省	公司在吉林省地区拥有有线电视网络的独家经营权，在全省范围内实行统一标准、统一业务、统一经营和统一管理。
江苏有线	江苏省	2018 年 6 月募资购买独立运营的广电网络法人主体发展公司所覆盖的 44 个区县广电网络资产，截止至 18 年底，公司已完成收购发展公司 70% 股权的工商变更登记手续，基本完成“一省一网”的目标。
电广传媒	湖南省	公司直接和间接拥有 97 家地方有线网络公司和 1 家省网公司全部收益权及控制权，实现湖南省除中信国安控制的四市一县及岳阳县、湘阴县、通道县和长沙县外，全省县级以上的有线电视网络深度整合。
华数传媒	浙江省	公司除自身拥有杭州地区有线电视业务外，华数集团控股浙江网络、中广有线及新昌华数。其中，浙江网络为省级有线电视网络整合平台，中广有线拥有 6 个省 18 个城市的广电网络资产（包括浙江省内温州、绍兴等五地市（县）的广电网络资产）。公司在 2013 年招股说明书承诺，5 年内将浙江网络已完成整合并持有的资产和业务注入上市公司。但由于整合工作尚未完成，仍处于亏损状态，公司延长了承诺履行期限，在 2019 年 10 月 19 日前以适当的方式注入上市公司。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 广电现状全梳理：从“一省一网”迈向“全国一网”

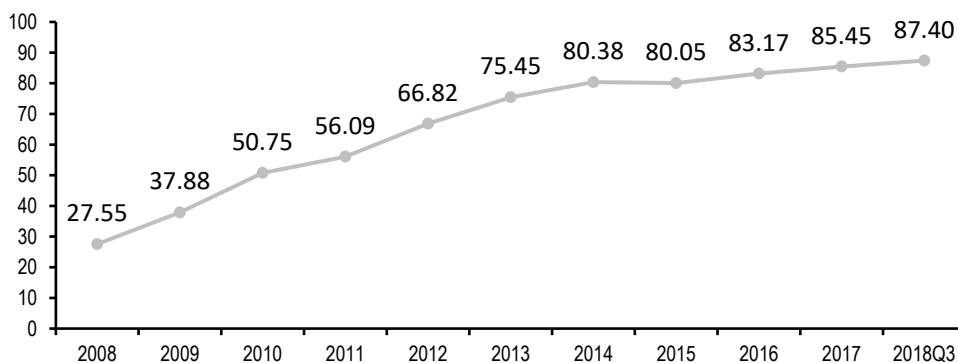
2.1 双向覆盖提升难阻用户数量下滑

回顾广电行业历史，其发展始终伴随着技术改造与升级，数字化、双向化与三网融合是不同阶段的关键词：

- 第一阶段：我国 2003 年起进入有线电视数字化转换进程

广电行业自 2003 年起展开有线电视数字化的转换，将模拟电视信号转化为数字化的电视信号。有线电视数字化转换的过程采用“整体转换”的方式进行。2005 年，国家广电总局发布《推进试点单位有线电视数字化整体转换的若干意见》，标志着我国进入到数字化整转的规模化阶段；2007 年发布的《我国有线电视向数字化过渡时间表》标志着有线电视整转步入“快车道”。截止 2018 年第三季度，我国有线电视用户共 22709 万户，有线数字电视用户 19852.5 万户，数字化覆盖率达到 87.4%，较上季度净增 0.2%，有线电视数字化率已达较高水平。

图 6：有线数字化率（%）



资料来源：《中国有线电视行业发展公报》，东方证券研究所

表 4：中国有线电视向数字化过渡时间表

阶段	实现目标
至 2005 年	直辖市、东部地区地（市）以上城市、中部地区省会市和部分地（市）级城市、西部地区部分省会市的有线电视完成向数字化过渡。
至 2008 年	东部地区县以上城市、中部地区地（市）级城市和大部分县级城市、西部地区部分地（市）级以上城市和少数县级城市的有线电视基本完成向数字化过渡。
至 2010 年	中部地区县级城市、西部地区大部分县以上城市的有线电视基本完成向数字化过渡。
至 2015 年	西部地区县级城市的有线电视基本完成向数字化过渡，基本完成全国有线电视的整体数字化转换，关闭模拟电视信号。

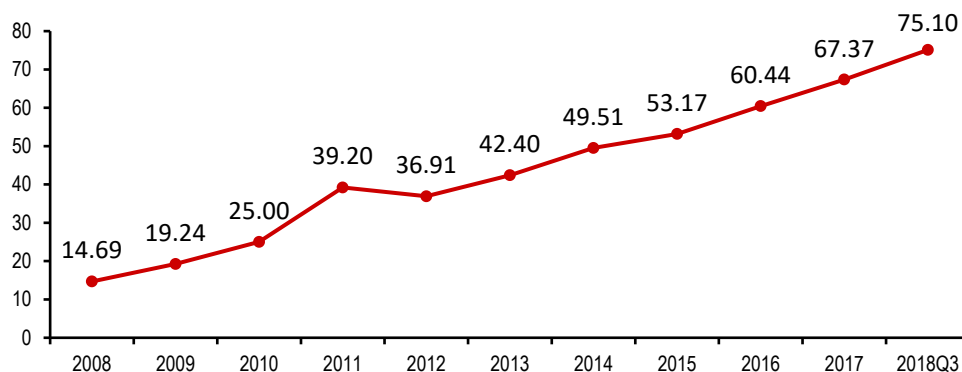
资料来源：国家广电总局，《中国有线电视向数字化过渡时间表》，东方证券研究所

● 第二阶段：互动业务需求推动双向化网络改造

然而，广电网络原有的片区接入网仅用于广播电视的单向传送，不能实现数字电视节目下发和互动业务的上传，更不能实现其它以宽带网为媒介的宽带业务。广电网络想要实现从单一的电视播出转向全面的数字电视业务、互动业务、宽带业务和增值业务运营商的变革就必须快速实现由传统的模拟广播电视网络全面向数字化双向网络转变。

双向网络的改造实现了单向传播的广播式网络转换为采用互联网协议方式的交互式网络。为机顶盒营销、互动业务和增值业务运营奠定了技术基础。截至 2018Q3，我国有线电视网络双向改造用户覆盖率达到 75.1%，共计 17,052 万户，双向网络覆盖也已达较高水平。

图 7：有线电视双向网覆盖率（%）



资料来源：《中国有线电视行业发展公报》，东方证券研究所

● 第三阶段：“三网融合”有助业务多元化，但 IPTV 快速崛起冲击传统广电用户

尽管我国广电网络数字化、双向化的升级改造已基本完成，但与之匹配的增值业务需要更高的网络带宽。2010 年开始，我国广电网络的升级改造以三网融合为目标，为打造中国下一代广播电视网（NGB）做好基础设施。2010 年 1 月 13 日，温家宝总理主持召开的国务院常务会议，决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合；2010 年 6 月 6 日，国务院副总理张德江主持召开了国家三网融合协调小组会议，工信部和广电总局就三网融合的基本框架达成一致；2010 年 6 月，三网融合 12 个试点城市名单和试点方案正式公布，标志其进入实质性推进阶段。

三网融合要求，在基础数字技术上，三张网络都能使数据和图像信号，通过统一的编码进行传输和交换，所有业务在网络中都将作为统一的“0”或“1”的比特流；在宽带技术上，三张网络能够支持大数据和高质量的高带宽，而光纤通信技术是考虑经济成本的最佳选择；在 IP 技术上，要求都能通过 Ipv6 的技术对多种业务数据、多种软硬件环境、多种通信协议进行集成统一。

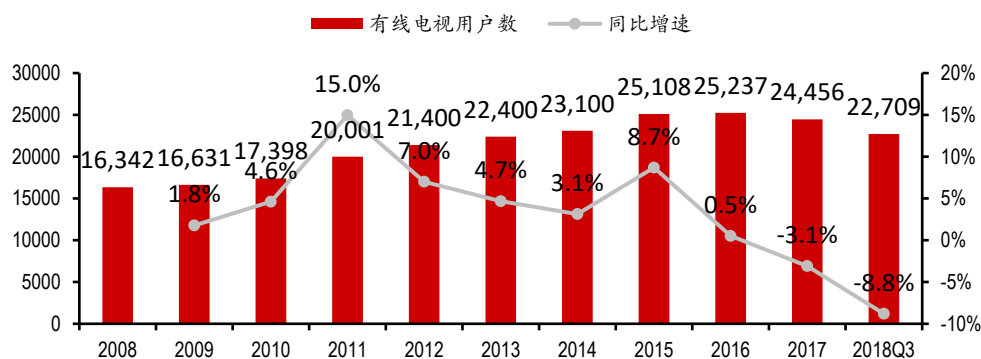
表 5：广电网络改造目标与三网融合的基本要求

广电网络改造目标		三网融合的基础设施要求
数字化整改	基础数字技术	能使数据和图像信号都可以通过统一的编码进行传输和交换，所有业务在网络中都将作为统一的“0”或“1”的比特
双向化改造及光纤入户	宽带技术	网络支持大数据和高质量的高带宽，而光纤通信技术是考虑经济成本的最佳选择。
IPv6 能力建设	IP 技术	能通过 Ipv6 的技术对多种业务数据、多种软硬件环境、多种通信协议进行集成统一。

资料来源：国家广电总局，《中国有线电视向数字化过渡时间表》，东方证券研究所

三网融合开展后，工信部已向部分广电网络运营商发放了增值电信业务相关牌照，广电总局也向中国电信、中国移动和中国联通发放了除广播电视形态以外的互联网音视频节目服务和 IPTV 传输服务等许可。三网融合增加了广电网络运营商可提供的服务内容，有助于广电网络运营商进入电信服务领域，提高网络利用效率，增加企业利润；另一方面，电信运营商进入有线广播电视传输行业，也在一定程度上加剧行业的竞争。随着 IPTV 和 OTT 用户的快速增长，有线电视用户持续流失。根据《中国有线电视行业发展公报》的数据，截止 2018 年第三季度，有线电视用户总量 2.27 亿，收视渗透率降至 50.7%；有线电视用户数已连续两年出现下滑，且下滑加速，全国有线电视用户数量已较 2016 年的高峰净减少 2528 万户。

图 8：有线电视用户数（万户）及同比增速



资料来源：《中国有线电视行业发展公报》，东方证券研究所

2.2 广电网络的资质、优势和问题

广电公司拥有固网宽带牌照，但不具备移动通信牌照。2016 年，中国广播电视网络有限公司获得《基础电信业务经营许可证》，获批在全国范围内经营“互联网国内数据传送业务”以及“国内通信设施服务业务”，并允许授权其控股子公司中国有线电视网络有限公司在全国范围内经营上述两项基础电信业务。国网获得两证后可独立展开宽带业务，正式进军基础电信业务。此外，工信部已向国网公司颁发了因特网数据中心业务、因特网接入服务业务、网络托管业务、国内多方通信服务业务、国内因特网虚拟专网业务、呼叫中心业务、信息服务业务等 7 张跨地区电信业务经营许可证。除国网公司外，目前部分省市级广电网络运营商也获得了三网融合业务经营许可，涵盖互联网接入业务、互联网数据传送增值业务、国内 IP 电话业务等多种基础和增值电信业务。

相比三大电信运营商网络，广电网络的优势在于其是通信安全的重要保障。广电网络由于自身属性，本身便是一种通信专网。专网的特性在于更加注重通信可靠，能够保证网络的可用性在任何时刻都能达到 99% 以上。在紧急事件发生时网络资源可以不被其他不相关用户占用，从而保证紧急信息的传输。而公网很难满足上述要求，网络可能由于短时间内通信量激增造成信道阻塞，无法进行应急指挥调度、视频实时回传等；也可能因为遇到地震、雨雪、冰冻等自然灾害导致网络基础设施瘫痪，无法建立通信链路，即使网络及时修复，也很难保证警用、抢险等部门的优先使用。

表 6：公网与专网的区别

类别	针对群体	用途
公网	公众	提供个人通信服务，目前主要由联通、电信、移动等运营商统一网络的建设运营维护和管理，以经济效益为主。
专网	特定的部门和群体以及相关行业的用户	提供应急通信、指挥调度以及日常通信相关的业务，在保证经济效益的同时更强调社会效益。

资料来源：公开信息，东方证券研究所

因此，利用广电网络建立全国专网体系仍然具有战略价值，实行多网并行也能大大降低单一网络风险。总体而言，广电网络的一大优势在于其专网体系的建立，对于通信安全及国家安全有着重要意义。在传统有线收视用户流失严重的情况下，集客业务已成为广电网络重要的业务之一。其中专网专线业务是广电网络集客业务的主要板块，在党政领域、金融领域和文教卫生领域，满足政府机关、企事业单位等客户构建两个及以上的接入点，组建专用数据传输网络，以及访问互联网的需要。

但是，在上述优势外，广电网络也存在一些问题和弊端，主要包括：（1）区域分割不利于实现规模效应。由于过去发展机制问题，各省之间、甚至同一省份内不同地市之间运营商相互独立，不利于实现网络的规模效益；（2）各个省级区域之间甚至省内各地区之间技术架构不统一（技术不统一、平台不统一、终端不统一），导致开展应用业务时阻碍较大；（3）广电网络的带宽并不在公网上，而是通过从三大运营商购买而来的公网 IP 和带宽出口让用户共享上网，从而会造成网络延迟。广电网络目前也尚未整合成全国一网，31 家省市广电拥有各自独立的带宽出口，需要利用电信、联通等的全国性公网互联口。

2.3 广电体系动作频频，“全国一网”正加速推进

针对上述问题，要促进有线电视网络转型升级，只有实现“全国一网”才能建成统一运营的管理体系，应对互联网时代的市场竞争和技术升级，才能进一步发挥传达主流思想舆论的功能。中国广播电视网络有限公司自 2014 年挂牌成立以来，我国正在加快推进全国有线电视网络的整合：2017 年 4 月 28 日，工信部 92 号文首次将中国广播电视网络有限公司纳入全国电信基础设施共建共享领导小组及其办公室；2018 年 2 月 8 日，中国广播电视网络有限公司与河南有线电视网络集团有限公司在郑州签署《战略投资合作协议》，正式启动中国广播电视网络有限公司投资入股河南有线电视网络集团公司工作；2018 年 8 月 15 日至 8 月 21 日，按照中宣部的要求，国家广播电视总局组织召开全国有线电视网络整合发展片区的座谈会，全国分为 5 个片区，邀请了 31 家省级广播电视网络公司参加了会议，座谈会在全国有线电视网络整合发展实施方案征求了意见；2018 年 8 月，经中央领导同志同意，由中宣部牵头成立了全国有线电视网络整合发展领导小组，由中宣部常务副部长王晓晖任组长，中宣部副部长、国家广播电视总局局长聂辰席等任副组长。

目前，“全国一网”的整合工作正在积极推进，预计 2019 年将有实质性动作。截至 2018 年 4 月底，国网公司已经与河北、青海、宁夏、内蒙古、黑龙江、重庆、新疆、广东、山东、河南 10 家有线网络公司签订整合意向或协议。此外，国网公司也已经与四川、山西、云南、福建、甘肃、天

津、新疆生产建设兵团等网络公司及主管部门达成共识，与江西、辽宁、安徽、上海、西藏等网络公司，以及已上市省级网络公司探索研商整合方案。

表 7：国网公司已与 10 家有线网络公司签订战略合作协议或意向

类型	省份
签署战略合作协议（10 家）	河北、青海、宁夏、内蒙古、黑龙江、重庆、新疆、广东、山东、河南
未签署战略合作协议（11 家）	辽宁、天津、山西、甘肃、上海、四川、江西、安徽、福建、云南、西藏
上市广电运营商	湖北、陕西、北京、江苏、浙江、湖南、吉林、广西、贵州

资料来源：《中国有线电视行业发展公报》，东方证券研究所

根据 2016 年 12 月中宣部、财政部、国家广电总局联合印发的《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》，明确到 2020 年底基本完成全国有线电视网络整合。全国有线电视网络将整合成一家由国网公司、省网公司的相关股东、战略投资者共同发起组建的全国性股份制公司。公司将按母子公司制管理运营，保持两级运营格局。各省网公司仍作为独立法人，保留各省地方的资产、人员。整合后的公司会对全国性业务进行“统一规划、统一运营”，对基地类业务进行“统一规划、基地运营”，对本地类业务进行“统一规划、分省运营”；同时加快推进智慧广电战略产品和服务的部署，开展中国广电的内容版权集成中心、节目二次加工中心等。广电网络进行全国一网整合，并进行数字化技术、宽带光纤通信技术、IP 技术的改革，不仅是三网融合的国家战略要求，同时也是市场化竞争环境下，广电网络重新找回业务增长点的必经之路。

3 数字化过程中广电的尝试与努力

3.1 多种收视方式并存，IPTV 及 OTT 用户数快速增长

目前国内收视方式呈现有线电视、IPTV、OTT 共存的态势。其中有线电视直播画质高、直播频道多，一般包含中央、省、市的卫视频道。IPTV 是利用以省、市为单位的城域网进行传输，提供包括电视节目在内的多种数字媒体服务，输出硬件终端为具有传输渠道持牌方的电信、联通、移动三种机顶盒。OTT 是通过互联网向用户提供各种应用服务，OTT TV 的内容提供商除了广电播出机构，还包括各类互联网视频网站。OTT 硬件终端以机顶盒或智能电视为主，可实现多屏互动。OTT 机顶盒作为互联网电视集成播控牌照方所选择合作的终端产品，品种繁多、竞争市场化。**整体而言，有线电视、IPTV、互联网电视三种收视方式在在传输方式、运营主体、运营牌照、盈利模式等方面由显著的区别。**

表 8：有线电视、IPTV、互联网电视的比较

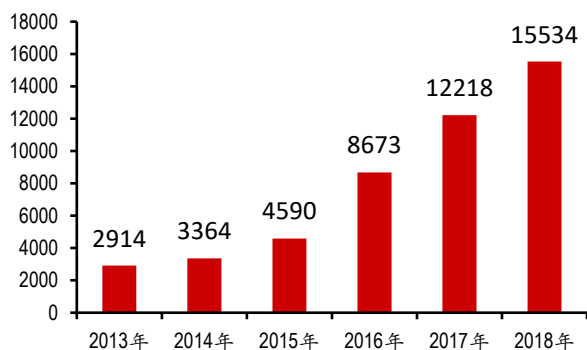
项目	有线电视	IPTV	互联网电视
传输网络	有线电视网	电信专网	互联网

播放方式和质量	采用 DVB-C 实现直播业务，IPQAM+IP 方式实现互动电视，图像质量高	采用组播方式实现直播业务，纯 IP 方式实现点播业务，图像质量和网络宽带相关	以点播为主，图片质量取决于网络宽带
交互性	双向化改造后较强	较强	强
运营主体	广电网络运营商	IPTV 牌照持有方+电信运营商	牌照持有方+互联网宽带运营商+互联网服务提供商
运营牌照	运营系统必须由广电系统控股	CNTV 和百视通拥有集成播控总平台牌照，各省级电视台拥有 IPTV 集成播控分平台牌照	CNTV、华数传媒、百视通、南方传媒、湖南电视台、中国国际广播电台及中央人民电台共七张互联网电视牌照
盈利模式	基本收视费，付费、高清频道订购、点播等互动业务	各种增值业务收费，如点播电视、互动游戏等	由于其运营主体较多，不同主体的盈利模式不一，目前主要有：硬件销售、平台及内容上的广告收入、付费内容等
内容监管	可控可管	可控可管	管控力较弱
收费方式	每月固定收视维护费、单片点播收入	每月固定使用费，单片点播收入	除了硬件销售收费外，后续服务多以免费为主，用户为所需内容或服务支付费用

资料来源：格兰研究，各公司招股说明书，东方证券研究所

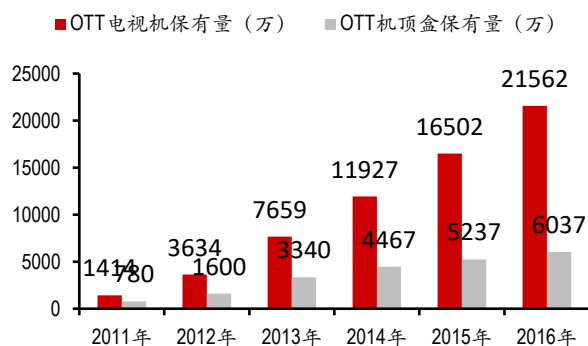
IPTV 用户多在接通宽带时，以购买或获赠的方式取得盒子。电信运营商通过与互联网宽带组合收费或作为赠品的方式，促使 IPTV 用户数量快速增长。2013-2018 年，IPTV 用户数 2914 万增长至 15534 万，年复合增长率达 39.8%。此外，OTT 丰富的内容、多元的使用方式吸引了越来越多的消费者，OTT 电视机保有量由 2011 年 1414 万台上涨至 2016 年 21562 万台，年复合增长率达 72.4%，OTT 机顶盒保有量由 2011 年 780 万台上涨至 2016 年 6037 万台，年复合增长率达 50.6%。

图 9：IPTV 用户数（万）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

图 10：OTT 电视机及机顶盒保有量（万）



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

3.2 广电总局对 IPTV 和 OTT 实行严格的多环节牌照管理

我国在 IPTV 业务的上游、中游和下游均进行了可管可控的监管措施：（1）产业链上游环节内容提供商牌照由中央电视台和地方电视台主导；（2）产业链中游环节，广电总局规定 IPTV 集成播控平台实行总分两级构架。中央设立 IPTV 集成播控总平台，主要负责全国性 IPTV 内容平台的接入认证和播出情况监看，将全国性内容服务平台的节目信号集成后统一传送至各分平台、全国 IPTV 系统、用户管理系统、计费系统和版权系统等统一管理。IPTV 集成播控分平台在全国 IPTV 集成播控总平台基础上，负责本地节目源的集成和播出情况监看，本地系统的日常运营管理，与本地 IPTV 传输网络的对接等工作。目前全国 IPTV 集成播控服务总平台 1 个，31 个省级播控分平台。其中全国 IPTV 播控平台方为中央电视台，地方播控平台则由地方省级电视台负责，二级播控平台与当地的运营商进行 IPTV 的业务合作从而形成 IPTV 服务体系；（3）产业链下游硬件输出终端环节，电信、联通、移动拥有传输渠道牌照，有资质提供电信运营商机顶盒。

表 9：IPTV 产业链各环节牌照方

环节	牌照方
全国播控平台	中央电视台
省级播控平台	地方省级卫视
输出硬件终端	中国电信、中国移动、中国联通

资料来源：公开信息，东方证券研究所

在 OTT 业务上，由于在上游内容提供和下游硬件终端上更为市场化，广电总局主要在中游的内容服务和集成播控两个环节进行了严格的牌照管理。OTT 上游内容提供商无牌照要求，中央电视台、江苏卫视、安徽卫视、湖南卫视等广电播出机构，以及爱奇艺、优酷、腾讯视频、芒果 TV 等互联网视频平台均可提供内容。在下游输出硬件终端环节，OTT 机顶盒和智能电视品种繁多、竞争市场化。但是，广电总局要求 OTT 集成平台和与其相对应的互联网电视机客户端必须是完全绑定的关系，平台对植入电视机中的客户端的控制和管理要具有唯一性，且每台互联网电视必须植入集成业务公司的客户端。持有集成业务牌照的机构要对与其连接的互联网电视节目服务平台的合法性进行审核，不得与未持有互联网电视内容服务牌照的机构所建设的节目服务平台相连接。广电总局目前共发放了 7 张集成播控牌照、14 张内容服务牌照，其中 7 家播控牌照方同时拥有内容服务牌照。广电总局于 2014 年 7 月起停止集成播控牌照的发放。7 张播控牌照持有方分别为央视 CNTV、中央人民广播电台、国际在线、百视通、华数传媒、湖南卫视、南方传媒。其余内容服务牌照持牌方为江苏卫视、湖北电视台、云南电视台、M1905 电影网、城视网、北京卫视、山东卫视。

表 10：OTT 产业链各环节情况

环节	牌照方
内容提供商	广电播出机构（中央电视台、江苏卫视等），互联网视频平台（爱奇艺、腾讯视频、芒果 TV 等），影视公司
14 家内容服务牌照商	央视 CNTV、中央人民广播电台、国际在线、百视通、华数传媒、湖南卫视、南方传媒、江苏卫视、湖北电视台、云南电视台、M1905 电影网、城视网、北京卫视、山东卫视

7 家集成业务牌照商	央视 CNTV、中央人民广播电台、国际在线、百视通、华数传媒、湖南卫视、南方传媒
输出硬件终端	智能电视（海信、创维等），互联网电视机顶盒（小米盒子等）

资料来源：公开信息，东方证券研究所

可以看到，除华数传媒等少数广电运营商直接持有 OTT 牌照外，IPTV 和 OTT 业务的持牌方多为地方电视台（即部分广电运营商的股东）。因此，广电运营商参与 IPTV 与 OTT 的模式各有不同（详见 3.3 的梳理）。

3.3 广电运营商通过多种模式参与 IPTV 与 OTT 业务

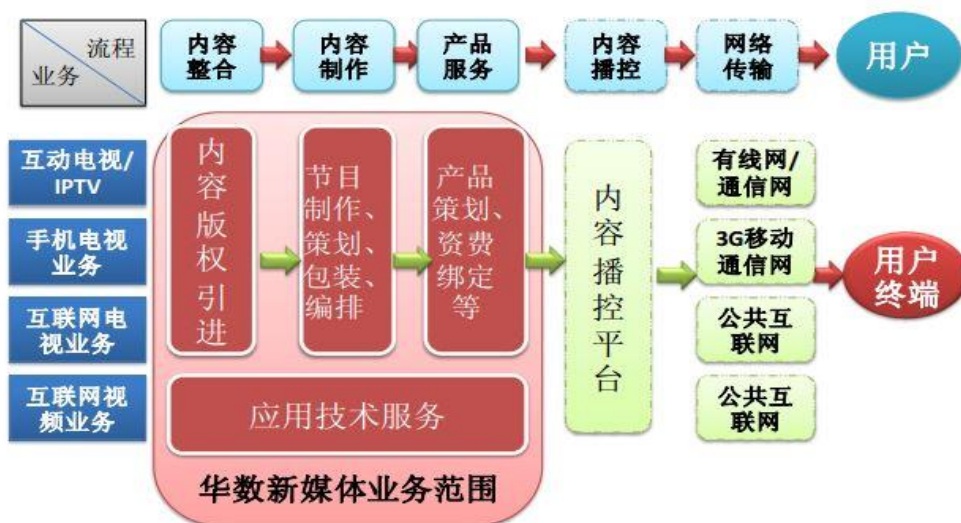
3.3.1 IPTV 业务由电视台主导，广电运营商通过两种方式参与

IPTV 内容提供、播控平台牌照由中央电视台和地方电视台主导，广电运营商在产业中的参与方式较为有限，主要以两种方式参与 IPTV 业务：

- 第一种方式：提供应用技术服务和影视内容服务

如华数传媒为拥有 IPTV 内容提供商牌照的企业提供内容版权引进、节目制作、策划、包装、编排，以及产品策划、资费绑定等服务。江苏有线投资设立内容集成公司华博在线，为 IPTV 省级及全国播控平台提供影视内容服务。

图 11：华数新媒体业务范围



资料来源：公司公告，东方证券研究所

● **第二种方式：通过自身或参股企业获得全国或省级播控平台经营授权的方式参与 IPTV 业务**

华数传媒已经分别获得文广集团和浙江广播电视集团关于互动电视/IPTV、手机电视、互联网电视业务运营的书面独家授权，广西广电、贵广网络通过参股各自地方广电新媒体，进行 IPTV 集成、播控、经营管理。

由于 IPTV 播控管理制度采取二级结构，即中央电视台为一级播控平台，各个省（市）电视台为二级播控平台。爱上电视传媒作为全国唯一的 IPTV 集成播控总平台，其由国家级网络电视播出机构央视网控股，实际控制人即中央电视台。此外，截至 2017 年 10 月，共有 26 个省（市）已经建立 IPTV 新媒体运营公司，其中江苏、青海、宁夏、西藏和内蒙古无具体运营公司，IPTV 业务直接由当地广播电视台负责，其余 21 个有独立的公司，当地广播电视台或者新媒体集团持股比例均在 51% 以上，为实际控制人。

表 11：上市广电运营商与所在省市 IPTV 运营商关系

上市公司	当地 IPTV 新媒体运营公司	两者关系
歌华有线	北京新媒体(集团)有限公司	无股权所属，实际控制人均为北京电视台
吉视传媒	吉林广电新媒体有限公司	无股权所属，实际控制人均为吉林广播电视台
东方明珠	百视通网络电视技术发展有限公司	东方明珠 100%持股百视通
江苏有线	无运营公司,IPTV 业务由江苏省广播电视总台负责运营	
华数传媒	浙江广电新媒体有限公司	无股权所属，华数传媒实际控制人为杭州市财政局，浙广新媒体实际控制人为浙江广播电视集团
电广传媒	湖南快乐阳光互动娱乐传媒有限公司	无股权所属，电广传媒实际控制人为湖南省国资委，快乐阳光实际控制人为湖南广播电视台
湖北广电	湖北长江云新媒体集团有限公司	无股权所属，实际控制人均为湖北广播电视台
广西广电	广西广电新媒体有限公司	广西广电 49%持股广西广电新媒体
广电网络	陕西广信新媒体有限责任公司	无股权所属，实际控制人均为中共陕西省委宣传部
贵广网络	贵州广电新媒体产业发展有限公司	贵广网络 24%持股贵州广电新媒体

资料来源：Wind，公开信息，东方证券研究所

3.3.2 是否拥有牌照决定 OTT 业务参与方式

鉴于 OTT 业务与互联网连接，其上游内容提供方和下游硬件提供方更为多元化，因此，广电运营商在产业链上游、中、下游参与方式相较 IPTV 业务更加多元化。但 OTT 行业中内容服务牌照和集成业务牌照资源集中且稀缺，是否拥有牌照对在行业内的参与方式有决定性作用。具体来看：

(1) 无内容服务牌照或集成业务牌照的广电公司，在 OTT 业务中的参与主要以销售硬件终端或提供内容资源两种方式进行。如贵广网络发展 OTT 机顶盒和智能电视机，广电网络以 OTT、DVB + OTT 等方式向陕西省内用户提供电视节目收视、视频点播等业务，向用户收取收视费。

(2) 拥有内容服务牌照而无集成业务牌照的广电公司，在 OTT 业务中的参与集中于：1) 为 OTT 集成播控平台提供影视内容服务；2) 上线 DVB+OTT 智能终端 APK 应用；3) 引用 OTT 集成平台商的内容资源。如江苏有线投资设立内容集成公司华博在线，为集成平台提供影视内容服务，并将 CNTV 和中央广播电视台两家 OTT 集成平台的内容资源引入江苏有线电视平台。湖北广电搭建 DVB+OTT 的全业务平台、引进测试并上线 DVB+OTT 智能终端 APK 应用累计 66 款，收取渠道费用。歌华有线作为互联网电视内容服务平台，开办新闻、影视剧、文娱、专业类节目的点播服务。

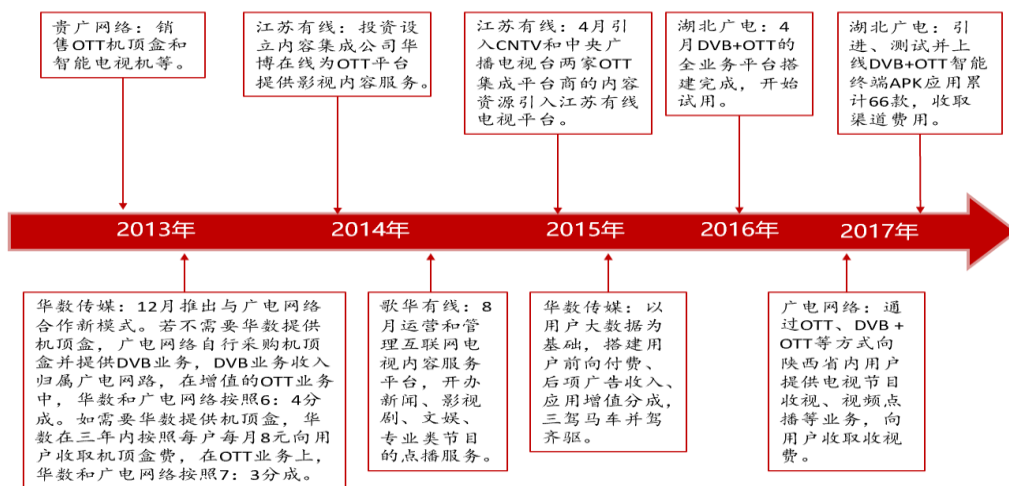
(3) 拥有集成播控牌照的广电公司在上游和下游均有参与。如华数传媒在运营门户上获得部分收费内容的收入（含包月和点播）和部分免费内容的广告运营收入分成。广电网络为华数传媒提供 DVB 内容业务，DVB 业务收入归属广电网络，在增值的 OTT 业务（点播）中，华数传媒和广电网络按照 6：4 分成。如需要华数提供机顶盒，则华数在三年之内，按照每户每月 8 元向用户收取机顶盒费，在增值 OTT 业务上华数传媒和广电网络按照 7：3 分成。此外，华数传媒向下游终端（TCL、长虹、创维、海尔、LG、索尼、海信等电视机、机顶盒等）厂商按出厂终端数收取一定的平台服务费。

表 12：集成播控平台牌照方与下游合作电视&机顶盒厂商

集成业务牌照商	下游电视机、机顶盒合作商
华数传媒	TCL、长虹、创维、海尔、LG、索尼、海信
东方明珠（百事通）	海尔、康佳、三星、夏普、声光、联想机顶盒、自主研发机顶盒

资料来源：公开信息，东方证券研究所

图 12：广电公司参与 OTT 产业情况



资料来源：各公司公告，东方证券研究所

4 上市广电运营公司全梳理

4.1 收入端：用户基数与 ARPU 值不同造成省际差异

我们详细整理了 9 家以有线电视网络运营业务为主的 A 股上市公司数据，从收入体量（2017 年，下同）看，排名前三的公司为江苏有线（80.95 亿元）、华数传媒（32.09 亿元）和广电网络（28.53 亿元）；利润规模前三的公司分别为江苏有线（7.83 亿元）、歌华有线（7.61 亿元）和华数传媒（6.41 亿元）。从收入构成看，有线电视基本收视维护业务仍是各公司最主要的收入构成，收入占比在 20%-60% 不等；同时，随着双向化互动改造的推进和固网牌照的发放，增值业务和宽带业务也逐渐成为各公司重要的收入来源。其中，广西广电、吉视传媒和湖北广电增值业务收入占比比较高，分别为 27.72%、18.81% 和 15.27%；而歌华有线、华数传媒、广电网络和湖北广电的宽带业务占比比较高，分别达 21.31%、21.16%、16.19% 和 16%。

表 13：A 股有线电视公司收入对比

指标：2017 年	江苏有线	贵广网络	华数传媒	歌华有线	广电网络	天威视讯	吉视传媒	湖北广电	广西广电
营业收入（亿元）	80.95	25.73	32.09	26.98	28.53	15.91	20.47	26.12	27.09
其中：有线电视基本收视维护业务	34.10	8.53	6.98	11.12	10.64	-	11.34	14.94	10.33
占比	42.12%	33.15%	21.75%	41.21%	37.29%	-	55.39%	57.19%	38.13%
增值业务	4.93	2.75	4.90	2.32	2.92	-	3.85	-	7.51
占比	6.09%	10.69%	15.27%	8.60%	10.23%	-	18.81%	-	27.72%
宽带业务	7.59	1.09	6.79	5.75	4.62	-	0.90	4.18	2.41
占比	9.38%	4.24%	21.16%	21.31%	16.19%	-	4.40%	16.00%	8.90%
归母净利润（亿元）	7.83	4.42	6.41	7.61	1.76	2.36	3.75	3.35	2.02

资料来源：公司公告，东方证券研究所

收入体量与收入构成不同的背后，是基本收视业务、增值业务、宽带业务用户基数和 ARPU 值的不同：（1）江苏有线有线电视用户、付费频道用户和宽带用户分别为 1489 万、562.86 万和 239.17 万，在 9 家上市公司中均位列第一，其余公司有线电视用户数基本为 500-600 万体量；（2）除江苏有线外，广西广电、吉视传媒付费频道用户数均突破 200 万，占有线电视用户数的 43.9% 和 38.1%，在各家公司中处于较高水平；（3）宽带业务上，江苏有线、广西广电、湖北广电宽带用户数分别为 239.17、197.50、160 万，在拓展宽带用户上走在前列。

ARPU 值角度，江苏有线基本收视维护费 ARPU 值为 18.32 元/月，在各公司中最高；其他公司基本收视维护费 ARPU 值多为 15-16 元/月。此外，湖北广电和广西广电增值业务 ARPU 值分别为 17.24 和 8.79 元/月，显著高于其他公司，叠加高付费频道用户数，导致两家公司增值业务收入占比比较高。

表 14：A 股有线电视公司用户数对比

指标：2017 年	江苏有线	贵广网络	华数传媒	歌华有线	广电网络	天威视讯	吉视传媒	湖北广电	广西广电
有线电视用户数总计（万）	1,489.00	631.21		586.83	588.37		567.29		539.98

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

全省（市）人口总户数	2,469.65	1,320.01	235.26	543.20	1,585.51	235.26	1,020.21	2,097.93	1,585.51
基本收视维护费 ARPU 值（元/月）	18.32	11.26		15.79	15.06		16.66		15.94
付费频道用户数（万）	562.86	166.39		/	199.00	21.95	215.99		237.06
付费用户数/有线电视用户数	37.80%	26.36%			33.82%		38.07%		43.90%
增值业务 ARPU 值（元/月）	4.60	4.04		0.48	4.14		17.24		8.79
宽带用户数（万）	239.17	143.86	70+	56.89	110.00	50.43	63.21	160+	197.50

资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.2 盈利能力及估值指标：高毛利率、低 ROE，在手现金充裕

A 股上市有线电视公司中，市值前三的公司为江苏有线（263 亿元）、歌华有线（165 亿元）和华数传媒（164 亿元）。有线电视公司的业务特征和目前所处的行业发展阶段，决定了其在手现金较为充裕，上述三家公司货币资金（含理财）的金额分别达 52.55、85.73 和 74.54 亿元，占市值的比重达 20%、52%和 45%。

表 15：A 股有线电视公司账面资金对比

指标：2018 三季度	江苏有线	贵广网络	华数传媒	歌华有线	广电网络	天威视讯	吉视传媒	湖北广电	广西广电
货币资金（含理财产品，亿元）	52.55	15.49	74.54	85.73	6.21	14.71	11.03	18.06	8.55
市值（亿元）	263.29	91.33	164.12	165.20	56.02	57.04	90.84	60.82	83.38
总资产（亿元）	318.82	117.09	145.69	156.31	81.38	38.56	130.49	110.05	81.27
净资产（亿元）	221.35	43.69	105.29	129.21	32.72	28.19	70.12	66.68	37.14
货币资金/市值	19.96%	16.96%	45.42%	51.89%	11.09%	25.79%	12.14%	29.69%	10.25%
货币资金/总资产	16.48%	13.23%	51.16%	54.85%	7.63%	38.14%	8.45%	16.41%	10.52%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

由于垄断的业务特性，以及边际成本较低，有线电视公司毛利率普遍较高，除歌华有线、广西广电外，其余公司毛利率均在 30%以上，湖北广电、吉视传媒和华数传媒 2017 年毛利率达 46.28%、46%和 44.66%。但是，由于除歌华有线外各公司期间费用率均较高，导致最终净利率水平较为一般。歌华有线、华数传媒、吉视传媒和贵广网络 2017 年净利率为 28.22%、19.98%、18.40%和 17.24%，在 9 家公司中较高。

表 16：A 股有线电视公司盈利指标对比

指标：2017	江苏有线	贵广网络	华数传媒	歌华有线	广电网络	天威视讯	吉视传媒	湖北广电	广西广电
毛利率（%）	30.73	39.09	44.66	27.50	31.50	37.78	46.00	46.28	21.94
净利率（%）	13.63	17.24	19.98	28.22	6.18	15.66	18.40	12.69	7.44
PE (TTM)	42.4	28.3	24.6	24.0	32.1	29.2	26.8	20.2	51.0
PB (LF)	0.92	2.06	1.52	1.25	1.72	2.07	1.37	1.00	2.30
分红率	/	31.38%	44.70%	32.91%	41.42%	65.52%	20.72%	15.18%	41.42%
ROE	5.95%	10.94%	6.26%	5.98%	6.12%	8.69%	5.82%	5.85%	5.68%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

资料来源：公司公告，东方证券研究所

从估值角度看，A 股有线电视公司动态 PE 水平均较高（20x 以上），而 PB 整体较低。高 PE 导致虽然各公司分红率较高，但股息率并不具备吸引力。高 PE、低 PB，高分红率，低股息率的特征，实际上反映出的是有线电视公司盈利能力和 ROE 均较低，除贵广网络（10.94%）和天威视讯（8.69%）外，其他公司 ROE 水平均仅为 5% 左右，大额有线设备资产创造收益能力和周转能力不足，这也是行业发展到目前阶段的真实困境。

4.3 资本支出及固定资产折旧：部分省份网络建设投入仍较大

有线电视公司的经营特性，使得其固定资产、特别是有线电视网络传输线路和设备占据较大比重。此类设备一般按照年限平均法进行折旧，残值率 5%，折旧期限各公司不同，但基本为 15-25 年。从目前各公司的固定资产折旧金额看，除江苏有线因资产规模较大，年折旧金额超过 10 亿元外，其他公司固定资产年折旧额多为 3-6 亿元的水平。此外，从资本开支的角度看，由于部分省份投入村村通、户户用工程，网络建设投入仍然较大，例如贵广网络、吉视传媒、湖北广电等。

表 17：各公司资本支出和固定资产折旧统计（单位：百万元）

公司		2014	2015	2016	2017
江苏有线	资本支出	1,425.96	1,583.02	1,881.84	2,765.55
	固定资产折旧	542.23	574.36	702.89	1,198.42
贵广网络	资本支出	428.40	454.08	962.99	2,262.24
	固定资产折旧	183.28	205.44	212.71	243.43
华数传媒	资本支出	773.21	794.98	1,043.36	948.78
	固定资产折旧	246.76	265.28	279.73	303.05
电广传媒	资本支出	1,004.34	947.88	1,283.47	814.60
	固定资产折旧	681.13	711.29	721.19	705.28
歌华有线	资本支出	637.00	465.37	538.58	795.78
	固定资产折旧	1,101.54	999.75	791.51	577.05
广电网络	资本支出	790.79	728.94	814.20	1,094.18
	固定资产折旧	454.53	462.14	471.64	492.47
天威视讯	资本支出	310.72	317.89	471.61	430.86
	固定资产折旧	151.67	161.65	166.82	169.44
吉视传媒	资本支出	1,017.51	856.13	950.95	1,298.30
	固定资产折旧	423.78	405.30	432.99	338.07
湖北广电	资本支出	853.17	1,063.76	957.64	1,302.54
	固定资产折旧	233.73	339.42	375.44	419.06
广西广电	资本支出	627.88	870.77	1,127.82	991.30
	固定资产折旧	221.92	263.06	298.49	339.45

资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

本篇报告，我们对国内广电行业的组织架构、整合状况、财务数据等多个维度进行了详细的梳理，我们认为：

- **“一省一网”整合已基本完成，国网公司统筹全国网络发展目的明确**

目前我国广电网络的特点和优势在于：（1）“一省一网”整合已基本完成；（2）有线电视数字化率达 87.4%，双向用户覆盖率 75.1%，已基本完成由传统的模拟广播电视网络向数字化双向网络的转变；（3）广电网络作为一种通信专网，是通信安全的重要保障。但与此同时，广电网络由于区域分割，也面临着不利于实现规模效应，限制了发展的速度和应用的开展等问题。中国广播电视网络有限公司（国网公司）自 2014 年挂牌成立以来，作为负责全国范围内有线电视网络相关业务和广电系三网融合的推进主体，正在加快推进全国有线电视网络的整合。

- **广电用户流失严重，专网价值亟待多元化开发，广电系公司具备牌照和资源优势**

IPTV 及 OTT 的快速崛起冲击传统广电用户，2018Q3 我国有线电视用户总量 2.27 亿，已连续两年出现下滑，全国有线电视用户数量较 2016 年的高峰净减少 2528 万户。在数字化转型过程中，广电网络运营商及背后的各省级电视台拥有牌照及内容优势，可通过多种方式参与 IPTV 和 OTT 业务。但是，专网专线业务作为广电网络集客业务的主要板块，在党政领域、金融领域和文教卫生等领域的应用价值仍待多元化开发。

- **实现“全国一网”是应对互联网时代的市场竞争和技术升级的必然道路**

我国正在加快推进全国有线电视网络的整合，利用广电网络建立全国专网体系具有重要战略价值，能够进一步发挥传达主流思想舆论的功能，实行多网并行也能大大降低单一网络风险，对于通信安全及国家安全有着重要意义。目前，“全国一网”的整合工作已经取得阶段性成果。截至 2018 年 4 月底，国网公司已经与河北、青海、宁夏、内蒙古、黑龙江、重庆、新疆、广东、山东、河南 10 家有线网络公司签订整合意向或协议，全国三分之一的省级网络初步实现整合发展。广电网络进行全国一网整合，并进行数字化技术、宽带光纤通信技术、IP 技术的改革，不仅是三网融合的国家战略要求，同时也是市场化竞争环境下，广电网络重新找回业务增长点的必经之路。

- **上市广电运营公司具有高毛利率、低 ROE，在手现金充裕的特征**

各收入体量与收入构成不同的背后，是基本收视业务、增值业务、宽带业务用户基数和 ARPU 值的不同。从估值角度看，A 股有线电视公司动态 PE 水平均较高（20x 以上），而 PB 整体较低。高 PE 导致虽然各公司分红率较高，但股息率并不具备吸引力。高 PE、低 PB，高分红率，低股息率的特征，实际上反映出的是有线电视公司盈利能力和 ROE 均较低，除贵广网络（10.94%）和天威视讯（8.69%）外，其他公司 ROE 水平平均仅为 5% 左右，大额有线设备资产创造收益能力和周转能力不足，这也是行业发展到目前阶段的真实困境。

整体而言，目前广电行业发展的机遇与挑战并存。一方面，在 2018 年 11 月，在贵阳举办的“智慧广电”会议上，工信部披露已同意广电网参与 5G 建设，国网公司也正在申请移动通信牌照和 5G 牌照。这不仅能够为广电提供全新的业务增长点，而且还能更好地与传统业务融合，例如通过 5G 网络，广电可以建立新的内容分发平台，实现高清/4K 超高清电视直播等。但另一方面，广电体系参与 5G 建设过程中也将面临着资金、人才、建网、运维、业务推广、服务等诸多层面的挑战。

我们认为，广电网络整合是行业发展到现阶段的逻辑必然，建议积极关注广电行业的新变化和投资机会。建议关注率先完成“一省一网”整合、网络基础优质的贵广网络(600996，未评级)、歌华有线(600037，未评级)、广电网络(600831，未评级)等。

风险提示

- 有线电视用户流失风险

有线电视基本收视维护费是目前各广电网络公司的基础收入来源，占比较高。若广电付费用户继续流失，将对各公司的收入和利润带来不利影响。

- 国网整合进度不及预期

在目前“一省一网”已基本整合完成的情况下，“全国一网”整合是拓展专网业务和新应用场景的重要条件。由于广电网络资产规模庞大、所有权关系复杂，若国网整合进度不及预期，将限制广电网络实现规模效应。

- 政策和牌照风险

我国广电行业和电信行业均按照业务分类实行许可制度，开展业务需获得相应资质。若行业相关政策进行调整，或广电公司不能获得开展创新业务所需的牌照，将限制广电体系的业务建设，难以培育新增长点。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

