



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪081号

北京歌华有线电视网络股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“北京歌华有线电视网络股份有限公司2010年可转换公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年五月七日

北京歌华有线电视网络股份有限公司 2010 年可转换公司债券跟踪评级报告（2014）

发行主体	北京歌华有线电视网络股份有限公司		
发行规模	人民币 16 亿元		
发行期限	6 年		
存续期限	2010/11/25~2016/11/25		
上次评级时间	2013/06/18		
上次评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AAA	
	主体级别	AAA	评级展望 稳定

概况数据

歌华有线	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益(亿元)	53.20	55.12	57.84	58.45
总资产(亿元)	111.17	104.28	103.18	102.63
总债务(亿元)	15.76	13.97	14.65	14.75
营业总收入(亿元)	18.98	22.02	22.50	5.23
营业毛利率(%)	7.18	6.50	9.41	9.39
EBITDA(亿元)	12.06	14.63	15.79	-
所有者权益收益率(%)	5.25	5.40	6.54	4.23
资产负债率(%)	52.15	47.15	43.94	43.04
总债务/EBITDA(X)	1.31	0.95	0.93	-
EBITDA 利息倍数(X)	15.94	18.45	17.88	-

注：1、2014 年一季度所有者权益收益率经年化处理；
2、所有者权益含少数股东权益，净利润含少数股东损益。

基本观点

随着2011年顺利完成北京市政府确定的推广目标后，北京歌华有线电视网络股份有限公司（以下简称“歌华有线”或“公司”）的高清交互数字电视的推广速度明显减缓，但鉴于庞大规模的群体用户，传统的广播电视节目收转传输业务收入稳步增长。同时在三网融合积极推进的背景下，公司积极加大新业态、新业务的推出力度，在原有业务稳步发展的基础上，不断扩增新的收入增长点，收入同比增长。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到公司广播电视业务的收费标准较低，导致毛利率低于行业平均水平，可能在一定程度上影响到公司的信用水平。

中诚信证评维持本次可转换公司债券信用等级 AAA，公司主体信用等级 AAA，评级展望稳定。

正 面

- 区位优势显著。公司是北京地区唯一获准经营广播电视节目传送业务的运营商，北京市庞大的用户群体和较高的居民收入水平为公司未来业务发展提供了较好的盈利基础。
- 业务基础进一步夯实。公司的用户群体持续增长，奠定了良好业务基础。截至 2013 年末，公司数字电视用户达 435 万户，数字化率达到 83.02%；其中高清交互数字电视用户 382 万户。
- 收入规模实现稳步增长。受结算周期不固定及建设进度放缓影响，在频道收转、广告、网络信息服务等业务带动下，公司 2013 年的营业收入合计 22.50 亿元，同比增长 2.24%。2014 年一季度，公司实现营业收入 5.23 亿元，同比增长 11.04%。
- 折旧费用于 2013 年见顶。随着建设进度的放缓，公司每年摊销的折旧费用将减少，增值业务利润和经营性业务利润有望逐年增加。

分 析 师

徐 娟 jxu@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 5 月 7 日

关 注

- 有线电视行业可能面临的竞争压力加大。随着IPTV、卫星电视等行业迅速发展，有线电视行业面临的竞争对手不断涌现，可能对其业务经营造成一定压力。
- 毛利率低于行业平均水平。公司主要负责北京地区的广播电视运营业务，收费标准较其他省份偏低，进而导致自身的毛利率低于行业平均水平。

重大事项说明

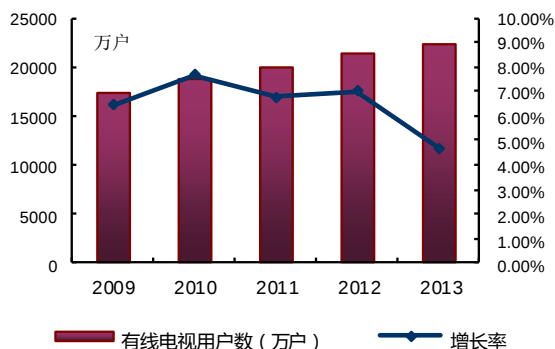
公司发行的可转换公司债券已于2011年5月26日进入转股期。截至2013年末，公司累计转股数7,176股，其中2013年转股数402股，转股价为14.79元/股，转股额合计6000元，尚未转股额为1,599,892,000元。

行业分析

中国有线电视用户数量持续稳定增长，数字化率进一步提高；虽然IPTV和卫星数字电视发展迅速，对数字电视行业未来发展形成竞争，但短期内不构成重大影响

近些年来得益于政府的大力扶持、城市化率的提高以及家庭小型化趋势，中国有线电视行业市场规 模逐年上升，2009~2013年期间复合增长率为6.52%。截至2013年12月31日，中国有线电视用户数已达到2.24亿户。

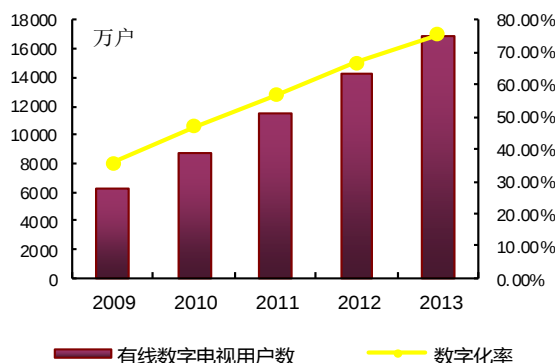
图1：2009年以来中国有线电视用户数及增长率



资料来源：国家广播电视总局，中诚信证评整理

有线电视的发展方向是逐渐从模拟信号向数字信号转变。近年来，随着政策支持力度的加大以及市场需求的提升，中国有线电视数字化进程逐年加快。根据《中国有线电视向数字化过渡时间表》中国将于2015年停止模拟广播电视的播出，并基本完成全国有线电视的数字化过渡。中国有线数字电视用户数由2009年的0.62亿户上升至2013年的1.69亿户，年均复合增长率达到28.49%；同时数字化率亦大幅增加至75.45%，中国有线电视用户数字化率稳步提升。

图2：2009年以来中国有线数字电视推广情况

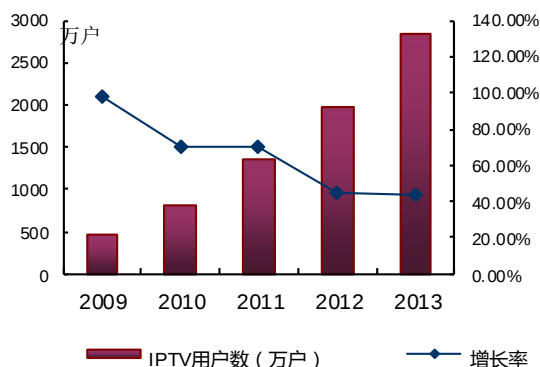


资料来源：国家广播电视总局，中诚信证评整理

有线电视数字化进程的加快，不仅带来了基本收视费用的大幅提高，还为收费频道、点播以及语音通话等增值服务的收费奠定了基础。其中在已经完成转换的地区，数字电视每月基本收视费大部分介于22到30元之间。在增值服务方面，伴随着有线电视数字化的发展，有线电视网络运营商可以利用丰富的频率资源开展扩展业务与增值业务，具备双向互动功能的有线电视除了能提供宽带上网、VOD点播外，还具有作为水电煤气、电视购物的支付平台等众多实用功能，将极大地方便居民的日常生活，为有线电视运营商带来新的收入和利润增长点。但是由于中国在该领域刚处于起步阶段，且用户对其接受的程度还比较低，因此其收入增长较为缓慢。

目前有线电视行业所面临的主要竞争对手是IPTV、卫星电视以及近年来快速兴起的互联网电视、网络视频。IPTV是电信运营商通过DSL或者光纤提供以电视机为终端的视频节目服务，其内容与高清交互式综合业务具有相似之处，用户可通过计算机、电视机及移动设备使用该服务。由于IPTV有很灵活的交互特性，近年来中国IPTV用户数量快速增长，根据工信部发布的数据，中国IPTV用户数由2009年的470万户上升至2013年的2,843万户，年均复合增长率达到56.83%。但由于有线数字电视收看的高清效果明显优于IPTV，且IPTV仍处于三网融合试点阶段，暂时不能大规模开展，这给高清交互式综合业务的开展留下了时间。

图3：2009年以来中国IPTV用户发展趋势



资料来源：工信部，中诚信证评整理

卫星电视是居民通过卫星天线、高频头以及接收机收看直播卫星传输的节目。由于我国地域辽阔，人口众多，全国范围内有线电视网的建设并不完全，在山区及偏远地区进行有线电视网建设的难度大成本高，可行性较低，而卫星电视是一种较为经济快捷的途径。国家《“十二五”文化改革发展规划纲要》提出，广播电视村村通工程要重点推进直播卫星广播电视公共服务，“十二五”期间基本实现从“村村通”到“户户通”。目前国内直播卫星用户数超过 2,600 万户。由于直播卫星电视由政府部门根据需要调配，不进行市场销售，并且已进行加密管理，且无本地化节目，因此目前对我国的有线电视构不成威胁。

中诚信证评认为，中国有线电视用户数量继续保持稳定增长态势，有线电视数字化率持续提高。虽然近期 IPTV 和卫星电视发展迅速，对数字电视行业未来发展形成竞争，短期内不构成重大影响。

三网融合试点工作结束，将进入实质性推进阶段

2010 年以来，广播电视网与电信网、互联网“三网融合”试点工作积极展开，一系列推进“三网融合”的重大举措逐步实施，中央 IPTV 集成播控总平台已经建成，省级分平台建设正在推进，全国统一的 IPTV 集成播控体系将逐步形成。三网融合发展两年来，已经积累了约 4 亿网络视频用户和 1.43 亿数字电视用户，有超过 1 亿人通过手机收看视频。另外，2M 以上固定宽带用户超过 1.4 亿户，新增光纤到户数超过 2300 万，双向网改覆盖用户超过 8000 万；互联网电视一体机存量超过了 2000 万台。随

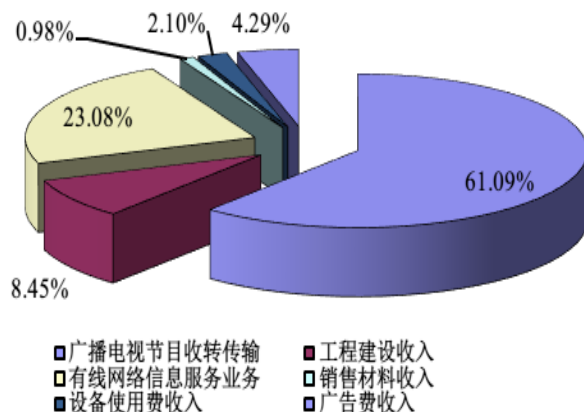
着工信部、广电总局同步向试点地区的有线电视运营商和电信运营商发放双向进入许可证，我国三网融合进入实质性推进阶段。

中诚信证评认为，随着三网融合的全面推行，预计未来一段时期内三网融合的进程将进一步加速，但能否取得开创性的进展，需继续关注分业监管问题、产业融合程度等因素。

业务运营

公司是北京地区唯一获准经营广播电视节目传送业务的运营商，主要从事北京地区广播电视节目收转传输、有线网络信息服务、广播电视网络工程建设。2013 年公司实现主营业务收入 22.36 亿元，与上年同期相比增长 2.24%。从收入构成来看，广播电视节目收转传输、有线网络信息服务和广播电视网络工程建设分别实现收入 13.66 亿元、5.16 亿元和 1.89 亿元，占比分别为 61.09%、23.08%和 8.45%，其余为广告费收入、销售材料收入和设备使用费收入，在主营业务收入中占比较小。

图 4：2013 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着前期高清交互数字电视推广目标的达成，2013 年公司的推广速度开始明显放缓；但歌华有线用户数量持续增长，数字化率不断提高，广播电视节目收转传输业务收入实现稳定增长

公司广播电视节目收转传输业务主要包括有线电视收看维护、有线电视入网和频道收转。

表 1：2011~2013 年公司广播电视节目收转传输收入情况

单位：亿元

业务	2011	2012	2013
有线电视收看维护	9.78	10.15	10.84
有线电视入网	0.38	0.44	0.41
频道收转	1.67	2.14	2.41
合计	11.83	12.73	13.66
合计占主营业务收入比（%）	62.68	58.19	61.09

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近几年，公司的业务重点是推进北京市高清交互数字电视转换。公司在 2009-2011 年实现了北京市政府确定的 3 年普及 260 万高清交互数字电视用户的工作目标，近两年仍继续推进高清交互数字电视的推广工作，但推进速度已明显放缓。截至 2013 年 12 月 31 日，公司有线电视用户注册数为 524 万户，较 2012 年同期增长 26 万户；公司数字电视用户 435 万户，较 2012 年同期增长 55 万户，数字化率达到 83.02%，较 2012 年提升 6.71 个百分点；高清交互数字电视用户 382 万户，较上年同期增长 72 万户。

同时，公司为适应用户需求，不断加强高清交互媒体平台建设，丰富高清交互节目内容。公司现有高清交互数字电视平台收转 168 套电视节目（其中 146 个标清电视节目、22 套高清电视节目）、16 套数字广播节目和 1 套 3D 频道。此外，公司不断完善产品类型，2013 年新增“最爱迪士尼”、“华数高清”和“巧虎来了”等付费栏目；新上线图书馆、公共教育、电视营业厅 3 个一级栏目，邮储专区及航班查询等 5 个二级栏目，并对北京数字高校等 11 个栏目进行了改版。

随着高清数字推广进度放缓，新增入网客户减少，公司 2013 年实现有线电视入网收入 0.41 亿元，同比下降 6.82%。但随着存量用户的增加，公司同期实现有线电视维护收入 10.84 亿元，同比增长 6.80%。

频道收转方面，公司与频道供应商之间以落地费方式进行结算，近几年频道收转收入稳定增长，2013 年全年合计 2.41 亿元，同比增加 12.62%。考虑到北京的区位优势、频道资源相对紧张等因素，预计未来公司频道收转收入将逐年增加。

三网融合的背景下，公司积极推进个人宽带业务和集团数据业务，并不断开发新的业务形态，网络信息服务业务持续快速增长

公司积极推进宽带业务、飞视业务、互联网电视业务等三网融合相关工作。家庭宽带方面，在电信宽带大幅提速、市场竞争日趋激烈的环境下，公司采取了多项有力措施，不仅推出高清交互机顶盒与家庭宽带捆绑策略，而且开展了两次宽带升级活动，推出 2M、4M、8M、12M、22M 共 5 个系列产品及 12 种组合营销套餐，并在石景山区开展 35M、50M 和 110M 大宽带产品试验。公司积极与北京电信合作，在宽带业务合作方面取得实质性进展。截至 2013 年末，公司家庭宽带用户达到 23.8 万户、较 2012 年净增 4.4 万户。

在集团数据业务方面，公司根据客户对无线网络的不同需求，面向政府机关、企业和家庭开展了多种数据增值业务和综合信息服务，已完成多个专网项目的签约和建设。2013 年，公司签约多个专网专线项目，开通了 1000 多条线路，累计开通 2.5 万线；并发展 IP 电话业务 800 线，累计超过 3400 线。

新的业务形态方面，公司推出的无线视频服务“歌华飞视”业务于 2011 年 6 月开始试点运营，已推出了飞视跨屏、微信业务和移动短信订购业务等服务。截至 2013 年 12 月 31 日，公司已累计发展用户 26 万户，自主建设飞视热点 1000 余处，累计达 1300 处；并与北京电信签署公共热点覆盖合作协议，在北京南站公共 WIFI 下同时实现电信上网与飞视服务。公司同时加大了歌华飞视向外省市拓展的力度，已与广东省网、河北省网达成飞视合作协议。另外，公司与百事通新媒体股份有限公司合作，于 2013 年 12 月初实验推出了“歌华宽带电视”业务，面向 12M、22M 个人宽带用户在网内进行实验推广，以积极对接并探索互联网电视运营。

2013 年，公司有线网络信息服务业务收入为 5.16 亿元，同比增长 10.98%，成为公司当年主营业务收入的主要增长点之一。

表 2：2011~2013 年公司有线网络信息服务收入情况

业务	2011	2012	2013
有线网络信息服务（亿元）	3.66	4.65	5.16
占主营业务收入比重（%）	19.39	21.26	23.08

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着“三网融合”政策的不断推进，有线网络信息服务业务是公司突破现有业务格局和结构的重要方面。三网融合给公司带来了新的思路和发展机遇，公司将由一个传统的、单一的广播电视传输商转变为全业务运营商，为公司增加了新的收入增长点。同时，中诚信证评也关注到随着三网融合的不断深入，公司视频传输领域垄断地位将不复存在，不仅要面对 IPTV 的竞争，还将面临网络视频、互联网电视、卫星电视等新兴媒体的冲击，三网融合市场参与主体日渐增多，公司的经营压力日趋加大。

受工程结算周期性及建设进度放缓影响，公司 2013 年工程建设收入大幅下滑

公司有线电视工程建设收入包括有线电视报装开户入网费中的工程建设费和公司数据信息业务的工程建设收入。受工程结算的周期性影响，该部分收入规模存在较大波动。2013 年，公司实现工程建设收入 1.89 亿元，同比下降了 52.91%，占主营业务收入的比重由上年的 13.20% 降至 8.45%。

表 3：2011~2013 年公司有线电视网络工程建设收入情况

业务	2011	2012	2013
工程建设收入（亿元）	2.31	2.89	1.89
占主营业务收入比重（%）	12.23	13.20	8.45

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

歌华有线的广告业务发展良好，业务收入保持逐年快速增长

公司于 2011 年 1 月 1 日正式启动了广告运营工作，当年仅实现广告收入 0.20 亿元。经过前期的业务发展和客户培育，公司的高清互动平台逐渐被广告主认可。2013 年，公司进一步开发、完善现有广告产品，广告收入逐年稳步增长，全年收入合计 0.96 亿元，同比增长了 21.52%。

表 4：2011~2013 年公司广告收入情况

业务	2011	2012	2013
广告收入（亿元）	0.20	0.79	0.96
占主营业务收入比重（%）	1.07	4.55	4.29

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着高清交互数字电视推广进度放缓，公司获得的政府支持资金大幅下降

由于有线电视网络传输具有公用事业的特征，因而在高清交互数字电视推广和三网融合的过程中，公司获得了政府的一系列政策支持和资金支持。其中交互数字电视推广获得的资金支持力度最大，北京市各级财政承担机顶盒推广经费的 65%。2011 年公司已经完成北京市政府制定的 3 年普及高清交互数字电视用户 260 万户的工作，近两年的推广进度明显放缓，故公司获得的政府资金支持大幅下降。公司 2011~2013 年收到的各项补助分别为 16.25 亿元、1.36 亿元和 0.48 亿元。其中收到高清交互机顶盒补助经费 0.12 亿元，较 2012 年减少 0.62 亿元，下降的幅度较大。

表 5：2013 年公司获得的与收益相关的政府补贴情况

单位：万元

政府补助项目	2013
基于自主创新的飞视热点覆盖技术，开展文化新媒体传播应用示范项目补贴	30
高清交互机顶盒补助经费	1159
市文化创新发展资金项目经费	490
市广电局“数字文化传播示范基地”项目扶持基金	2000
广播电影电视局基于直播电视的互动增强多媒体应用项目补助资金	1000
“营改增”过渡性财政扶持资金	36
国家广电总局广科院拨 NGB 关键技术研究与应用示范项目专项经费	19
市容改造补助资金	50
残疾人劳动就业保证金	2
车辆购置补贴	1
合计	4787

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

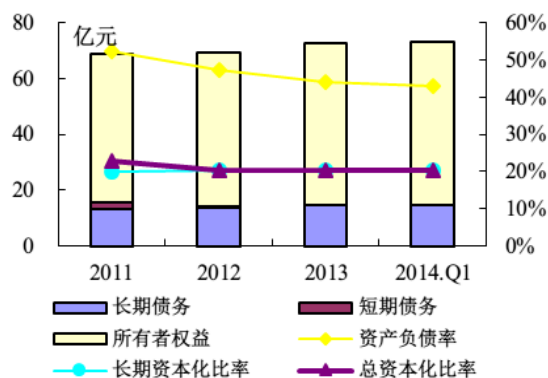
财务表现

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年财务报告及未经审计的 2014 年一季度财务报表。

资本结构

随着高清交互数字电视项目推进速度放缓，以及有线网络建设工程陆续完工结转，公司的资产规模基本维持稳定。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产规模为 103.18 亿元，同比减少了 1.05%。同时，公司的负债规模也随之减少，截至 2013 年 12 月 31 日，公司负债合计 45.34 亿元，同比减少 7.77%，资产负债率为 43.94%，同比下降了 3.21 个百分点；总资本化比率为 20.22%，与上年持平。截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产和负债规模持续下降，总资产降至 102.62 亿元，总负债降至 44.17 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 43.04% 和 20.15%，财务杠杆水平适中。

图 5：2011~2014.Q1 公司资本结构分析



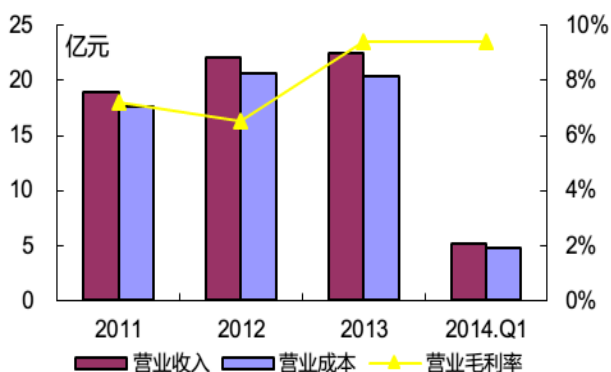
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，截至 2013 年末，公司总债务合计 14.65 亿元，包括短期债务 0.07 亿元和长期债务 14.59 亿元。截至 2014 年 3 月末，公司总债务合计 14.75 亿元，均为长期债务。考虑到公司的债务主要应用于高清交互数字电视基础应用工程等固定资产投资，与长期债务占比较高的债务结构较为匹配，有利于提高财务结构的稳健性。

盈利能力

除工程建设外，2013 年公司各项业务收入均呈现不同幅度的增长，全年实现营业收入 22.50 亿元，同比增长了 2.18%。2014 年一季度，公司实现营业收入 5.23 亿元，同比增长 11.04%。

图 6：2011~2014.Q1 公司盈利指标比较

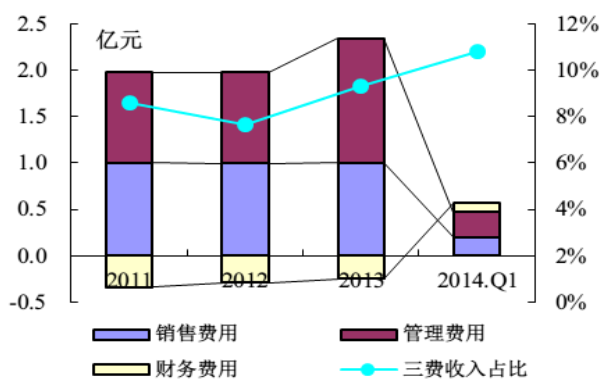


数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利率看，随着数字化转换项目完工及高清交互数字电视推广放缓后，公司的业务运营进入稳定期，促使业务运行成本有所下降，由 2012 年 4.28 亿元降至 3.78 亿元；同期固定资产折旧、人力成本、网络运行成本等其他成本维持上年水平，使得当年的营业毛利率大幅提升。2013 年，公司的营业毛利率为 9.41%，较 2012 年增加了 2.91 个百分点；2014 年一季度，营业毛利率为 9.39%。但由于公司的收费标准低于其他省份，导致自身的毛利率仍低于行业平均水平。

期间费用方面，2013 年公司加大研发投入，加强对研发费用支出的统一管理，导致研发费用较上年明显增加；同时，人力成本居高不下，带动了整体的费用规模。2013 年，公司三费合计 2.10 亿元，三费收入占比 9.33%，较上年增加了 1.68 个百分点。2014 年第一季度，公司期间费用合计 0.57 亿元，三费收入占比上升至 10.82%，因而在费用控制方面存在一定压力。

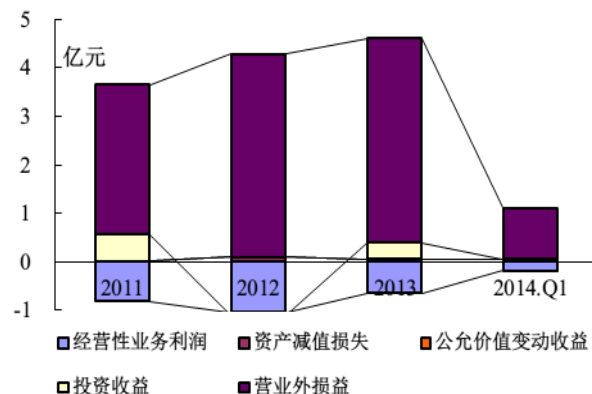
图 7：2011~2014.Q1 公司期间费用分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，得益于运行成本的下降，公司的盈利水平有所提高，2013 年经营性业务利润合计 -6423 万元，全年减亏 3908 万元；利润总额主要来自于投资收益和营业外收益。2013 年，公司转让持有的富邦歌华（北京）商贸有限责任公司 20% 股权，获得投资收益 2198 万元，加上当年下属子公司经营良好，全年的投资收益合计 3374 万元，较上年大幅增加。另外，公司营业外收益为 4.21 亿元，基本与上年持平，主要由政府补助构成。公司将收到的政府补助分为与收益相关的和与资产相关的政府补助，与收益相关的补助在费用发生后计入营业外收入，与资产相关的补助按照资产预计使用期限分期摊销计入营业外收入。高清交互机顶盒补助资金按照机顶盒预计使用期限 5 年内分期摊销计入营业外收入。公司 2013 年摊销的政府补助为 4.16 亿元。在营业外收益的拉动下，2013 年公司实现利润总额 3.84 亿元，同比增加了 28%。

图 8：2011~2014.Q1 公司利润总额情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从其他盈利指标看，2013 年公司实现净利润 3.78 亿元，同比增长 26.85%，所有者权益收益率为 6.54%，同比上升 1.14 个百分点。由于公司的部分业务具有社会公益性质，经营性业务仍处于亏损状况，但得益于运行成本下降，盈利能力增强，经营性业务同比减亏，加上每年北京市政府给予的专项资金和补助经费对公司的盈利提供了较大的补充和支持。

中诚信证评认为，公司大规模的资本投入期已过，近期业务运营趋于稳定，相应的运营成本有所下降，提升了整体的盈利水平，使得营业毛利率呈上升态势。此外，每年大额的政府补助对利润空间

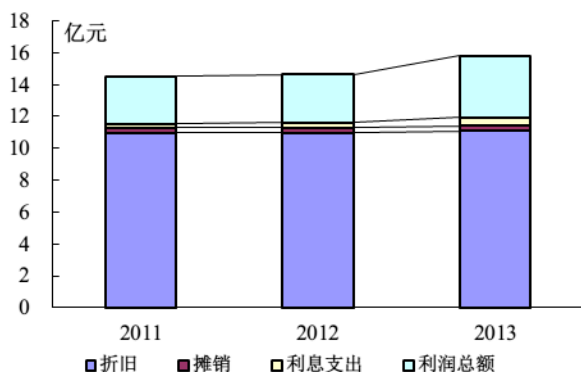
形成了大力支持。长期来看，有线电视数字化等相关投入将有助于拓展公司的业务规模，是公司未来盈利能力提升的重要基础。

偿债能力

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务规模为 14.65 亿元，同比增加了 4.87%，相对于现有的资产规模较为有限，且以长期债务为主，存在的偿债压力较小。未来随着高清交互数字电视的推进速度放缓，公司的资本支出将会继续减少，预计公司的债务规模增长有限。

公司近三年的 EBITDA 均保持了平稳增长态势。2013 年公司 EBITDA 为 15.79 亿元，同比增长了 7.93%。由于公司在数字化整转过程中形成大额固定资产，导致折旧费用在 EBITDA 的占比逐年增加，未来随着资本支出规模的不断增加，公司 EBITDA 仍将保持增长态势。

图 9：2011~2013 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务压力看，2013 年公司总债务/EBITDA 由 2012 年的 0.95 倍下降至 0.93 倍，整体的债务压力持续下降。从利息支付能力来看，2013 年公司 EBITDA 利息倍数由 2012 年的 18.45 倍降至 17.88 倍，仍具有很强的利息支付能力。从现金流角度看，公司 2013 年经营活动现金净流入 10.31 亿元，较 2012 年增加了 1.42 亿元，同期经营净现金流/总债务和经营净现金流利息倍数分别为 0.70 和 11.67 倍，经营性现金流对债务本息的保障能力很强。

表 6：2011~2014.Q1 公司偿债能力指标

指标	2011	2012	2013	2014.Q1
总债务（亿元）	15.76	13.92	14.65	14.75
资产负债率（%）	52.15	47.15	43.94	43.04
总资本化比率（%）	22.86	20.22	20.22	20.15
EBITDA 利息倍数（X）	15.96	18.45	17.88	-
总债务/EBITDA（X）	1.31	0.95	0.93	-
经营净现金流/总债务（X）	0.59	0.64	0.70	0.43
经营净现金流/利息支出（X）	15.76	11.21	11.67	-

注：2014 年一季度经营净现金流/总债务指标经年化处理

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司目前分别拥有北京银行、建设银行和工商银行所提供的 5 亿元、5 亿元和 20 亿元的授信额度，其中未使用授信额度为 30 亿元。公司与金融机构良好的合作关系为未来提供了一定的再融资空间，财务弹性很强。

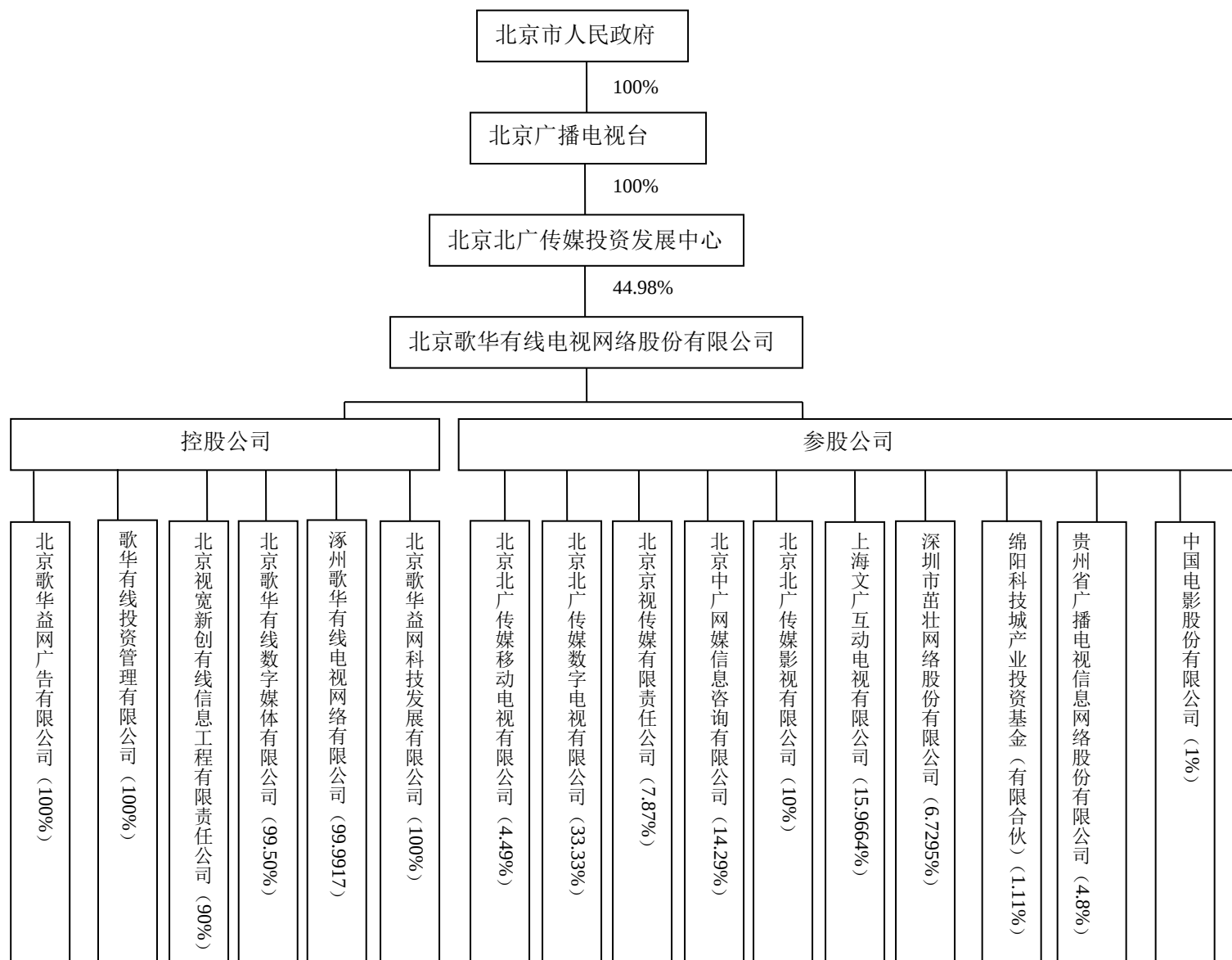
或有事项方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司不存在未决诉讼、对外担保等或有事项。

综合来看，公司资本结构稳健，现金流较好，且随着运营成本下降，盈利能力得以提高；同时在在营业外收益的带动下，利润总额得到一定保障。但同时中诚信证评关注到，每年的折旧摊销增加使得公司主营业务仍处于亏损状态。未来随着用户数量的增加、增值业务的发展和三网融合的实质性推进，长期看公司盈利水平将会实现稳步提升。

结论

中诚信证评维持北京歌华有线电视网络股份有限公司 2010 年可转换公司债券信用等级 AAA，维持公司主体信用等级 AAA，评级展望稳定。

附一：北京歌华有线电视网络股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：北京歌华有线电视网络股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	337,317.60	320,832.61	349,143.48	353,055.72
应收账款净额	1,495.45	3,527.09	7,184.27	9,192.05
存货净额	16,101.55	9,705.66	12,325.37	15,016.46
流动资产	372,564.33	339,213.93	374,104.14	383,011.72
长期投资	19,069.09	20,426.78	33,984.43	34,038.78
固定资产合计	700,116.17	655,677.92	598,482.60	584,421.13
总资产	1,111,743.39	1,042,770.39	1,031,766.33	1,026,258.26
短期债务	25,030.24	475.96	658.64	0.00
长期债务	132,588.47	139,203.72	145,881.47	147,498.20
总债务(短期债务+长期债务)	157,618.71	139,679.68	146,540.11	147,498.20
总负债	579,763.30	491,615.98	453,402.29	441,715.30
所有者权益(含少数股东权益)	531,980.09	551,154.41	578,364.04	584,541.96
营业总收入	189,783.70	220,208.97	224,961.37	52,329.70
三费前利润	8,221.71	6,518.42	14,557.70	3,860.20
投资收益	5,493.88	-549.49	3,373.90	54.35
净利润	27,931.98	29,775.02	37,814.74	6,177.92
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	120,596.99	146,328.74	157,938.84	9,667.12
经营活动产生现金净流量	92,560.00	88,925.28	103,129.32	15,922.43
投资活动产生现金净流量	-102,796.08	-94,179.26	-63,225.93	-11,997.64
筹资活动产生现金净流量	38,756.12	-10,431.02	-11,559.29	-12.55
现金及现金等价物净增加额	28,520.04	-15,684.99	28,310.87	3,912.24
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率(%)	7.18	6.50	9.41	9.39
所有者权益收益率(%)	5.25	5.40	6.54	4.23
EBITDA/营业总收入(%)	63.54	66.45	70.21	-
速动比率(X)	2.06	3.00	3.40	3.56
经营活动净现金/总债务(X)	0.59	0.64	0.70	0.43
经营活动净现金/短期债务(X)	3.70	186.83	156.58	-0.02
经营活动净现金/利息支出(X)	12.23	11.21	11.67	-
EBITDA 利息倍数(X)	15.94	18.45	17.88	-
总债务/EBITDA(X)	1.31	0.95	0.93	-
资产负债率(%)	52.15	47.15	43.94	43.04
总资本化比率(%)	22.86	20.22	20.22	20.15
长期资本化比率(%)	19.95	20.16	20.14	20.15

注：1、2014年一季度经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、所有者权益收益率等指标均经年化处理；
2、所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

附三：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定