

华数数字电视传媒集团有限公司
公开发行 2018 年公司债券（第一期）

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100535】

评级对象: 华数数字电视传媒集团有限公司公开发行 2018 年公司债券(第一期)

18 华数 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 27 日

首次评级: AAA/稳定/AAA/2017 年 8 月 23 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第 1 季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.80	2.88	4.71	0.97
刚性债务	18.97	21.01	21.14	20.91
所有者权益	12.44	12.02	11.68	12.37
经营性现金净流入量	0.01	-0.71	-0.50	-0.53
合并口径数据及指标:				
总资产	267.33	282.48	292.61	291.76
总负债	115.59	127.08	134.79	132.92
刚性债务	23.86	21.85	21.61	21.42
所有者权益	151.74	155.39	157.81	158.84
营业收入	66.68	71.91	78.89	18.04
净利润	2.17	2.98	5.91	1.56
经营性现金净流入量	27.97	23.71	21.31	1.03
EBITDA	22.78	16.23	27.36	—
资产负债率[%]	43.24	44.99	46.07	45.56
权益资本与刚性债务 比率[%]	636.07	711.09	730.39	741.52
流动比率[%]	164.60	147.26	128.41	138.50
现金比率[%]	66.99	51.11	36.06	30.92
利息保障倍数[倍]	1.88	4.73	15.32	—
净资产收益率[%]	1.99	1.94	3.78	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	36.81	32.34	24.57	1.12
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-28.17	-3.05	-2.92	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.85	17.69	63.32	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.62	0.71	1.26	—

注:根据华数集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第 1 季度财务数据整理、计算。

分析师

蒋卫 jw@shxsj.com
武嘉妮 wjn@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对华数数字电视传媒集团有限公司(简称“华数集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其公开发行的 2018 年公司债券(第一期)的跟踪评级反映了 2017 年以来华数集团在垄断和政策支持、经营规模扩张及财务状况等方面保持的优势,同时也反映了公司在市场竞争、整合后的管理、技术升级以及新产品冲击等方面继续面临压力。

主要优势:

- **政策支持优势。**有线电视业务发展能够得到国家相关政策支持。
- **资质齐全。**华数集团拥有经营有线电视业务、交互式网络电视、互联网电视、手机电视及互联网视频等业务资质,资质齐全。
- **业务垄断优势。**有线电视传输行业进入实施许可证制度,行业壁垒高,具有区域垄断性,华数集团为浙江省“一省一网”整合主体,业务开展有优势。
- **财务状况良好。**华数集团负债经营程度较低,经营现金回笼较快,货币资金充裕,资产流动性良好,对债务偿付的保障程度极高。

主要风险:

- **市场竞争激烈。**随着现代新媒体的快速发展以及三网融合的全面推广,华数集团运营和市场营销面临挑战。
- **整合导致费用增加,对盈利产生负面影响。**随整合的进行,整合费用、网络设备投资等产生的折旧费也相应增加,短期内对华数集团盈利存在负面影响。
- **技术更新升级及新产品冲击。**有线电视传输网络以及新媒体等行业技术更新较快,或面临新技术或新产品出现对现有业务造成冲击的情

- 母公司债务负担较重。华数集团刚性债务主要集中于母公司，而母公司货币资金存量较少，母公司债务负担较重。

➤ 未来展望

通过对华数集团及其发行的上述公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债还本付息安全性极高，并维持上述公司债 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



华数数字电视传媒集团有限公司
公开发行 2018 年公司债券（第一期）

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照华数数字电视传媒集团有限公司（简称“华数集团”）公开发行 2018 年公司债券（第一期）（简称“18 华数 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据华数集团提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年年第一季度财务报表及相关经营数据，对华数集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司发行债务融资工具情况如图表 1 所示。截至 2018 年 3 月末，公司在境内发行的待偿还债务融资工具本金余额为 14.00 亿元，截至目前利息兑付情况正常。

图表 1. 公司发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
14 华数 CP001	3.50	365 天	5.68	2014 年 3 月	—	已到期兑付
15 华数 MTN001	6.00	3 年	5.78	2015 年 2 月	12 亿元/2014 年 12 月	已到期兑付
15 华数 MTN002	6.00	3 年	4.03	2015 年 11 月		本金未兑付， 付息情况正常
16 华数 PPN001	3.20	6 个月	3.44	2016 年 1 月	6 亿元/2015 年 12 月	已到期兑付
16 华数 PPN002	2.80	6 个月	3.36	2016 年 1 月		已到期兑付
18 华数 01	8.00	5 年	4.70	2018 年 4 月	—	尚未兑付

资料来源：华数集团（截至 2018 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观

经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求

为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

(2) 行业因素

该公司主业涉及有线电视传输、互联网等领域。相关行业情况易对公司经营造成影响。

A. 有线电视行业

我国有线电视行业实施许可证制度，具有区域排他性，存在政策、资金及技术等壁垒，但有线电视行业整体收入增速放缓，并面临来自 IPTV、互联网电视等新媒体的替代性竞争压力。近几年有线电视数字化普及进程较快，目前我国已处于数字化整改的后期。同时，高清数字电视、互动点播等数字电视业务也得到快速发展。

行业概况

近年来，随着我国居民消费能力的提升以及三网融合的政策背景，广播电视及网络视听行业发展较快，以广播电视行业为代表的传统媒体以及以 IPTV 等为代表的新兴媒体在三网融合的背景下互相渗透和融合。2015-2017 年，我国广播电视服务业总收入分别为 4634.56 亿元、5039.77 亿元和 6070.21 亿元，持续增长，从收入结构上来看，电视广告收入持续下降，广播广告收入增幅较大，收入增长主要来源于财政补贴和新媒体收入的增长。

有线电视网络属于资本密集型、技术密集型行业。建设有线电视网络需要地下管道或架线空间等稀缺资源，并且需要投入巨额资本建设有线电视前端系统、进行光电缆铺设等，而且建设周期较长。开展有线电视网络运营，特别是

有线电视运营需要核心技术的掌握和运用，其技术含量要求较高。

由于具有抗干扰能力强，传输信号质量好等优点，有线电视网络是我国覆盖面最广、入户率最高的电视信号传输系统。但近年来，随着技术的不断发展，我国居民家庭多种方式复合收视的特征愈发明显。总体来看，有线电视仍为最主流的收视方式，但广播电视直播卫星、交互式网络电视（即 IPTV）和互联网电视（OTT-TV）等收视方式市场份额增长较快，对有线电视市场份额构成一定蚕食。2017 年末，我国有线电视用户总量为 2.45 亿户，2017 年有线电视以 54.81% 的收视份额位居第一，收视份额首度出现下滑；当年广播电视直播卫星、交互式网络电视（即 IPTV）和互联网电视（OTT-TV）分别以 28.86%、27.29% 和 24.61% 的收视份额位居第二至四名。

图表 2. 我国收视格局（单位：亿户、%）

收视分类	2015 年		2016 年		2017 年	
	用户数	收视份额	用户数	收视份额	用户数	收视份额
有线电视	2.02	59.36	2.52	59.60	2.45	54.81
广播电视直播卫星	0.71	16.78	1.07	25.30	1.29	28.86
IPTV	0.46	11.00	0.87	20.00	1.20	27.29
OTT-TV	0.14	—	0.73	17.26	1.10	24.61

资料来源：中国有线电视行业发展公报，新世纪评级整理

我国有线电视行业主要是通过发放经营许可证来实施许可制度。由于原国家广电总局¹对有线电视网络的指导管理政策为“一省一网”，有线电视运营服务企业在所经营区域内具有垄断地位。近年来，有线电视运营服务企业主要通过收购区域内有线电视公司积极推动省网整合。

目前我国有线电视正处于数字化整体转换后期。2017 年末，我国数字电视实际用户占有有线电视实际用户数的比例已上升至 90.65%²。随着数字电视整体或部分整转的完成，全国各地有线电视运营服务企业陆续提高了收视费；同时，除传统的电视节目内容传输外，有线电视运营服务企业还可以开展付费高清电视、视频点播等服务。2017 年，我国有线视频点播用户总量达 6166.8 万户。其中，标清视频点播用户达 199.3 万户，高清互动点播用户达 5504.6 万户。此外，4K 互动点播用户加速增长，总量达到 462.9 万户，占当年视频点播总用户的 7.51%。目前上述增值业务已成为有线电视运营服务企业收入增长的重要来源。

政策环境

2012 年国家广电总局发布《地面数字电视广播覆盖网发展规划》，提出发展目标：到 2018 年底，全国地级（含）以上城市地面电视完成向数字化过渡，开始逐步停播模拟电视；到 2020 年底，全面完善地面数字电视广播覆盖网，全面关闭地面模拟电视信号，完成地面电视向数字化过渡。

2016 年，中共中央宣传部、财政部、国家新闻出版广电总局（简称“国家

¹ 现已更名为国家新闻出版广电总局。

² 数据来源：《2017 年全国广播电视行业统计公报》。

广电总局”)向各省、自治区、直辖市党委宣传部、财政厅(局)、新闻出版广电总局联合下发了《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》(中宣发【2016】41号,简称“《意见》”)。《意见》要求结合市场运作和行政推动,到“十三五”末期,基本完成全国有线电视网络整合,成立由中国广播电视网络有限公司(简称“中国广电”)控股主导、各省级有线电视网络公司共同参股、按母子公司制管理的全国性股份公司,实现全国一张网。

2017年4月28日,财政部、税务总局印发了《关于继续执行有线电视收视费增值税政策的通知》(简称“《通知》”),《通知》明确在2017年1月1日至2019年12月31日期间,对广播电视运营服务企业收取的有线电视基本收视维护费和农村有线电视基本收视费免征增值税。并且,在《通知》印发之日前已征的按照规定应予免征的增值税,可抵减纳税人以后月份应缴纳的增值税或予以退还。该项增值税优惠措施的落实有助于减轻有线电视运营服务企业负担。

竞争格局/态势

近年来,随着三网融合进入全面推广阶段以及高速率宽带用户占比的提升,国内新兴互联网电视保持较快发展。目前IPTV业务模式已较为成熟,用户数量增长迅速。OTT-TV业务继续受制于直播内容的缺失,短期内仍为IPTV的补充。中长期来看,我国传统有线电视面临IPTV、OTT-TV及互联网视频的激烈竞争,区域垄断地位也受到一定挑战,但短期内有线电视仍可占据主导地位,但用户数或将进一步下滑。我国有线电视行业样本企业数据如下图所示。

图表 3. 行业内部分样本企业基本数据概览(2017年/末,亿元,%)³

核心样本企业名称	核心经营指标(产品或业务类别)					核心财务数据(合并口径)				
	营业收入	净利润	毛利率	ROE	应收账款周转率	总资产	资产负债率	带息债务	EBITDA/利息费用	经营性净现金流
东方明珠新媒体股份有限公司	162.61	23.97	25.26	8.28	6.30	373.32	20.71	25.25	-34.64	30.09
华数数字电视传媒集团有限公司	78.89	5.91	33.35	3.78	8.23	292.61	46.07	21.61	63.32	21.31
湖南电广传媒股份有限公司	87.41	-2.36	17.39	-4.43	8.62	237.48	52.74	92.55	2.98	1.29
贵州广电传媒集团有限公司	73.15	3.48	27.22	7.33	8.00	128.67	57.17	14.11	532.64	8.92
河北广电信息网络集团股份有限公司	31.74	0.76	23.83	3.02	4.26	89.28	64.52	13.79	11.15	2.68
河南有线电视网络集团有限公司	11.73	0.53	33.14	3.53	5.12	54.72	70.93	26.85	6.31	1.33
陕西广电网络传媒(集团)股份有限公司	28.53	1.76	31.50	6.12	8.61	72.36	57.59	14.54	22.04	6.65
安徽广电传媒产业集团有限责任公司	34.64	0.21	27.20	0.31	6.02	60.52	71.94	23.44	5.81	1.74

³ 除该公司外,其他企业数据均采用wind口径。

资料来源：新世纪评级整理。

我国广电系统独占国内互联网电视内容播控权并颁发 IPTV 和 OTT-TV 牌照。目前，国家广电总局共颁发 12 张 IPTV 牌照，具体包括：4 张全国性牌照（原百视通新媒体股份有限公司、央视国际、南方传媒、国广东方）；2 张地方性牌照（华数集团、江苏电视台）；3 张省级播控平台牌照（辽宁广播电视台、广东广播电视台、湖南广播电视台）；2 张 IPTV 传输牌照（中国电信和中国联通）；1 张 IPTV 行业牌照（北京华夏安业科技有限公司⁴）。IPTV 业务收入在内容提供方、中央和地方电视台以及电信运营商之间分配，开展模式目前以上海东方明珠新媒体股份有限公司⁵（简称“东方明珠”，600637.SH）、中国电信和央视总播控平台之间的合作为代表：东方明珠与央视总播控平台合建中央总播控平台提供 IPTV 内容、并对接地方二级播控平台，中国电信提供专用传输网络和客户。

受制于国家广电总局的监管要求，在我国 OTT-TV 提供的内容必须与互联网电视牌照商合作，且 OTT-TV 不得对电视台节目进行直播。OTT-TV 在直播节目上的缺失制约了其对 IPTV 的替代性，业务空间仍局限于视频点播市场以及部分可购得版权的直播节目。OTT-TV 市场竞争主体众多，目前主要存在视频网站、科技公司和强势牌照商三种商业模式。其中，强势牌照商模式以包括华数集团在内的 7 家均拥有互联网电视集成平台及内容服务牌照的牌照方为代表，牌照方已有业务模式中的用户具有付费习惯，能够保证持续的现金流，因此牌照商不急于颠覆现有业务模式，而是将 OTT-TV 纳入市场布局，作为 IPTV 的补充。

风险关注

➤ 有线电视行业用户数下滑，收入增速放缓

2017 年全国有线广播电视实际用户数 2.14 亿户，比 2016 年（2.28 亿户）减少 0.14 亿户，同比下降 6.06%。其中，全国有线数字电视实际用户数 1.94 亿户，比 2016 年（2.02 亿户）减少 0.08 亿户，同比下降 3.96%；数字电视实际用户占有有线电视实际用户数比例为 90.65%，比 2016 年（88.60%）提高了 2.05 个百分点，有线电视数字化率进一步提升。我国有线电视业务用户数下降、数字化率趋于饱和，有线电视行业收入增速放缓。

➤ 外部替代性竞争加剧

传统有线电视面临 IPTV、OTT-TV、互联网视频以及其他新形式媒体的激烈竞争，区域垄断地位也受到一定挑战。虽然短期内有线电视仍将占据主导地位，但依然面临由于选择多元化带来的客户流失。

B. 互联网宽带行业

三网融合的推进使得电信业务牌照逐步放开，广电系统在电信业务方面与

⁴ 为广电体系外企业，只被允许在电视机终端上运营教育行业内容。

⁵ 原百视通新媒体股份有限公司在 2015 年 5 月吸收合并原上海东方明珠（集团）股份有限公司，并更为现名。

电信运营商展开竞争，但目前广电系统在宽带业务市场上占比尚小。

行业概况

近年来，我国电信业务平稳运行，收入结构则持续向互联网接入和移动流量业务倾斜。随着技术的不断进步，光纤接入成为固定互联网宽带接入的主流。2015-2017年，我国固定电信业务中固定数据及互联网业务收入分别为1528.60亿元、1944.00亿元和1971.00亿元。2017年末我国光纤接入（FTTH/O）端口达6.57亿个，占互联网接入端口的比重提升至84.40%，其中，三家基础电信企业固定互联网宽带接入用户数达3.49亿户，同期末，我国有线宽带业务用户总量达3498.50万户，同比大幅增长33.00%。虽然近年来广电宽带业务不断增长，但业务规模仍然较小。

政策环境与竞争格局

2015年8月25日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发三网融合推广方案的通知》（国办发【2015】65号文）标志着三网融合工作从推广试点阶段正式进入全面推广阶段。电信网、广播电视网和互联网的三网融合业务发展渐成规模。

2016年5月5日，工信部向中国广电颁发了《基础电信业务经营许可证》，批准中国广电在全国范围内经营互联网国内数据传送业务和国内通信设施服务业务。结合此前中国广电已经获得的国内多方通信服务业务、呼叫中心业务、信息服务业务（不含固定网电话信息服务和互联网信息服务）、网络托管业务、国内因特网虚拟专用网业务、因特网数据中心业务、因特网接入服务业务这7张跨地区电信业务经营许可证，广电系统正式参与到电信业务的竞争。

风险关注

➤ 网络运行风险

有线电视网络系统需要不断进行调试、试运行与维护以达到良好运行状态。如果网络在运行和维护期间遇到设备故障及非法信号供给导致传输信号中断等，或将对企业经营造成一定影响。

➤ 技术更新迭代快

由于技术更新迭代较快，新技术的出现或原有技术的突破都有可能对有线电视网络及其衍生服务的优势造成冲击。此外，若企业对相关技术的把握出现偏差，或将对经营造成不利影响。

(3) 区域市场因素

浙江省庞大的人口基数为该公司业务运营提供了保证，同时较为发达的经济发展水平以及较高的人均收入为公司业务开展提供了发展空间。

浙江省是我国经济最具活力的地区之一，地区生产总值连续多年位居我国各省市自治区GDP前五名，GDP增长速度一直高于全国平均水平。2017年浙

江省实现地区生产总值（GDP）5.18 万亿元，同比增长 7.8%，全年人均 GDP 为 9.21 万元，同比增长 6.6%。2017 年全省全体居民人均可支配收入 4.20 万元，扣除价格因素增长 6.9%，其中城镇常住居民人均可支配收入 5.13 万元，农村常住居民人均可支配收入 2.50 万元，扣除价格因素，分别比上年实际增长 8.5% 和 9.1%，城镇居民、农村居民人均可支配收入连续多年居全国前列⁶。2017 年末，浙江省常住人口为 5657 万人，城镇化率为 68.00%。同期末有线广播电视用户数 1475 万户，电视人口综合覆盖率达 99.75%。

图表 4. 浙江省国民经济及社会发展主要指标

指标	2015 年		2016 年		2017 年	
	数额	增速 (%)	数额	增速 (%)	数额	增速 (%)
地区生产总值 (万亿元)	4.29	8.00	4.65	7.50	5.18	7.80
财政总收入 (万亿元)	0.85	8.70	0.92	7.70	1.03	10.60
人均 GDP (万元)	7.76	7.60	8.35	6.70	9.21	6.60
全体居民人均可支配收入 (万元)	3.55	8.80	3.85	8.40	4.20	9.10
有线电视用户 (万户)	1538	2.60	1531	-0.46	1475	-3.30
电视综合人口覆盖率 (%)		99.70		99.70		99.75

资料来源：2015-2017 年浙江省国民经济和社会发展统计公报、新世纪评级整理。

总体来看，浙江省作为我国经济最发达地区之一，其庞大的人口基数和较高的人均消费水平都为区域内有线电视运营服务、互联网业务等发展提供了有利支撑。

2. 业务运营

该公司目前已经形成了以有线电视业务为主要收入来源，同时大力发展互联网业务，并积极探索新媒体业务的产业格局。近年来公司有线电视省网整合有序推进，其中互联网业务以较快速度增长；公司综合毛利率逐年上升，盈利能力亦维持稳中有升的态势。

该公司定位为浙江省有线电视省网整合主体，在浙江省业务开展具有区域优势。公司主要从事有线电视业务、互联网业务等，目前已取得了覆盖其核心业务所需的重要资质。

该公司其他业务主要包括广告、自拍剧销售、专用设备销售、技术服务、游戏业务等。公司其他业务的业务品种较多，但单个业务收入规模较小，占公司营业收入的比重均不大。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况 (亿元, %)

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	66.68	71.91	78.89	18.04	17.97

⁶ 2015-2017 年，我国城镇居民人均可支配收入分别为 3.12 万元、3.36 万元和 3.64 万元。

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其中：核心业务营业收入（亿元）	59.06	66.16	70.72	16.04	15.38
在营业收入中所占比重（%）	88.57	92.00	89.64	88.91	85.59
其中：（1）有线电视业务	46.41	47.45	47.73	11.01	11.45
在核心业务收入中所占比重（%）	78.58	71.72	67.49	68.64	74.45
（2）互联网业务	12.65	18.71	22.99	5.03	3.93
在核心业务收入中所占比重（%）	21.42	28.28	32.51	31.36	25.55
毛利率（%）	30.82	31.31	33.35	29.44	30.84
其中：有线电视业务（%）	30.82	33.83	31.25	29.44	31.16
互联网业务（%）	46.62	31.58	45.57	37.38	34.06

资料来源：华数集团

该公司主要从事有线电视业务和互联网业务等，所从事的有线数字电视业务以及国家重点推进的三网融合产业均设有严格的行业管制和准入要求，政策壁垒颇高。公司已取得了覆盖其核心业务所需的重要资质，且为拥有最为全面、最有价值的三网融合牌照的广播电视播出企业。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现营业收入 66.68 亿元、71.91 亿元和 78.89 亿元和 18.04 亿元。其中 2017 年公司营业收入较上年增长 9.70%，主要来自互联网业务收入的增加。当年，公司上述两大类主营业务占公司收入的比重分别为 60.50% 和 29.14%，有线电视业务仍然是公司收入的主要来源。截至 2018 年 3 月末，浙江省全省 80 个广电有线网络中，已有 75 个签订了框架协议加入“一省一网”；公司已实际完成整合浙江省内 53 家有线电视网络公司。

A. 有线电视业务

该公司有线电视业务的收入来源具体包括视听费收入、节目传输收入、网络接入费收入以及商品销售收入，以视听费收入为主。2017 年上述四项收入分别占有有线电视业务收入的 77.00%、7.69%、10.83% 和 4.48%。与上年相比，视听费收入和节目传输费收入占比下降分别下降 1.59 个百分点和 0.87 个百分点。2018 年第一季度，公司有线电视业务收入为 11.01 亿元。

图表 6. 公司有线电视业务收入构成（单位：亿元）

业务类别/金额（亿元）	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
视听费收入	35.31	37.29	36.75	8.42
节目传输收入	4.78	4.06	3.67	0.74
网络接入收入	3.73	4.17	5.17	1.41
商品销售收入	2.59	1.93	2.14	0.43
合计	46.41	47.45	47.73	11.01

资料来源：华数集团

视听费收入主要系该公司向有线电视用户收取的基本收视费、互动电视及付费频道费用，视听费收入的增减受用户数量变化影响较大。2017 年公司视听费收入中基本收视收入、互动电视收入及付费频道收入分别为 26.54 亿元、

7.44 亿元及 2.69 亿元。公司用户类型分为大众用户及机构用户。受新媒体等外部冲击，当年度公司数字电视大众用户数首度出现下滑。截至 2017 年末，公司在浙江省内拥有数字电视大众用户 1010.82 万户，较上年末下降 2.81%，2018 年 3 月末，大众用户数较年初进一步下降 2.17% 至 988.85 万户。机构用户方面，截至 2017 年末，公司浙江省内机构用户为 84.43 万户；2018 年 3 月末，机构用户数进一步上升至 90.51 万户，主要集中在宾馆酒店、休闲娱乐、金融业、商业物业和教育及卫生等行业。跟踪期内，公司基本收视费收费标准未发生变化。受大众用户数下降影响，公司基本收视费收入略有下降。公司互动电视业务在公司有线电视网络运营范围内按户收取基本服务费和增值点播服务费；在全国其他地区与当地有线电视运营商签署合作协议，按用户收入（含包月和点播）与当地有线电视运营商进行分成结算，或是收取内容分销收入等。截至 2017 年末，公司互动电视除西藏、海南无覆盖外其他省市均有覆盖，其中在浙江省内互动电视收费用户为 297.93 万户，2018 年 3 月末该用户数进一步上升至 303.02 万户。付费频道业务主要面向对电视节目有一定专业、个性需求的用户。截至 2017 年末，公司付费频道用户数为 421.38 万户，较上年末增长 18.03%。2018 年 3 月末，该用户数进一步上升至 426.8 万户。2017 年公司互动电视费及付费频道费等增值业务均实现了增长，但整体规模还相对较小，基本收视费的下降导致公司视听费收入略有下降。

图表 7. 公司在浙江省内数字电视大众用户情况⁷（单位：万户）

地区	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
杭州地区	390	414	395.43	386.83
嘉兴地区	109	115	110.00	107.61
金华地区	80	85	81.13	79.37
湖州地区	33	36	34.13	33.39
丽水地区	51	54	51.36	50.24
新昌地区	17	18	16.83	16.46
舟山地区	30	33	30.85	30.18
温州地区	100	107	101.81	99.60
衢州地区	47	50	47.42	46.39
绍兴地区	76	82	77.71	76.02
宁波地区	36	46	64.15	62.76
合计	968	1040	1010.82	988.85

资料来源：华数集团

节目传输收入分为卫星频道落地费和其他传输收入。卫星频道落地费指向浙江省以外的其他省市卫视频道收取的在浙江省有线电视网络传输的费用。除此以外的非卫星传输如购物频道、房产频道等为其他传输收入。该合同每年 6 月至第二年的 6 月为一个周期，每半年支付一次。主要受全国范围内多数卫视经营状况不佳影响，2017 年该项收入为 3.67 亿元，较上年下降 9.61%。

网络接入费收入指该公司向房地产开发商收取的普通电视、数字电视入网

⁷ 该用户数口径为收费用户数。

费，包括经有关部门批准收取的配套费、初装费以及其他形式的网络接入费。开发商按照住宅用户 16 元/平方米、非住宅用户 1500 元/终端⁸支付网络接入费，该部分收入受房地产开发进度的影响有所波动，2017 年，公司实现网络接入收入 5.17 亿元，较上年增长 23.98%。

该公司商品销售收入主要来自机顶盒销售。随各地广电互动平台搭建完毕，对应的服务器设备销售收入大幅度降低，主要受此影响，2015 年以来公司商品销售收入呈波动性下降。2017 年该项收入 2.14 亿元。随着用户需求逐渐向高清互动电视转换，高清型机顶盒采购量近年维持在较大规模，2015 年公司采购的高清机顶盒数量占比为 56.58%，2017 年该比例上升至 91.87%。采购价格方面，近三年机顶盒采购价格总体呈下降趋势。

B. 互联网业务

该公司互联网业务包括互联网宽带业务、手机电视业务和互联网视频业务。2017 年，公司互联网业务实现收入 22.99 亿元，同比增长 22.88%，增量来源于互联网宽带业务及互联网视频业务收入的增加。2018 年第一季度，公司互联网业务收入为 5.03 亿元。

该公司互联网宽带业务主要是通过向用户提供互联网宽带服务并收取相应费用。2017 年末，公司杭州市（市区及五县市）大众宽带用户数较上年末增长 6.30%至 86.37 万户。随大众用户数量的持续增长、集客组网及视频监控业务收入增长，当年公司互联网宽带业务收入较上年增长 22.19%至 19.49 亿元。

该公司手机电视业务从 2010 年开始发展，与移动、联通、电信三大运营商基地和省分公司及其他运营渠道进行合作，提供手机视频业务，目前公司产品已全面进入咪咕视讯、咪咕传媒、天翼视讯、联通总部等相关市场；相关的产品价格根据合作产品情况与每个运营商共同制定，主要采取分成收费模式，包括不同金额的产品包和按次点播收费的模式。2017 年公司手机电视业务实现收入 0.96 亿元，较上年增长 7.87%。

该公司的互联网视频业务，同时运营专网和公网两种模式，在 2010 年之前以专网模式为主，2010 年下半年逐步开始发展公网模式视频网站。专网模式的市场相对成熟，公司该部分收入来源近年来也一直保持稳定，但在互联网视频业务收入中占比不大，不到四分之一。公网模式下的视频业务主要通过“华数 TV”网站、PC 端“华数 TV”和手机端“华数 TV”客户端。2017 年“华数 TV”的 PV 和 UV⁹分别达到了日均 4000 万和 1200 万。此外，华数互联网电视终端覆盖规模超过 1 亿台，激活点播用户超过 8000 万。2017 年，公司互联网视频业务实现收入 2.55 亿元，较上年增长 36.36%。

C. 其他业务

⁸ 对安装 10 个终端以上的单位用户，每个终端最高 600 元。

⁹ PV 指页面浏览量，UV 指独立访客，每一台独立电脑算一个 UV。

该公司其他业务品种较多，包括广告、影视、专用设备销售、技术服务、游戏及新媒体等，但占营业收入的比重均不大。2017 年及 2018 年 1~3 月，公司其他业务收入分别为 8.17 亿元及 2.00 亿元。

广告业务方面，该公司广告类业务运营基于公司的互动电视、互联网电视、手机电视、网站（互联网视频）等业务平台，进行包括开机广告、页面浏览广告、随片广告等多种形式的广告服务。公司广告终端平台范围已经逐步从杭州本地周边拓展到全国平台，终端平台有全国 TV 终端、全国手机终端、网络 PC 终端（PC 端广告收入为互联网视频收入的一部分），并从目前三个平台相对独立运营模式转向整合营销、立体传播的模式，广告客户群体也逐步从地方性区域性转向全国性。截至 2017 年末，公司广告业务平台的整合尚在进行中，最终要整合成为一个全国统一的广告业务平台。2017 年公司广告业务实现收入 1.88 亿元，较上年下降 4.08%。

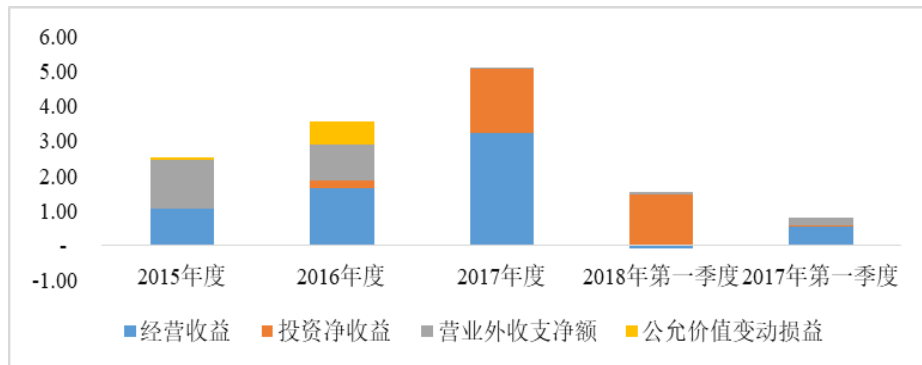
除广告业务外，该公司还涉及影视、专用设备销售、技术服务、游戏及新媒体等业务。2017 年以来，公司无新增影视剧投资。公司专用设备销售的具体操作是，在互动电视内容分发给各地广电网络公司时，部分专用服务器约定由当地广电公司负责投资投入，这种情况下由公司统一采购后，再销售给当地广电公司，但该项业务收入稳定性较差。另外，公司近年来积极往 4K 电视¹⁰内容和 VR¹¹视频等新媒体业务方面进行探索。2018 年，公司成立 4K 攻关专项组，稳步推进符合 4K 超高清电视行业标准的内容库、平台、传输网络和家庭终端等全系统建设，以满足用户高质量的收视消费需求。在传输技术上，公司采用了 H.265 解码技术，解决了视频传输过程中画质受损的问题。在 VR 视频业务方面，公司提出了 VR 视频的有线传输方案，分直播、轮播和点播三种业务模式进行，并以用户体验为导向，与大朋 VR 等硬件终端厂家进行合作。目前公司正在开展有线网 VR 在 C 端（即客户端）标准化产品的落地建设工作。

¹⁰ 4K 电视是指 3840×2160 像素分辨率的电视机，它的分辨率是 2K 电视的 4 倍，在此分辨率下，观众将可以看清画面中的每一个细节，每一个特写，得到一种身临其境的观感体验。目前 4K 电视的普及受限于内容资源的匮乏。

¹¹ VR（Virtual Reality）即虚拟现实，是指利用计算机生成一种模拟环境，是一种多源信息融合的交互式的三维动态视景和实体行为的系统仿真，使用户沉浸到该环境中。

(2) 盈利能力

图表 8. 公司盈利来源结构



资料来源：根据华数集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2015-2017年，该公司分别实现收入66.68亿元、71.91亿元和78.89亿元，营业收入持续增长，同期公司毛利率稳中略升。就具体各项业务而言，互联网业务毛利率较高，但不同年份有一定波动性；有线电视业务毛利率在30%左右，基本保持稳定。2015-2017年，公司毛利分别为20.55亿元、22.51亿元和26.31亿元。从毛利构成来看，近年来互联网业务毛利贡献不断提升，由2015年的28.70%上升至2017年的39.82%；有线电视业务毛利贡献由2015年的69.60%下降至2017年的56.69%，但占比仍在一半以上。营业收入及综合毛利率的提升带动了营业毛利的增加，公司总体经营获利能力较为稳定。

图表 9. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015年度	2016年度	2017年度	2018年 第一季度	2017年 第一季度
营业收入合计（亿元）	66.68	71.91	78.89	18.04	17.97
毛利（亿元）	20.55	22.51	26.31	5.31	5.54
期间费用率（%）	27.76	27.17	27.86	29.33	27.10
其中：财务费用率（%）	2.02	-0.64	-0.23	0.54	-0.16
全年利息支出总额（亿元）	2.57	0.92	0.42	0.38	未提供
其中：资本化利息数额（亿元）	0.27	0.14	0.008	—	未提供

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

该公司期间费用率稳定在27%左右，处于较高水平，对营业利润吞噬明显。公司期间费用中管理费用和销售费用占比较大，2017年占期间费用的比例分别为61.55%和39.28%，其中管理费用中职工薪酬和研发费用比重较大。近年来，公司管理费用和销售费用的增加主要系业务开展以及收购各地广电运营公司导致人员成本增加所致。公司财务费用较少，由于发行债券置换了成本较高的银行借款，且利息收入增加，近年来公司财务费用有所下降。

图表 10. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.09	0.67	1.87	1.45	0.03
其中：理财产品收益（亿元）	—	0.06	0.53	0.26	0.009
持有及处置以公允价值计量且变动计入当期损益的投资收益（亿元）	—	0.004	0.07	0.07	—
权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	—	0.57	1.12	-0.003	0.20
处置长期股权投资产生的投资收益（亿元）	—	—	0.16	1.19	—
营业外收入与其他收益¹²（亿元）	1.78	1.37	1.21	0.15	0.25
其中：政府补助（亿元）	1.47	1.26	0.07	0.07	0.14

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

从利润结构看，近年来该公司利润主要来源于经营收益，此外，投资收益和营业外净收入对利润也形成一定补充。公司营业外收入主要为补贴类收入，2015-2017 年分别为 1.47 亿元、1.26 亿元和 1.03 亿元¹³。同期公司投资收益分别为 0.09 亿元、0.67 亿元和 1.87 亿元，主要来源于长期股权投资、持有可供出售金融资产及投资理财产品取得的收益，其中 2017 年投资收益规模较 2016 年大幅增长，主要是来源于理财产品投资收益增加、当年联营及合营企业净利润的增长以及对华数网通信息港有限公司的处置收益。

2015~2017 年该公司分别实现利润总额 2.53 亿元、3.36 亿元和 6.19 亿元，由于公司本部和多家有线电视运营子公司免缴所得税以及下属的网络公司作为高新技术企业缴纳 15% 所得税，公司所得税负担较小。近年来公司盈利规模逐年提升，2015~2017 年公司净利润分别为 2.17 亿元、2.98 亿元和 5.91 亿元，净利润率分别为 3.26%、4.14% 和 7.50%，主要受益于当年主营业务盈利水平提升以及较大规模的投资收益，2017 年公司净利润率较上年增长了 3.36 个百分点，当年净资产收益率和总资产报酬率分别为 3.78% 和 5.03%。

2018 年 1~3 月，该公司实现营业收入 18.04 亿元，与上年同期基本持平；综合毛利率为 29.44%，较上年同期下降 1.40 个百分点；当期公司实现投资净收益 1.45 亿元，主要是由于公司处置所持中电数据服务有限公司（简称“中电数据”）股权的投资收益约 1.20 亿元¹⁴。由于投资收益的增长，同期公司实现净利润 1.56 亿元，较上年同期大幅增加 0.82 亿元。

(3) 运营规划/经营战略

在“三网融合”的背景下，该公司计划深入实施“新网络+应用”、“新媒

¹² 根据 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》，与企业日常经营活动相关的政府补助计入其他收益。上述会计政策变更采用未来适用法处理。

¹³ 此处对 2017 年政府补贴总额进行调整，加回分类至其他收益科目的政府补贴 0.96 亿元。

¹⁴ 2018 年 3 月 27 日，该公司与中国电子信息产业集团（简称“中国电子信息”）签订股权转让协议，公司将所持中电数据 12% 股权以 1.215 亿元价格转让给中国电子信息。中电数据成立于 2014 年，是一家以健康医疗大数据为基础的具备整合、管理、应用与运营服务能力的大数据平台公司，该部分处置收入计入处置长期股权投资产生的投资收益。

体+内容”及“大数据+开发”三大战略，依托广电网络，积极推进“智慧化新网络+服务化新媒体+数据化新平台”建设。具体而言，2018 年公司计划推进集团内部分网络资产注入上市子公司及优化集团组织架构；推进 IPv6“华数根”和“广电根”的建设运营；开展与电影、电视剧优质生产企业的战略合作以及头部影视内容建设；推进 4K 频道试点工作；加大 TVOS3.0 系统应用以及数字创意产业孵化器建设等。随着战略规划的逐步实施，预计公司未来仍有一定规模的投资支出。

管理

跟踪期内，该公司治理及管理水平等方面无显著变化。

截至 2018 年 3 月末，杭州昆石投资管理有限公司（简称“杭州昆石”）和浙江易通数字电视投资有限公司（简称“浙江易通”）分别持有该公司 25.10%的股权，为公司并列第一大股东。跟踪期内，公司法人治理结构未发生重大变化，内部控制管理较为规范，与公司经营规模、业务范围、竞争状况和风险水平等相适应。

根据 2018 年 2 月 11 日公告，该公司原董事长王健儿因个人原因辞去公司董事会董事及董事长职务，在新任董事长确定之前，暂由公司副董事长兼总经理陆政品代为履行其职责。上述事宜对公司及董事会正常运作不构成影响。

在关联交易方面，2017 年该公司采购商品与接受劳务支付给关联方金额合计 0.25 亿元，主要包括公司向杭州地铁电视有限公司支付的广告业务分成费 0.12 亿元、向杭州文化广播电视集团支付的业务资质授权费 0.10 亿元以及向新昌县广播电视总台支付的宣传费 0.01 亿元等。当年公司出售商品和提供劳务收到关联方金额合计 0.12 亿元，主要包括收取南通广播电视台的广告收入 0.05 亿元、收取扬州广播电视总台的网络接入收入 0.02 亿元以及收取杭州文化广播电视集团视听费及宽带网络业务收入 0.02 亿元等。当年末公司应收关联方款项余额为 5.74 亿元，应付关联方款项余额为 0.61 亿元。公司关联资金规模小，对公司经营影响较为有限。

跟踪期内，根据该公司 2018 年 5 月 10 日的《企业信用报告》，公司本部无信贷违约情况发生。

图表 11. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/05/10	未提供	无	未提供	未提供
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/06/07	无	正常	正常	不涉及
诉讼	公司年报	2018/06/07	未提供	无重大	无重大	无重大

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
工商	国家企业信用信息公示系统	2018/06/07	无	无	无	未提供
质量	公司年报	2018/06/07	未提供	正常	正常	正常
安全	公司年报	2018/06/07	未提供	正常	正常	正常

资料来源：根据华数集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

该公司负债经营程度较低，业务开展现金回笼及时，经营性现金持续大规模净流入，货币资金充裕，资产流动性良好，整体债务压力可控，债务偿还有保障。公司自身债务偿付能力极强。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015 年财务报表进行了审计、天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年财务报表进行了审计，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年财务报表进行了审计并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2018 年第一季度财务报表未经审计。公司执行财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。

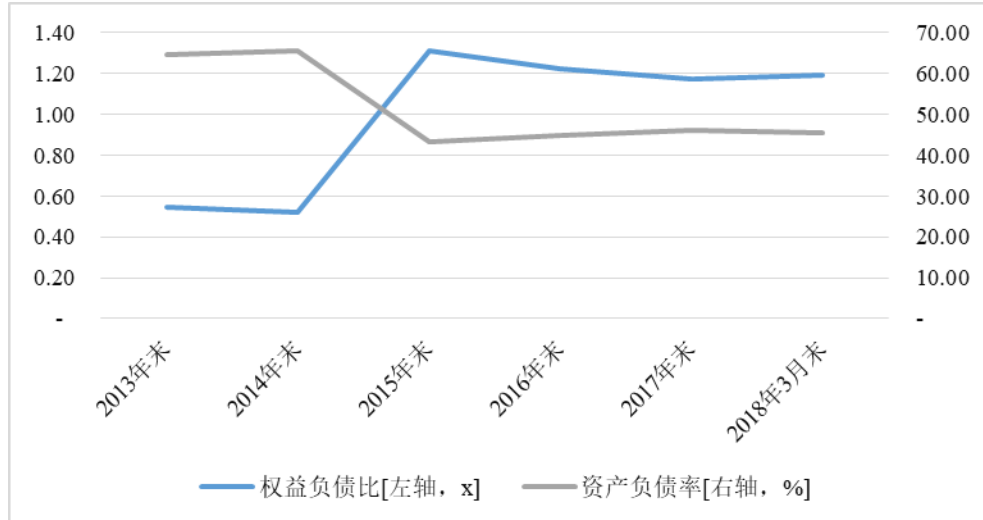
2017 年内该公司因新纳入合并范围子公司 1 家，因股权处置移出合并范围公司 2 家。截至 2017 年末，公司合并范围的控股子公司达到 75 家，其中一级子公司 14 家。

该公司拟向上市子公司华数传媒注入盈利资产，主要包括公司持有的中广有限、宁波华数以及新昌华数数字电视有限公司（简称“新昌华数”）的股权，标的资产均主要从事有线网络运营业务。本次交易拟采用现金支付的方式，初步估算交易金额为 20-30 亿元，该事项构成重大资产重组。华数传媒于 2017 年 12 月 26 日至 2018 年 6 月 25 日停牌，并于复牌后继续推进重组相关事宜。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 12. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据华数集团所提供数据绘制。

2015年，随着核心子公司华数传媒非公开发行募集资金到位，当年末该公司股东权益增至151.74亿元¹⁵，较2014年末增长128.49%，资本实力明显增强。主要由于未分配利润的不断增加，公司股东权益逐年增长，2016~2017年末公司所有者权益余额分别为155.39亿元和157.81亿元。2017年末，公司股东权益中归属于母公司所有者权益为46.54亿元，占股东权益的29.61%，公司少数股东权益占比相对较大。

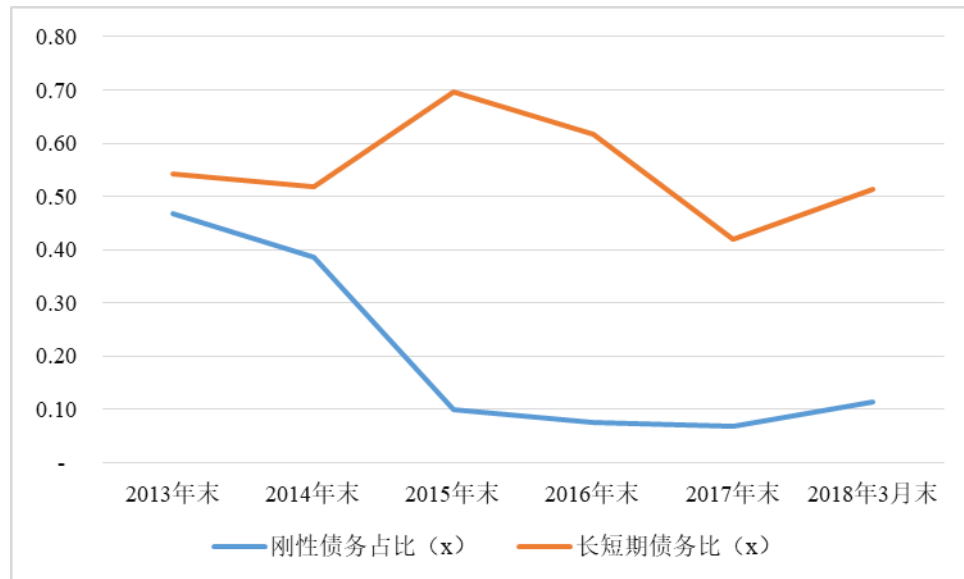
2015~2017年末该公司负债总额分别为115.59亿元、127.08亿元和134.79亿元，资产负债率分别为43.24%、44.99%和46.07%，逐年略增，但负债经营程度仍处于较低水平。此外，考虑到公司负债中有部分为预收的视听费、网络接入收入以及数字兴农补助等收益性负债，公司实际负债经营程度低于账面所示。

该公司运营管理稳健，预计后续负债经营程度不会有显著提升。

¹⁵ 2015年，华数集团控股子公司华数传媒、浙江华数、宁波华数其他股东溢价增资，导致华数集团持股比例下降，但未丧失控制权，华数集团对应享有的控股子公司净资产变动调整其他资本公积，2015年末因此调整其他资本公积共计24.33亿元，导致资本公积余额较上年末大幅增加。同时，少数股东权益增长58.95亿元。

(2) 债务结构

图表 13. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	36.35	49.31	23.86	21.85	21.61	21.42
应付账款 (亿元)	9.38	16.22	17.98	20.66	24.49	23.76
预收账款 (亿元)	10.95	23.46	27.60	30.58	31.52	32.70
其他应付款 (亿元)	5.97	6.86	7.01	8.02	6.70	9.30
刚性债务占比 (%)	46.72	38.73	20.64	17.19	16.03	16.11
应付账款占比 (%)	12.06	12.74	15.56	16.26	18.17	17.88
预收账款占比 (%)	14.08	18.43	23.88	24.07	23.39	24.60
其他应付款占比 (%)	7.67	5.39	6.07	6.31	4.97	7.00

资料来源：根据华数集团所提供数据绘制。

从负债期限结构来看，该公司负债以流动负债为主。自公司开展省网整合业务后，公司预收款项和应付账款等经营性负债亦大幅增加，同时流动性压力促使公司短期借款规模逐年扩大，进而带动了流动负债的增加。2015~2017 年末公司流动负债余额分别为 68.10 亿元、78.55 亿元和 94.97 亿元，同期末长短期债务比分别为 69.73%、61.79%和 41.94%。

该公司流动负债主要由短期借款、一年内到期长期借款、应付账款、预收款项、应付职工薪酬及其他应付款等构成，2017 年末以上五项余额占负债总额的比例分别为 3.01%、4.14%、8.37%、10.77%、2.46%及 2.29%。当年末，公司短期借款余额为 8.80 亿元，均为信用借款；一年内到期的长期借款余额 12.12 亿元，主要为一年内到期的长期借款 0.12 亿元以及一年内到期的中票 12.00 亿元，为 15 华数 MTN001 和 15 华数 MTN002；应付账款余额为 24.59 亿元，主要为应付的各类设备、软件开发、机顶盒购置款以及节目内容采购款等；预收款项余额为 31.52 亿元，主要为预收的各类视听费；其他应付款

余额为 6.70 亿元，主要为省网整合形成的应付股权转让款¹⁶。

该公司的非流动负债主要包括长期借款和递延收益，2017 年末二者余额占负债总额的比例分别为 0.05% 和 13.37%。当年末，长期借款余额为 0.14 亿元，均为质押借款；递延收益余额为 39.13 亿元，主要为网络接入收入及政府补助，分别将在收到后分十年及五年转入营业收入；随着 2015 年发行的两期中票调整至一年内到期的非流动负债，当年末其他非流动负债余额降至零。此外，随融资租赁款的支付，2017 年末公司不再有长期应付款。

截至 2018 年 3 月末，该公司负债总额为 132.92 亿元，资产负债率为 45.56%，负债经营程度仍维持较低水平，短期借款较年初增长 68.30% 至 14.81 亿元，一年内到期非流动负债降至零¹⁷，递延收益下降 29.26% 至 27.68 亿元¹⁸，此外负债结构未发生重大变化。

(3) 刚性债务

图表 14. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
短期刚性债务合计	22.15	31.99	7.36	9.19	21.47	21.16
其中：短期借款	19.99	24.70	6.81	8.60	8.80	14.81
一年内到期长期借款	1.62	3.10	-	-	0.12	-
应付短期债券	-	3.67	-	-	-	-
应付票据	0.49	0.44	0.21	0.20	0.21	0.22
其他短期刚性债务	0.05	0.08	0.34	0.39	12.34	6.13
中长期刚性债务合计	14.20	17.32	16.50	12.66	0.14	0.26
其中：长期借款	9.20	13.32	1.50	0.66	0.14	0.26
应付债券	-	-	12.00	12.00	-	-
其他中长期刚性债务	5.00	4.00	3.00	-	-	-

资料来源：根据华数集团所提供数据整理

2015~2017 年末，该公司刚性债务余额分别为 23.86 亿元、21.85 亿元和 21.42 亿元，主要为银行借款和应付债券，刚性债务规模逐年略降。2015 年因核心子公司华数传媒非公开发行资金到位，公司资金充裕，对短期银行借款需求减小并进行了偿还，使当年末公司刚性债务规模下降且债务期限结构更偏长期化。2017 年末，主要由于长期债券即将于一年内到期，公司短期刚性债务余额增加至 21.47 亿元，长期刚性债务余额下降至 0.14 亿元，公司刚性债务期限结构集中于短期。2018 年 3 月末，公司以短期借款置换了到期的 2015 年第一期中票，刚性债务规模与年初基本持平，结构亦未发生明显变化。

¹⁶ 该公司于 2010 年以来推进浙江省广电网络整合，对全省各地电视台、广电运营商进行收购，截至 2018 年 3 月末浙江省全省 80 个广电有线网络中，已有 75 个签订了框架协议加入“一省一网”，整合工作已接近尾声。

¹⁷ 其中 2015 年第一期中票 6.00 亿元完成本息兑付，2015 年第二期中票 6.00 亿元被调整至其他非流动负债科目，本报告将该 6.00 亿元在图表 7 中列示至其他短期刚性债务。

¹⁸ 主要系科目调整，将部分递延收益调整至其他非流动负债科目，实际待摊销金额变化不大。

同期末刚性债务占公司负债总额比重为 16.11%。公司整体债务压力可控。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 15. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	105.32	64.35	74.76	80.77	86.04
营业收入现金率（%）	118.48	120.90	113.07	109.08	107.29
业务现金收支净额（亿元）	12.91	30.21	32.43	28.72	35.70
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.14	-2.44	-4.46	-5.01	-14.39
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	12.77	27.78	27.97	23.71	21.31
EBITDA（亿元）	9.82	19.67	22.78	16.23	27.36
EBITDA/刚性债务（倍）	0.27	0.46	0.62	0.71	1.26
EBITDA/全部利息支出（倍）	5.60	6.18	8.85	17.69	63.32

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

得益于有线电视运营业务特殊的服务性质，该公司经营回款多为预收，营业收入现金率一直处于良好水平，2015~2017 年及 2018 年第一季度分别为 113.07%、109.08%、107.29% 和 107.06%，公司通过经营活动获取现金的能力较强。同期，公司经营性现金净流入量分别为 27.97 亿元、23.71 亿元、21.31 亿元和 1.03 亿元，经营性现金净流入与短期刚性债务之比分别为 1.42、2.87、1.39 和 0.05，其中 2017 年该比率下降较多主要是由于当年经营活动净现金流略有下降而由于 2015 年发行的两期中票将于一年内到期导致短期刚性债务大幅增加所致，但经营活动净现金流仍可基本覆盖短期刚性债务，此外由于融资渠道较为畅通，公司即期偿债压力小。

2015~2017 年，该公司 EBITDA 分别为 22.78 亿元、16.23 亿元和 27.36 亿元，主要由固定资产折旧、无形资产和其他资产摊销及利润总额构成。主要受益于 EBITDA 规模的提升，2017 年 EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖程度继续提升，现处于较高水平，且经营性现金净流入量充足，总体来看公司偿债能力极强。

(2) 投资环节

图表 16. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-21.84	-8.51	-2.74	-3.29	3.53
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-8.32	-17.65	-18.32	-11.84	-20.29

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.95	0.68	-41.12	-12.28	-8.38
投资环节产生的现金流量净额	-28.18	-25.48	-62.18	-27.40	-25.14

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

从投资性现金流来看，近年来该公司数字电视整转投入、对下属区县有线网络公司的收购、无线宽带城域网的建设等，使得资本性支出规模较大，投资性现金流呈现净流出状态。除购建固定资产及其他资产资金流出外，公司还将闲置资金购置理财产品。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-62.18 亿元、-27.40 亿元、-25.14 亿元和-12.50 亿元，其中 2015 年投资活动产生的现金净流出规模较大，主要是公司当年将较大规模的闲置资金购置理财产品所致。未来随着省网整合、高速网络建设、新媒体产业链上下游资源整合、媒资内容中心建设及“华数 TV”互联网电视终端全国拓展项目等的持续推进以及其他投资项目的实施，预计公司后续投资现金流仍将维持净流出状态。

(3) 筹资环节

该公司主要通过筹资来弥补经营活动和投资活动现金的缺口。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 51.04 亿元、-1.75 亿元、-2.10 亿元和-0.32 亿元。其中，2015 年公司筹资活动产生的现金净流入量较大主要来源于华数传媒非公开发行募集资金的到位、其他子公司增资扩股吸收少数股东投资收到的现金；2016 年和 2017 年，由于债务融资规模较少以及偿还债务，筹资活动产生现金流量呈持续净流出状态。

该公司银行授信余额充足，无抵质押资产，融资渠道较为通畅。

4. 资产质量

图表 17. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	27.57	51.07	112.10	115.67	121.95	121.71
	22.94%	26.36%	41.93%	40.95%	41.68%	41.71%
其中：货币资金（亿元）	16.66	28.88	45.58	40.12	34.17	27.01
应收款项（亿元）	3.42	5.46	7.15	8.04	11.12	12.63
存货（亿元）	2.41	4.99	5.19	6.24	5.78	6.90
其他流动资产	0.19	3.83	46.08	53.70	62.35	64.09
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	92.61	142.66	155.23	166.81	170.66	170.06
	77.06%	73.64%	58.07%	59.05%	58.32%	58.29%
其中：固定资产（亿元）	46.83	86.15	92.41	98.45	104.83	106.33
在建工程（亿元）	7.59	15.21	18.68	20.87	12.96	16.86
可供出售金融资产（亿元）	—	2.89	3.50	3.67	5.40	0.97
长期股权投资（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.03	0.04	0.01

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
其中：所持非控股上市公司股权 ¹⁹ （亿元）	0.90	0.76	0.74	0.71	0.59	未提供
商誉（亿元）	2.79	9.61	9.68	10.44	10.46	10.43
长期待摊费用（亿元）	12.20	19.29	21.28	22.05	24.11	23.29
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.07	0.13	43.68	49.62	17.69	15.69
期末全部受限资产评估价值（亿元）	未进行评估	未进行评估	未进行评估	未进行评估	未进行评估	未进行评估
期末抵质押融资余额（亿元）	—	0.09	—	—	—	—
受限资产账面余额/总资产（%）	0.06%	0.07%	16.34%	17.57%	6.05%	5.38%

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

近年来，随着多家有线电视运营子公司的继续并入及华数传媒非公开发行募集资金到位，该公司资产规模迅速扩大。2015-2017 年末公司资产总额分别为 267.33 亿元、282.48 亿元及 292.61 亿元。从资产结构看，公司资产中长期资产占比相对较大，近三年总资产中非流动资产占比约 60%。由于下属上市公司非公开发行募集资金到位，近年来公司货币资金及其他流动资产保持在较大规模。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货及其他流动资产构成，2017 年末占资产总额的比重分别为 11.68%、3.80%、2.33%、1.97% 和 21.31%。2017 年末公司货币资金余额为 34.17 亿元，其中受限货币资金为 0.33 亿元，资金存量充足。应收账款主要为应收合作分成费，系公司与各广电网络公司合作发展互动电视、与中国移动和中国联通等运营商开展手机电视业务以及与电视机生产厂商合作开展互联网电视业务所产生的分成费，年末余额为 11.12 亿元；其他应收款主要为省网整合进程中归属于被收购企业的清算期损益及其他应收款项，年末余额为 6.81 亿元；存货主要由原材料、库存商品等构成，年末余额为 5.78 亿元；其他流动资产主要由公司购买的银行理财产品及增值税待抵扣金额构成，2017 年末金额分别为 60.00 亿元及 1.68 亿元，主要因理财产品增加，公司其他流动资产余额较上年末增长 16.11% 至 62.35 亿元。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、商誉和长期待摊费用构成，2017 年末占资产总额的比重分别为 35.83%、4.43%、3.57% 及 8.24%。其中，固定资产主要是专用设备和（有线）网络资产，随着省网整合的推进，固定资产规模迅速扩大，当年末余额为 104.83 亿元；在建工程主要为网络工程、管道工程及信息化工程等，当年末余额为 12.96 亿元；商誉主要因收购中广有线信息网络有限公司、华数网通信息港有限公司及宁波华数数字电视有限公司等公司股权形成，当年末余额为 10.46 亿元；长期待摊费用主要为待摊销的机顶盒、小区接入网摊销、节目内容成本等，当年末余额为 24.11

¹⁹ 指所持有的未纳入合并范围的上市公司股权，这些股权应为无限售或未来一年将解禁的流通股，且符合公开市场质押融资条件。

亿元。此外，近三年，受各项资产规模扩大影响，公司各项资产的周转速度略有减缓。

2018年3月末，该公司资产总额为291.76亿元，较2017年末变化不大，资产结构基本保持稳定。同期末公司受限制资产合计15.69亿元，占总资产的5.38%，占比较小，且主要为定期存款，对流动性及信用质量影响较小。

5. 流动性/短期因素

图表 18. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年第一季度末
流动比率(%)	54.64	60.90	164.60	147.26	128.41	138.50
速动比率(%)	48.43	52.30	154.05	137.81	121.40	128.61

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

该公司现金类资产规模相对较大而存货、应收账款及预付款项规模较小，资产流动性高。2017年，公司流动负债规模增长速度超过流动资产，当年末流动比率和速动比率分别较上年末下降18.85个百分点和16.41个百分点至128.41%和121.40%。2018年3月末，流动比率和速动比率分别为138.50%和128.61%，公司短期流动性较好。

6. 表外事项

或有负债方面，截至2018年3月末，该公司对合并范围外企业担保余额为1.43亿元，担保规模较小。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部承担集团主要融资职能，债务负担较重而收入和现金资产规模较小，偿债压力主要集中于本部。资金管理方面，公司本部对除华数传媒（股票代码：000156.SZ）和中广有线以外的下属公司资金收支进行统一运营，实行“收支两条线”的资金运作模式，设立统一的资金池进行集中管理以及集中融资的管理模式。2015-2017年末及2018年3月末，公司本部负债总额分别为27.08亿元、33.35亿元、38.04亿元和34.92亿元，其中刚性债务余额分别为18.97亿元、21.01亿元、21.14亿元和20.91亿元。同期末公司本部资产总额分别为39.52亿元、45.37亿元、49.72亿元和47.29亿元。其中货币资金余额分别为0.80亿元、2.88亿元、4.71亿元和0.97亿元，可为债务偿还提供一定支持。2015-2017年及2018年1季度，公司本部分别实现营业收入0.54亿元、0.50亿元、0.84亿元和0.06亿元，收入主要来源于求索频道分成、i-hangzhou无线项目、数字集群无线政务网、96345、无线基站租赁以及白马湖产业园房屋租赁等；此外公司本部能获得下属企业一定分红，2015-2017年分别为0.45亿元、0.96亿元和1.53亿元。同期，公司本部经营性现金净流量分别为-0.006亿元、-0.71亿元及-0.50亿元。整体来看，公司本部刚性债务

压力较重。

外部支持因素

1. 政府支持

有线网络传输具有公用事业的特征，在数字化推广的过程中，该公司获得了政府的一系列政策支持和资金支持。

根据财政部财税【2014】84号文件规定，该公司部分子公司系经营性文化事业单位改制的企业，自2014年1月1日起至2018年12月31日免缴企业所得税；根据2017年4月28日财政部、税务总局印发的《关于继续执行有线电视收视费增值税政策的通知》规定，公司部分子公司系广播电视运营服务企业，其收取的有线电视基本收视维护费和农村有线电视基本收视费，自2017年1月1日起至2019年12月31日期间免缴增值税；子公司华数传媒、中广有线被认定为高新技术企业，享受15%所得税优惠税率。另外，根据经营及项目推进情况，公司还获得各类补贴收入及贴息等，2015~2017年公司收到的政府补贴收入分别为1.47亿元、1.26亿元和1.03亿元。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。截至2018年3月末，公司合并口径已获得授信总额约101.00亿元，其中未使用额度为80.20亿元，后续融资空间较大。

图表 19. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	101.00	60.60	14.80	4.03%—5.30%	—
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	42.60	21.00	5.50	4.03%—4.75%	—
其中：大型国有金融机构占比（%）	42.18	34.65	37.16	—	—

资料来源：根据华数集团所提供数据整理（截至2018年3月31日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

18 华数 01：附第三年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权

18 华数 01 的期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。除公司自身信用情况外，投资者是否会在第 3 年末行使回售权与公司是否在第 3 年末上调票面利率有关，该条款设置较为合理且灵活，兼顾发行人与投资者双方的利益。

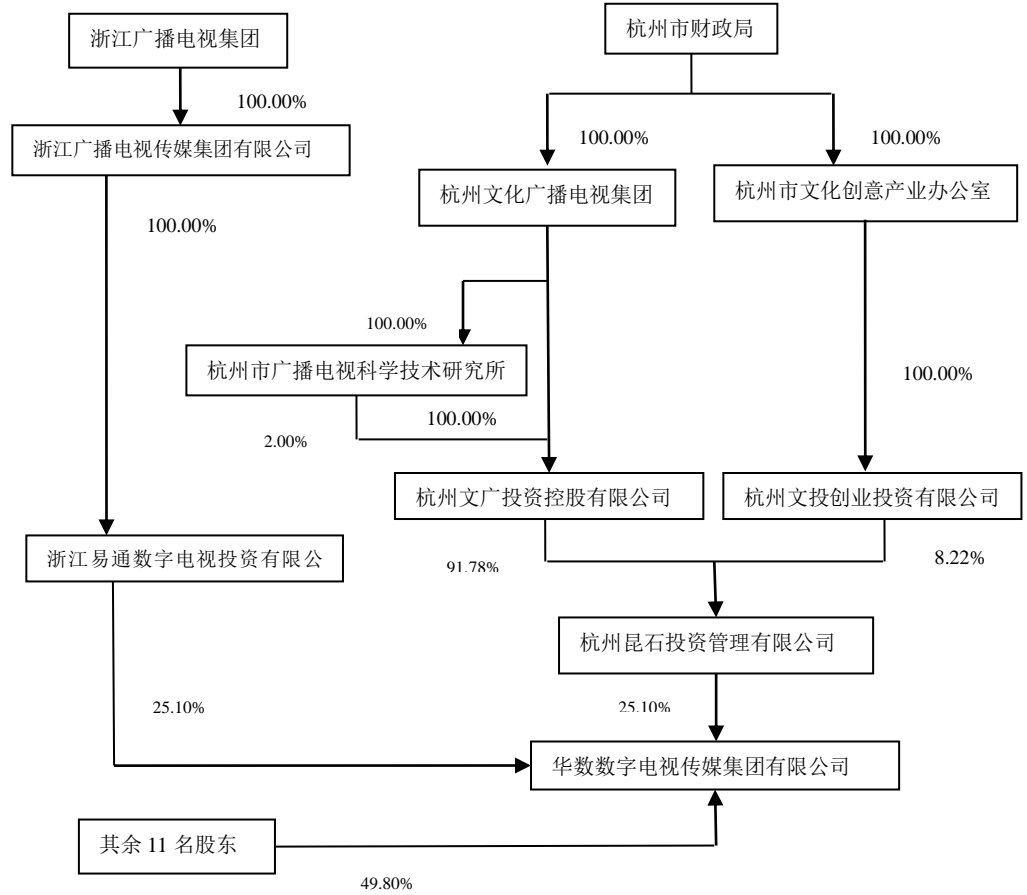
跟踪评级结论

跟踪期内，该公司法人治理结构未发生重大变化，管理架构运作正常。公司目前已经形成了以有线电视业务为主要收入来源，同时大力发展互联网业务，并积极探索新媒体业务的产业格局。近年来公司有线电视省网整合有序推进，互联网业务以较快速度增长；公司综合毛利率逐年上升，盈利能力亦维持稳中有升的态势；公司负债经营程度较低，业务开展现金回笼及时，经营性现金持续大规模净流入，货币资金充裕，资产流动性良好，整体债务压力可控，债务偿还有保障。公司自身债务偿付能力极强。

同时，我们仍将持续关注：（1）现代新媒体业务的发展对该公司有线电视基础业务的竞争威胁；（2）公司三网融合相关业务开展情况；（3）公司享受的税收优惠政策的可持续性；（4）公司省网整合的进程及后续管理等问题；（5）新业务拓展情况；（6）华数传媒非公开发行股票募集资金后续使用情况。

附录一：

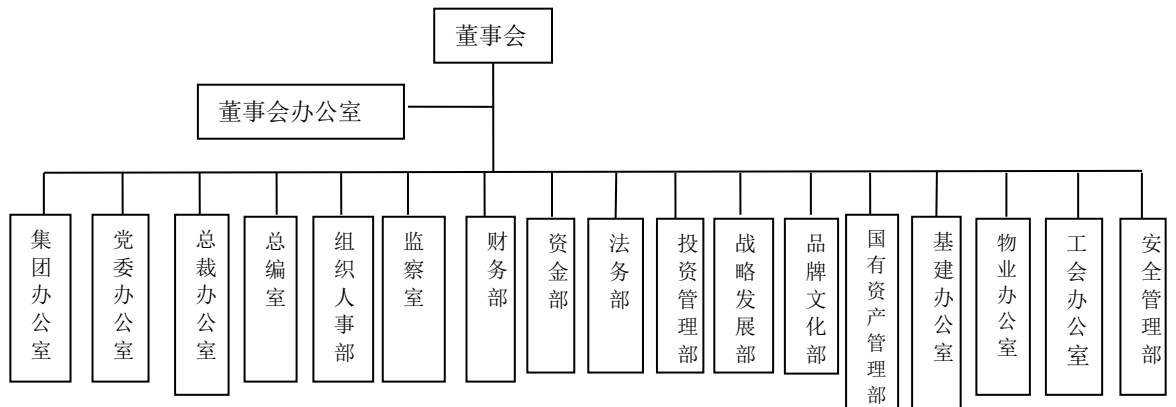
公司与实际控制人关系图



注：根据华数集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据华数集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	EBITDA(亿元)	
华数数字电视传媒集团有限公司	华数集团	本级	—	广播、数字电视的信息服务及相关技术服务等	21.14	11.68	0.84	-0.51	-0.50	—	本部
华数传媒控股股份有限公司	华数传媒	一级子公司	41.85	广播电视网络服务等	0.00	103.77	32.09	6.41	12.64	—	
中广有线信息网络有限公司	中广有线	一级子公司	42.96	广播电视网络的建设开发、经营管理和维护、电子设备设计销售、广告发布、投资管理等	—	21.36	19.11	1.77	—	—	
浙江华数广电网络股份有限公司	浙江华数	一级子公司	17.34	广播电视网络服务等	0.27	38.16	23.37	-1.99	3.78	—	
宁波华数广电网络有限公司	宁波华数	一级子公司	68.98	广播电视网络服务等	—	7.87	3.86	0.38	—	—	

注：根据华数集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	267.33	282.48	292.61	291.76
货币资金 [亿元]	45.58	40.12	34.17	27.01
刚性债务[亿元]	23.86	21.85	21.61	21.42
所有者权益 [亿元]	151.74	155.39	157.81	158.84
营业收入[亿元]	66.68	71.91	78.89	18.04
净利润 [亿元]	2.17	2.98	5.91	1.56
EBITDA[亿元]	22.78	16.23	27.36	—
经营性现金净流入量[亿元]	27.97	23.71	21.31	1.03
投资性现金净流入量[亿元]	-62.18	-27.40	-25.14	-12.50
资产负债率[%]	43.24	44.99	46.07	45.56
权益资本与刚性债务比率[%]	636.07	711.09	730.39	741.52
流动比率[%]	164.60	147.26	128.41	138.50
现金比率[%]	66.99	51.11	36.06	30.92
利息保障倍数[倍]	1.88	4.52	15.32	—
担保比率[%]	—	1.32	1.14	0.90
营业周期[天]	74.76	80.77	86.04	—
毛利率[%]	30.82	31.31	33.35	29.44
营业利润率[%]	1.71	3.24	7.84	8.20
总资产报酬率[%]	2.10	1.51	2.30	—
净资产收益率[%]	1.99	1.94	3.78	—
净资产收益率*[%]	4.63	3.40	5.03	—
营业收入现金率[%]	113.07	109.08	107.29	107.06
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	36.81	32.34	24.57	1.12
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-28.17	-3.05	-2.92	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.85	17.69	63.32	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.62	0.71	1.26	—

注：表中数据依据华数集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第 1 季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、准确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《文化传媒行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。