



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪016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，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一五年四月二十一日

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（2015）

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	2014/05/07		
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

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，2014年公司传统的广播电视节目收转传输业务收入增速也明显放缓。鉴于公司具备庞大的用户基数，以及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，不断扩增新的收入增长点，整体业务规模及盈利能力逐步增强，其仍具备极强的综合竞争实力和偿债能力。

同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到随着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，未来可能对公司业务经营造成一定压力，从而影响到公司的信用水平。

综上，中诚信证评维持歌华有线主体信用等级AAA，评级展望稳定；维持本次可转换公司债券信用等级AAA。

正 面

- 区位优势及垄断优势显著。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良好的支撑。
- 收入规模和盈利水平稳步增长。随着“三网融合”政策的不断推进，公司有线网络信息服务业务规模增长明显，带动公司整体营业收入上升，盈利能力增强。公司2014年的营业收入合计24.66亿元，同比增长9.62%。其中，有线网络信息服务为6.01亿元，同比增长16.63%。2014年公司营业毛利率为15.16%，较上年提高5.57个百分点。
- 工程建设业务收入增长显著。随着工程建设进入完工结算阶段，公司工程建设业务大幅增长。2014年，公司实现工程建设收入2.72亿元，同比增长43.92%。

概况数据

歌华有线	2012	2013	2014
所有者权益(亿元)	55.12	57.84	62.95
总资产(亿元)	104.28	103.18	104.54
总债务(亿元)	13.97	14.65	14.82
营业总收入(亿元)	22.02	22.50	24.66
营业毛利率(%)	6.50	9.41	15.16
EBITDA(亿元)	14.63	15.79	17.92
所有者权益收益率(%)	5.40	6.54	9.03
资产负债率(%)	47.15	43.94	39.78
总债务/EBITDA(X)	0.95	0.93	0.83
EBITDA 利息倍数(X)	18.45	17.88	20.70

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东权益。

分 析 师

徐 娟 jxu@ccxr.com.cn
许家能 jnxu@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2015 年 4 月 21 日

关 注

- 有线电视行业面临的竞争压力将加大。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，可能对公司未来业务经营造成一定压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

重大事项说明

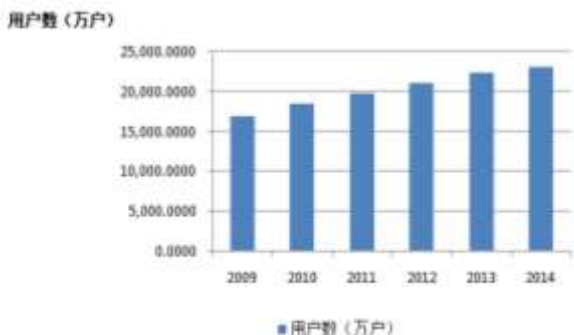
公司发行的可转换公司债券已于2011年5月26日进入转股期。截至2014年末，公司累计转股数3,432,593股，其中2014年转股数3,425,417股，转股价为14.69元/股，转股额合计50,321,000元，尚未转股额为1,549,571,000元。

行业分析

受益于城市化率的提高和家庭小型化趋势的加快，加之国家政策大力扶持，有线电视行业保持较快增长趋势，同时有线电视行业数字化率正在进一步提高，综合竞争实力逐步加强

受益于城市化率的提高和家庭小型化趋势的加快，加之国家政策大力扶持，中国有线电视行业市场规模呈现持续增长态势，2007~2014 年期间复合增长率为 7.45%。截至 2014 年 12 月 31 日，中国有线电视用户数已达到 2.31 亿户，相较于去年同期增长 3.13%。

图1：2009年以来中国有线电视用户数

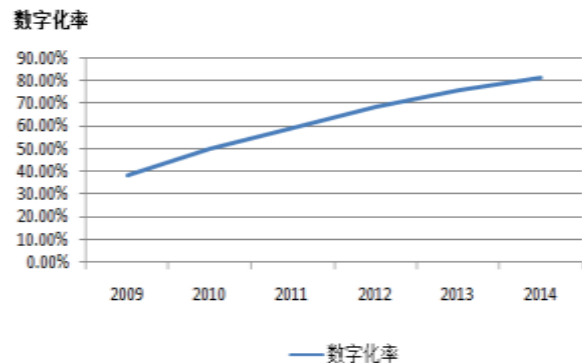


资料来源：国家广播电视总局，中诚信证评整理

同时，有线电视正在经历从模拟信号向数字信号转变的技术革新阶段。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。2007 年至 2014 年中国有线数字电视用户数量年均复合增长率达到 44.66%。2014 年中国有线数字电视用户数为 1.87 亿户，相对于去年同期增长率达到 10.65%；同时数字化率亦大幅增加至 81.02%，中国有线电视用户数字化率稳步提升，有线数字化整体

转换已步入中后期。

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

伴随着有线电视数字化进程步入中后期，除了基本收视费用外，业内各家公司更加注重增值服务的拓展以扩大其营收规模。有线电视网络运营商一般会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。

有线电视信息传输行业具有公用事业的特性，近年来国家出台了一系列政策扶持有线电视传输网络的建设运营，特别是在推进三网融合、数字化转化、网络双向化改造以及构建下一代有线电视网方面，国家给予了极大的政策支持。2009 年国家广电总局印发《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》，重点强调了有线电视传输网络的区域整合、数字化转化以及双向化改造等目标。2010 年 1 月，国务院发布《关于印发推进三网融合总体方案的通知》（国发[2010]5 号），提出以“统筹规划、资源共享”为原则，将通信传输和广播电视传输网建设和升级改造纳入国家重要信息基础设施建设范围，加强政策扶持，实现互联互通、资源共享，提高网络利用率，避免重复建设。制定了三网融合总体目标和阶段目标。总体目标为：“到 2015 年，实现电信网、广播电视网和互联网融合发展，网络利用率大幅提高。”2011 年 12 月，国务院办公厅印发《关于三网融合第二阶段试点地区（城市）名单的

通知》，增加了包括扬州市、泰州市、南通市、镇江市、常州市、无锡市、苏州市在内的 42 个地区（城市）。2012 年 2 月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布了《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》，纲要进一步明确文化产业的重要地位和作用，强调要建立健全文化产业投融资体系，鼓励和引导文化企业面向资本市场融资，促进金融资本、社会资本和文化资源的对接。2013 年 8 月，国务院发布《国务院关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》（国发[2013]31 号），明确“宽带中国”战略实施分全面提速阶段（至 2013 年底）、推广普及阶段（2014-2015 年）和优化升级阶段（2016-2020 年）。全面提速阶段应加快下一代广播电视网建设，推进“光进铜退”和网络双向化改造，促进互联互通；推广普及阶段应继续推进下一代广播电视网建设，进一步扩大下一代广播电视网覆盖范围，加速互联互通；优化升级阶段，全国广电网络互联互通平台覆盖广电网络用户比例超过 95%。

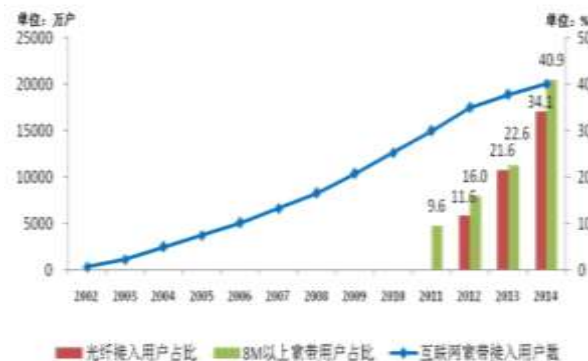
从以上密集的产业政策可以看出，发展广电网络、促进“三网融合”是国家推动文化产业、信息内容产业、信息服务业和其他现代服务业等战略性新兴产业快速发展的需要，开发可管可控可信的新一代网络技术也是保证党和政府舆论导向地位、保障国家文化安全的重要措施。可以预见，国家政策将在未来较长时期持续鼓励和推动有线广播电视传输行业发展。

IPTV、卫星电视以及近年来快速兴起的互联网电视、网络视频等发展迅速，对有线电视行业未来发展形成竞争。

随着宽带互联网的普及，对传统的有线电视网有着很大的影响。目前而言，有线电视行业的主要竞争对手有 IPTV、卫星电视以及近年来快速兴起的互联网电视、网络视频，其中 IPTV 对有线电视潜在威胁最大。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。2014 年，三家基础电信企业固定互联网宽带接入用户净增 1,157.5 万户，总数突破 2 亿户。相对于基数庞大的互联网

宽带接入用户数，同期中国 IPTV 用户数仅为 3,458 万户，未来可拓展空间较大。

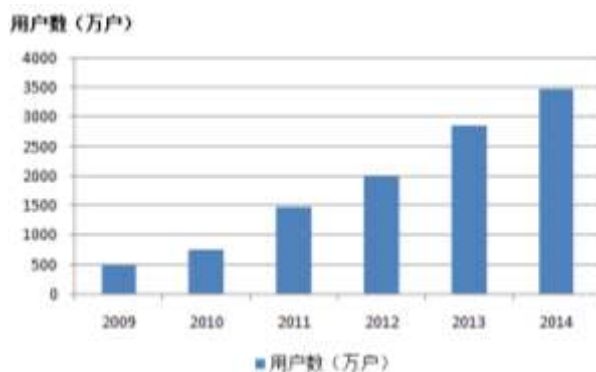
图3：2002～2014年互联网宽带接入用户发展和高速率用户占比情况



资料来源：工信部，中诚信证评整理

目前相对于拥有超过两亿用户的有线电视来说，中国 IPTV 用户数量依然很少，IPTV 对有线电视用户的分流相对有限，同时，其在节目资源、节目清晰度方面与有线电视相比也处于劣势。但从长期来看，依托于电信运营商较强的资金实力（单用户 APRU 高出有线电视 5 倍以上、全国一张网也带来资源的集约），IPTV 的模式预计仍能够得以持续。从长期来看用户分流现象将愈加明显，IPTV 将对传统的有线电视行业构成一定竞争。同时，随着技术的发展以及用户习惯的逐步改变，互联网电视、网络视频等对有线电视的分流效应也将逐步增强。

图4：2009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

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。2014 年公司实现主营业务收入 24.66 亿元，与上年同期相比增长 9.62%。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 14.01 亿元、6.01 亿元和 2.72 亿元，占比分别为 56.84%、24.39%和 11.04%，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 5：2014 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

公司有线电视用户注册数增速保持稳定，频道收转业务得到加强，未来业务收入仍有望保持增长态势

2014 年，公司有线电视用户注册数增速依然保持稳定。2014 年末公司有线电视用户注册数为 551 万户，较 2013 年末增长 27 万户，增长率为 5.15%。

公司广播电视节目收转传输业务收入主要由有线电视收看维护、有线电视入网和频道收转构成。2014 年公司广播电视节目收转传输业务收入为 14.01 亿元，相比去年同期增长 2.56%，增速有所回落。

表 1：2012~2014 年公司广播电视节目收转传输收入情况
单位：亿元

业务	2012	2013	2014
有线电视收看维护	10.15	10.84	10.99
有线电视入网	0.44	0.41	0.41
频道收转	2.14	2.41	2.61
合计	12.73	13.66	14.01
合计占主营业务收入比 (%)	58.19	61.09	56.84

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

高清交互数字电视方面，作为重点业务，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。目前，公司高清交互数字电视平台播出 173 个数字电视频道（含标清数字电视频道 148 个、高清数字电视频道 25 个）和 18 个

数字广播频道；高清交互平台节目总量为 7.4 万小时，歌华点播在线节目总计 3.6 万小时（其中高清节目 2 万小时，标清节目 1.6 万小时），节目总量比 2013 年底增加 8,000 小时；“电视回看”日点击量已突破 365 万次。

在实现北京市政府确定的 3 年普及 260 万高清交互数字电视用户的工作目标后，近两年公司仍继续推进高清交互数字电视的推广工作，但在经历前几年的高速增长后，目前推进速度已明显放缓。截至 2014 年 12 月 31 日，公司高清交互数字电视用户 420 万户，较 2013 年同期增长 38 万户，增长率为 9.95%，较去年减少 13.28 个百分点，增速明显放缓。

随着高清数字推广进度放缓，公司 2014 年实现有线电视入网收入 0.41 亿元，与去年基本持平。有线电视维护收入方面增速也出现回落，公司同期实现有线电视维护收入 10.99 亿元，同比增长 1.38%。

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，近几年公司加强了频道落地收转工作，频道收转收入稳定增长，2014 年全年合计 2.61 亿元，同比增加 8.50%。

三网融合为公司网络信息服务业务带了持续快速增长的机遇，同时也使得公司相关业务未来将面临更加直接的竞争

在有线网络信息服务业务板块，2014 年公司继续推进宽带业务、飞视业务、互联网电视业务等三网融合相关工作，业务收入规模持续增长。2014 年，公司有线网络信息服务业务收入为 6.01 亿元，同比增长 16.63%。

表 2：2012~2014 年公司有线网络信息服务收入情况

业务	2012	2013	2014
有线网络信息服务（亿元）	4.65	5.16	6.01
占主营业务收入比重 (%)	21.26	23.08	24.39

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在集团数据业务方面，2014 年公司注重加强在政府部门、金融机构、商业行业等重点领域的业务开发，已完成多个专网项目的签约和建设。截至 2014 年 12 月 31 日，公司集团数据业务实现收入 2.47 亿元，同比增长 8%；全年累计开通 1,600 条专线，累计开通达 2.7 万线。

家庭宽带业务方面，2014 年公司调整宽带产品价格体系，丰富套餐设置，加大了营销力度；推出了基于 DOCSIS3.0 技术的 35M、55M 和 110M 高带宽产品；积极开展互联网出口及内容引进建设工作，完成万兆互联网出口平台建设和缓存系统扩容；内网流量占全部流量百分比已经达到 65.6%，较 2013 年同比增长 8.6%；与北京电信合作推出共有品牌“华翼宽带”，已在全市范围进行规模推广。截至 2014 年 12 月 31 日，公司家庭宽带用户增长约 8 万户，累计达 31.6 万户，同比增长 32.77%；家庭宽带收款达到 2.5 亿元，增长了 2782 万元，增长 12.6 个百分点。

在创新业务方面，公司推出了无线视频服务“歌华飞视”，现已包含飞视跨屏、微信业务和移动短信订购业务等服务，且保持增长态势。目前“歌华飞视”实现了“家校新时空”在东城区和门头沟区部分学校的应用部署，并推出了“在线作文辅导平台”和“飞视看家宝”产品。歌华云平台上线后，公司全面升级推出歌华云飞视应用，覆盖 PC、手机、PAD 等移动终端，除了在移动终端观看电视内容外，还实现了推屏、拉屏等屏幕切换控制和智能遥控功能。截至 2014 年 12 月 31 日，公司飞视家庭用户新增 7 万户，累计达 33.5 万户；飞视平台传输节目达到 156 套；累计建设飞视热点 1900 处。

随着“三网融合”政策的不断推进，公司有线电视网络信息服务业务规模增长明显，打破了公司原有的业务格局，促使其由一个传统的、单一的广播电视传输商向全业务运营商转型，为公司增加了新的收入增长点。同时我们也关注到，随着“三网融合”政策的不断推进，使得公司与 IPTV、网络视频、互联网电视、卫星电视等新兴媒体运营商提供的服务越来越同质化，将面对更直接的业务竞争。

2014 年公司结算工程规模较大，当期工程建设收入较去年大幅增长；歌华有线的广告业务依托其高清互动平台的发展，收入保持较快增长，但伴随着高清互动平台发展放缓，广告业务后续增长具有一定不确定性

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。2014 年，公司结算工程规模较大，当期实现工程建设收入 2.72 亿元，同比大幅增长 43.92%，占主营业务收入的比重由上年的 8.45% 升至 11.04%。

表3：2012~2014年公司有线电视网络工程建设收入情况

业务	2012	2013	2014
工程建设收入（亿元）	2.89	1.89	2.72
占主营业务收入比重（%）	13.20	8.45	11.04

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

同时，得益于前几年公司高清互动平台的高速发展，平台的广告价值被深度挖掘，收获了广告主的认可，广告业务收入规模增长较快。2014 年，公司进一步开发、完善现有广告产品，广告收入加速增长，全年收入合计 1.31 亿元，同比增长了 35.59%。同时，中诚信证评也关注到 2014 年公司高清互动平台发展明显放缓，其广告收入的未来发展趋势具有一定不确定性。

表4：2012~2014年公司广告收入情况

业务	2012	2013	2014
广告收入（亿元）	0.79	0.96	1.31
占主营业务收入比重（%）	4.55	4.29	5.30

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务表现

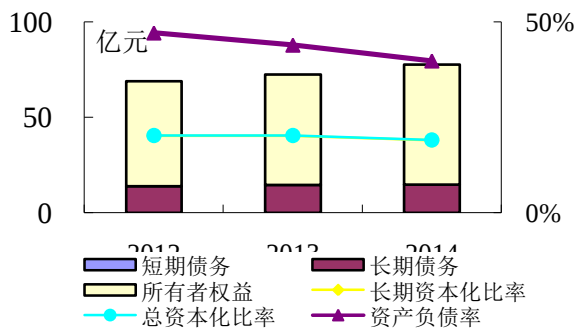
以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2012~2014 年财务报告。

资本结构

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 104.54 亿元，同比小幅增长 1.32%；公司总负债为 41.59 亿元，同比减少 8.02%，主要系政府补贴项目减少导致公司递延收益减少；公司所有者权益为 62.95 亿元，同比增长 8.84%，主要系由于公司盈利状况较好，留存收益积累使得未分配利润规模增加所致。

从财务杠杆比率来看，由于负债规模的较大幅度的减少，截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 39.78%，比去年同期减少了 4.16 个百分点；总资本化比率为 19.06%，较去年同期下降了 1.16 个百分点。

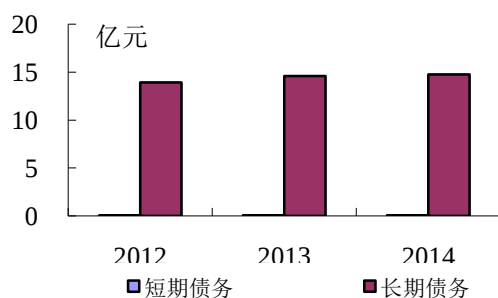
图 6：2012~2014 年公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014 年公司总债务为 14.82 亿元，比去年同期小幅增长 1.16%。其中，长期债务为 14.77 亿元，同比增长 0.18 亿元；短期债务 0.05 亿元，基本与去年持平。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。

图 7：2012~2014 年公司债务期限结构



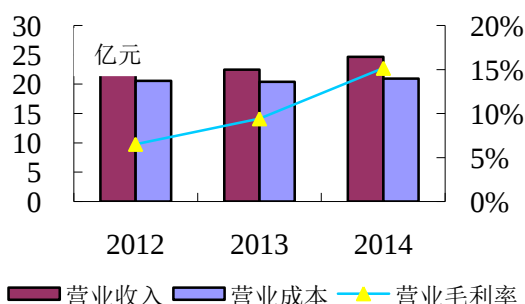
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

综上所述，公司整体负债水平降低，且债务期限结构较好，财务结构保持稳健。

盈利能力

2014 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 24.66 亿元，相较于 2013 年增长了 9.62%。

图 8：2012~2014 年公司盈利能力情况

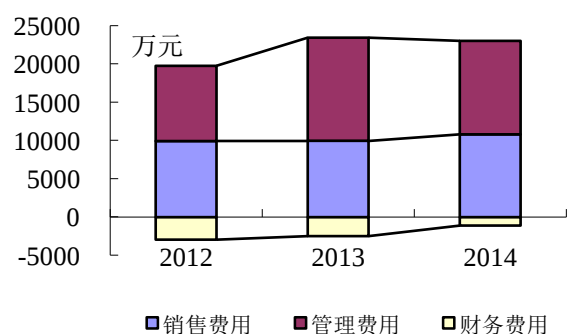


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司毛利率水平保持上涨势头，2014 年公司毛利率为 15.16%，比去年同期增长 5.75 个百分点，主要是由于有线网络信息服务业务和网络工程建设业务收入规模增长推动公司营业总收入增长，同时公司总营业成本保持与去年持平，因此毛利率得到较大提升。2014 年公司有线网络信息服务业务收入规模为 6.01 亿元，较上年增长 16.47%，主要是由于“三网融合”政策的推进，促使公司由一个传统的、单一的广播电视传输商向全业务运营商转型，为公司增加了宽带数据业务、“歌华飞视”等新业务收入增长点，从而公司有线网络信息服务业务收入增长明显。2014 年公司网络工程建设业务收入规模为 2.72 亿元，较上年增长 43.92%，主要是由于受工程结算的周期性影响，当前结算的网络工程量规模较大，同时盈利空间相对较大所致。与此同时，2014 年公司营业总成本为 23.64 亿元，与 2013 年总成本基本持平。

期间费用方面，2014 年公司期间费用为 2.19 亿元，同比减少 4.11%。2014 年公司期间费用占营业收入比率为 8.90%，比上一年下降 0.43 个百分点。相较于 2013 年，虽然公司期间费用有所上涨，但期间费用占营业收入比率有所下降，主要系由于收入规模提升的原因。整体看，公司期间费用控制能力进一步增强。

图 9：2012~2014 年公司期间费用分析

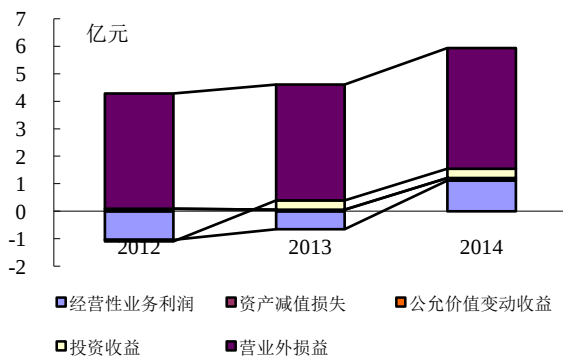


数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，得益于盈利水平的不断提升，公司经营性业务利润呈现逐年增长态势。2014 年公司经营性业务利润为 1.12 亿元，比去年增加 0.48 亿元。除经营性业务利润，公司利润总额的另一个主要构成部分为营业外收入。2014 年公司营业外收入为 4.41 亿元，占公司当期利润总额的 76.75%，

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 2014 年摊销的政府补助为 4.28 亿元。在营业外收入的拉动下，2014 年公司实现利润总额 5.74 亿元，同比增加了 49.38%。

图 10：2012~2014 公司利润总额情况



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

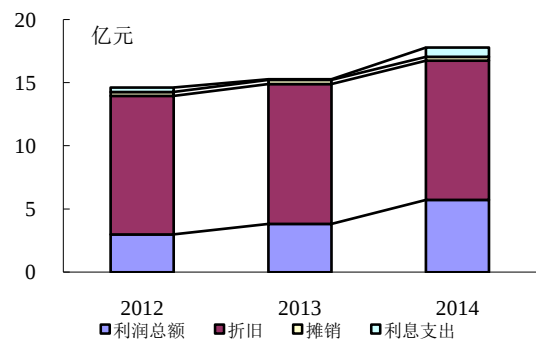
总而言之，伴随着公司大规模资本投入期的结束，各项业务逐步进入稳步发展期，盈利水平得以逐年提升。此外，每年大额的政府补助对利润空间形成了大力支撑。长期来看，有线电视数字化等相关投入将有助于拓展公司的业务规模，是公司未来盈利能力提升的重要基础。

偿债能力

截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务规模为 14.82 亿元，相较于上一年增加了 1.16%，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，预计后续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。2014 年公司 EBITDA 为 17.91 亿元，同比增长了 13.50%。由于公司盈利能力增强，带动其利润总额上涨，促使公司 EBITDA 保持逐年增长态势。

图 11：2012~2014 年公司 EBITDA 构成



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 对债务的保障程度看，2014 年公司总债务/EBITDA 由 2013 年的 0.96 倍下降至 0.83 倍；EBITDA 利息倍数由 2013 年的 17.31 倍升至 20.70 倍，EBITDA 对债务的保障程度增强，处于良好水平。从经营活动现金流看，公司 2014 年经营活动现金净流入 11.97 亿元，较 2013 年增加了 16.11%，同期经营净现金流/总债务和经营净现金流/利息支出分别为 0.81 和 13.83 倍，经营性现金流对债务本金的保障能力较去年增强，仍处于很好水平。

表 5：2012~2014 公司偿债能力指标

指标	2012	2013	2014
总债务 (亿元)	13.92	14.65	14.82
资产负债率 (%)	47.15	43.94	40.31
总资本化比率 (%)	20.22	20.22	19.06
EBITDA 利息倍数 (X)	18.45	17.31	20.70
总债务/EBITDA (X)	0.95	0.93	0.83
经营净现金流/总债务 (X)	0.64	0.7	0.8
经营净现金流/利息支出 (X)	11.21	11.67	13.83

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 29.94 亿元，财务弹性很强。

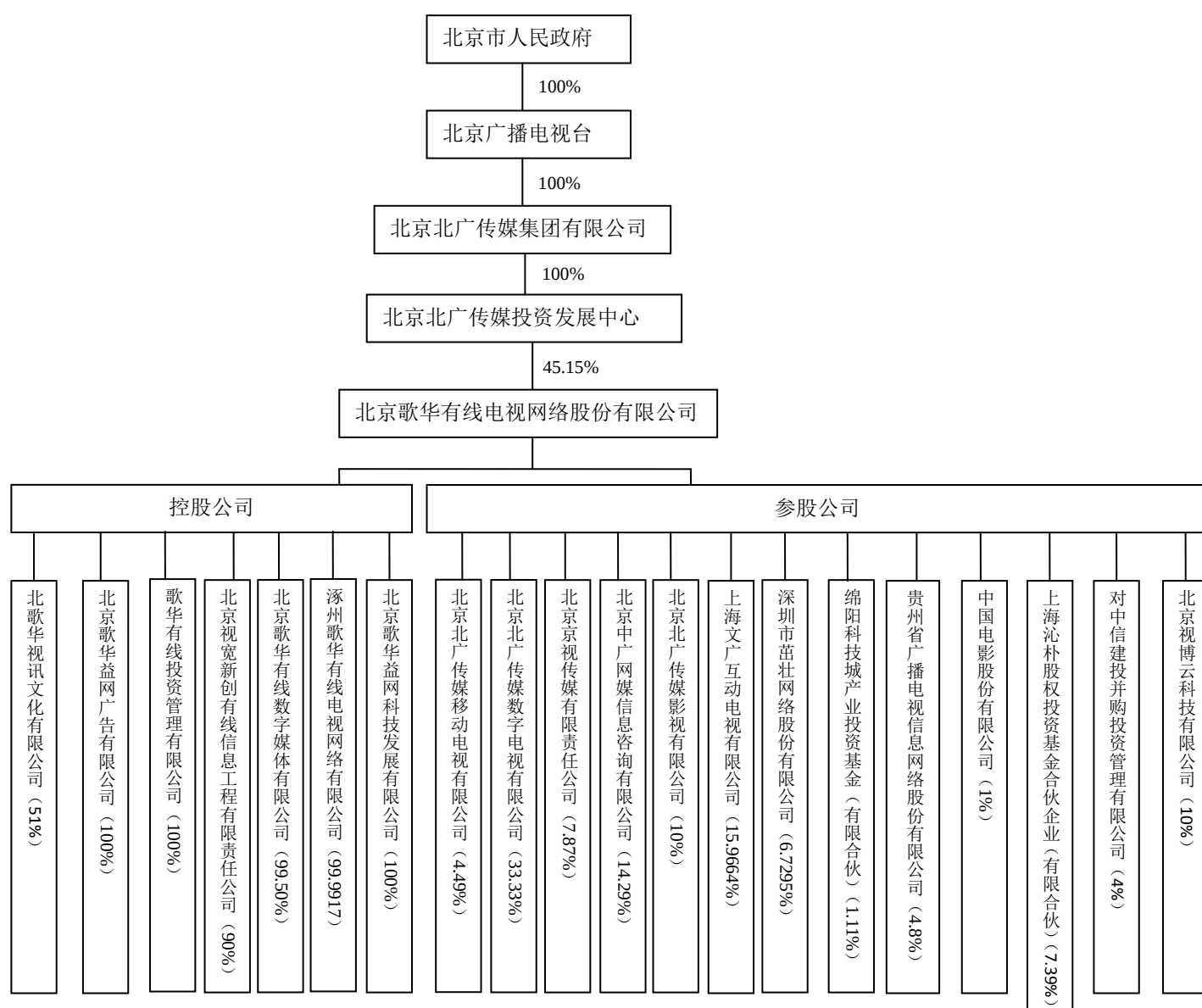
或有事项方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司不存在未决诉讼、对外担保等或有事项。

整体来看，公司资本结构稳健，获现能力好，且随着公司由大规模资本投入期进入稳步发展期，各项业务板块收入得到不同程度的提升，整体盈利能力有所提高。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，公司盈利水平将进一步提升。公司综合竞争实力及偿债能力极强。

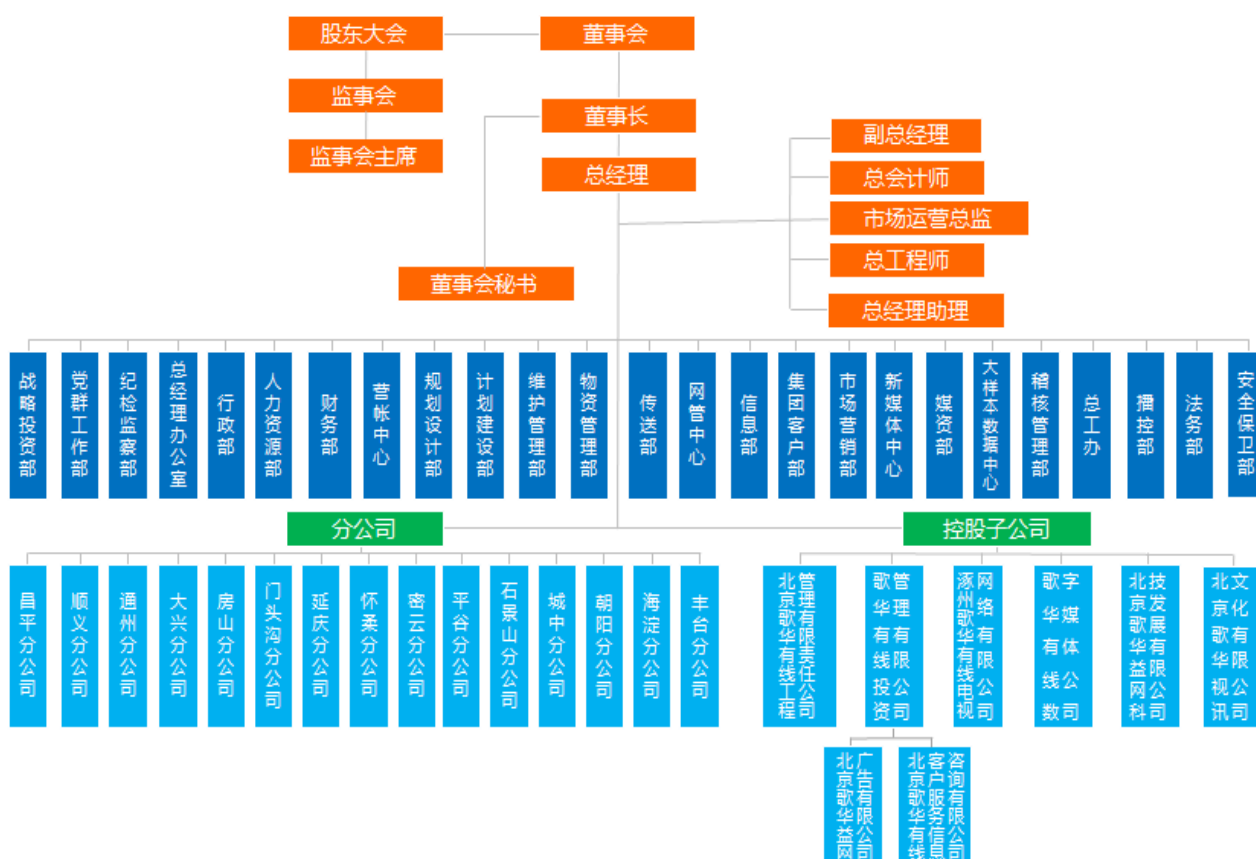
结 论

综上所述，中诚信证评维持歌华有线主体信用等级 **AAA**，评级展望稳定；维持“北京歌华有线网络股份有限公司 2010 年可转换公司债券”信用等级 **AAA**。

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 2014 年 12 月 31 日）



附二：北京歌华有线电视网络股份有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附三：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)	2012	2013	2014
货币资金	320,832.61	349,143.48	404,598.54
应收账款净额	3,527.09	7,184.27	18,104.45
存货净额	9,705.66	12,325.37	12,411.20
流动资产	339,213.93	374,104.14	442,986.00
长期投资	20,426.78	33,984.43	37,966.85
固定资产合计	655,677.92	598,482.60	543,691.44
总资产	1,042,770.39	1,031,766.33	1,045,367.29
短期债务	475.96	658.64	558.49
长期债务	139,203.72	145,881.47	147,683.76
总债务（短期债务+长期债务）	139,679.68	146,540.11	148,242.25
总负债	491,615.98	453,402.29	415,886.43
所有者权益（含少数股东权益）	551,154.41	578,364.04	629,480.86
营业总收入	220,208.97	224,961.37	246,599.85
三费前利润	6,518.42	14,557.70	33,137.58
投资收益	-549.49	3,373.90	3,324.41
净利润	29,775.02	37,814.74	56,872.17
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	146,328.74	157,938.84	179,181.18
经营活动产生现金净流量	88,925.28	103,129.32	119,739.64
投资活动产生现金净流量	-94,179.26	-63,225.93	-51,680.92
筹资活动产生现金净流量	-10,431.02	-11,559.29	-12,603.66
现金及现金等价物净增加额	-15,684.99	28,310.87	55,455.06
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	6.50	9.41	15.16
所有者权益收益率（%）	5.40	6.54	9.03
EBITDA/营业总收入（%）	66.45	70.21	72.66
速动比率（X）	3.00	3.40	3.95
经营活动净现金/总债务（X）	0.64	0.70	0.81
经营活动净现金/短期债务（X）	186.83	156.58	214.40
经营活动净现金/利息支出（X）	11.21	11.67	13.83
EBITDA 利息倍数（X）	18.45	17.31	20.70
总债务/EBITDA（X）	0.95	0.93	0.83
资产负债率（%）	47.15	43.94	39.78
总资本化比率（%）	20.22	20.22	19.06
长期资本化比率（%）	20.16	20.14	19.00

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包括少数股东权益。

附四：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）

附五：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

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

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。