

华数数字电视传媒集团有限公司
及其发行的 18 华数 01 与 18 华数 02

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100731】

评级对象: 华数数字电视传媒集团有限公司
及其发行的 18 华数 01 与 18 华数 02

	18 华数 01	18 华数 02
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日
上次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 27 日	-
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2017 年 8 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 7 月 25 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 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	2.88	4.71	5.06	7.64
刚性债务	21.01	21.14	24.73	27.91
所有者权益	12.02	11.68	13.36	12.86
经营性现金净流入量	-0.71	-0.50	0.46	-0.53
合并口径数据及指标:				
总资产	282.48	292.61	302.41	308.77
总负债	127.08	134.79	150.89	154.92
刚性债务	21.85	21.61	35.13	38.82
所有者权益	155.39	157.81	151.52	153.85
营业收入	71.91	78.89	83.58	18.42
净利润	2.98	5.91	7.84	1.88
经营性现金净流入量	23.71	21.31	28.71	0.83
EBITDA	16.23	27.36	29.45	-
资产负债率[%]	44.99	46.07	49.90	50.17
权益资本与刚性债务 比率[%]	711.09	730.39	431.34	396.32
流动比率[%]	147.26	128.41	144.29	155.62
现金比率[%]	51.11	36.06	45.55	52.72
利息保障倍数[倍]	4.73	15.32	6.95	-
净资产收益率[%]	1.94	3.78	5.07	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	32.34	24.57	31.27	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-3.05	-2.92	-1.44	-
EBITDA/利息支出[倍]	17.69	63.32	21.84	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.71	1.26	1.04	-

注:根据华数集团经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 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”)及其发行的 18 华数 01 与 18 华数 02 的跟踪评级反映了 2018 年以来华数集团在政策支持、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、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。
- **有线电视业务区域垄断优势。**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。
- **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,华数集团或面临新技术、新产品出现对现有业务造成冲击的情况。
- **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券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；认为上述公司债券还本付息安全性极强，并维持上述公司债券 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 及其发行的 18 华数 01 与 18 华数 02

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”）公开发行的 2018 年公司债券（第一期）与公开发行的 2018 年公司债券（第二期）（分别简称“18 华数 01”与“18 华数 02”）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 2018 年财务报表、未经审计的 2019 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。

截至 2019 年 5 月末，该公司在境内发行的待偿还债券本金余额为 33.50 亿元，截至目前利息兑付情况正常。

图表 1. 公司在境内发行的待偿还债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	当期票面利率 (%)	发行时间	到期日/下一行权日	当前余额 (亿元)
19 华数 SCP002	5.00	0.41	2.90	2019 年 5 月	2019 年 10 月	5.00
19 华数 SCP001	5.00	0.74	3.00	2019 年 4 月	2020 年 1 月	5.00
19 华数 MTN001	3.50	3 年	3.95	2019 年 3 月	2022 年 3 月	3.50
18 华数 02	12.00	5 (3+2) 年	4.33	2018 年 8 月	2021 年 8 月	12.00
18 华数 01	8.00	5 (3+2) 年	4.70	2018 年 4 月	2021 年 4 月	8.00

资料来源：华数集团（截至 2019 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标

区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市

场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

(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。

我国广播电视传输行业经营业务主要涉及有线电视业务和互联网宽带业务。随着我国经济的持续发展，国民物质需求不断得到满足，精神需求也日益增长且呈现多样化。近年来，我国居民家庭有线电视普及率得到极大提高，有线电视数字化率也逐年增长，但伴随着IPTV等新型收视方式市场份额的扩大，我国传统有线电视用户数有所下滑，行业增速放缓。“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电信运营商展开竞争，但目前广电系统宽带业务市场占比尚小。

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

我国有线电视行业实施许可证制度，且《广播电视管理条例》规定“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”，有线电视行业区域性较强，目前仍是“一省一网”的行业结构。随着“三网融合”的推进，电信运营商、互联网运营商通过 IPTV¹、OTT-TV²等收视模式抢占市场份额，传统有线电视行业在一定程度上受到挑战，其垄断性逐渐减弱。相对传统周期性行业来说，广播电视行业弱周期特征较为明显，在经济相对低迷时期表现出较强的抵御能力。2016-2018 年，我国广播电视服务业总收入分别为 5039.77 亿元、6070.21 亿元和 6952.14 亿元，持续增长。从营收构成情况来看，主要由政府补助和广告、有线电视网络、新媒体业务及广播电视节目销售等实际创收构成，其中 2018 年财政补助同比增长 10.86%至 774.99 亿元，各级财政对广播电视行业的资金支持力度持续加强，助力广播电视事业产业持续发展。

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。

我国居民家庭电视收视方式主要包括有线电视、广播电视直播卫星、IPTV 和 OTT-TV，其中有线电视方式出现最早且市场份额占比最高。有线电视通过线缆(电缆或光缆)把录制好的节目输送给用户，再用电视机重放出来，而不向空中辐射电磁波，又称为“闭路电视”。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。广播电视直播卫星，即不必经电视台转送，通过直播卫星直接将电视信号传送到户，目前我国农村地区推广的“户户通”即通过直播卫星形式收视。

在三网融合政策推进和宽带建设加速的背景下，IPTV 和 OTT 业务快速发展。IPTV 是指通过严格可控的、有质量和安全保证的 IP 网络进行视频传输的业务。IPTV 技术较为封闭，传输视频采用恒定码率编码，对传输网络要求较高，网络运营商需要为 IPTV 传输提供专用网络。因此一般情况下 IPTV 用户为网络运营商用户，由运营商在用户办理宽带业务时赠送终端机顶盒（多为非智能机顶盒）。近年来受益于强大的基础网络能力、灵活的捆绑式营销策略等，IPTV 用户规模实现高速增长。

OTT 是指通过公共互联网面向用户的各类网络收视终端(电视、电脑、Pad、智能手机等)传输网络视频和互联网应用等融合服务。与 IPTV 业务相比，OTT 业务采用变码率编码，不需要通过网络运营商专网接入，传输带宽随时间波动

¹ IPTV 即交互式网络电视，是一种利用宽带网，集互联网、多媒体、通讯等技术于一体，向家庭用户提供包括数字电视在内的多种交互式服务的崭新技术。

² OTT TV 是指基于开放互联网的视频服务，终端可以是电视机、电脑、机顶盒、PAD、智能手机等。

且存在一定的随意性，且采用开放的平台。OTT 客户与运营商无关，终端（包括 OTT 机顶盒和智能电视）需要客户单独购买。受益于用户收视习惯的转变，OTT 终端数量增长快速，根据工信部数据，2017 年国内智能电视产量 10931 万台，占彩电产量比重达 63.40%。虽然相对于 IPTV 来说，OTT 是继承中的演进，但严格的监管和内容的瓶颈导致 OTT 视频业务目前仍无法全面替代传统有线电视及 IPTV 业务。

图表 2. 我国广播电视传输行业四种收视方式对比

	数字有线电视	直播卫星	IPTV	OTT-TV
政策监管	内容监管	内容监管	IPTV 牌照	内容+集成牌照
运营网络	有线专网	直播卫星	IPTV 城域网	公共互联网
运营商	有线网络运营商	广电总局卫星直播管理中心	电信运营商+广电牌照运营商	广电集成运营商
终端方式	机顶盒+TV	天线+机顶盒+TV	机顶盒+TV	互联网电视一体机
主要收费方式	前向收月费	购买卫星接收设施后无需收费	与电信宽带使用费捆绑收费	免费
业务形态	视频直播、点播	视频直播、广播、电话	直播、回看、点播、时移及部分增值服务	视频点播、轮播、增值服务、互联网应用
清晰度	标清为主， 高清较少	标清	标清为主	高清为主 (720P 和 1280P)

资料来源：艾瑞咨询，新世纪评级

注：表中的直播卫星系经批准的直播卫星公共服务，如“户户通”、“村村通”。

2018 年有线电视仍是中国居民家庭主要收视方式，但用户持续负增长，IPTV 和 OTT-TV 收视方式用户数增长较快。根据 2019 年 1 月中国广播电视网络有限公司与格兰研究发布的《2018 年第四季度有线电视行业发展公报》数据：2018 年末我国有线电视用户规模总量 2.23 亿户，用户数量继续减少，收视份额降至 49.89%；随着户户通终端的升级工作有序开展，直播卫星用户数持续增加，2018 年末直播卫星用户数为 1.40 亿户，收视份额增长至 30.87%；电信运营商宽带接入速率持续提升，融合业务快速推进，IPTV 用户快速增长，2018 年末 IPTV 用户总量为 1.55 亿户，收视份额增长至 34.68%；在智能电视和中国移动“魔百和”业务快速增长的带动下，OTT-TV 用户快速增长，2018 年末用户总量为 1.64 亿户，收视份额增长至 36.69%。但随着中国移动“魔百和”业务逐渐转入 IPTV 播控平台，预计 2019 年 OTT-TV 用户增速或将放缓。

图表 3. 我国收视格局（单位：亿户、%）

收视分类	2016 年		2017 年		2018 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	2.52	59.60	2.45	54.81	2.23	49.89
广播电视直播卫星	1.07	25.30	1.29	28.86	1.40	30.87
IPTV	0.87	20.00	1.20	27.29	1.55	34.68
OTT-TV	0.73	17.26	1.10	24.61	1.64	36.69

资料来源：中国有线电视行业发展公报，新世纪评级整理

目前我国有线电视正处于数字化整体转换后期。2018 年末，我国有线电视用户总量 2.23 亿户，其中数字电视用户 1.96 亿户，数字化率为 87.7%。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。2018年，我国有线视频点播用户总量达6593.3万户。其中，标清视频点播用户212.3万户，总量保持平稳；高清互动点播用户达6381万户，同比增长11.2%。此外，4K互动点播用户加速增长，总量达到1297.2万户，同比增长72.8%。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 4. 行业内部分样本企业基本数据概览（2018 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	136.34	22.05	23.88	7.22	6.21	379.59	19.51	16.63	-27.38	25.65
上海市信息投资股份有限公司	43.30	5.93	20.13	5.16	7.88	147.04	51.85	12.10	31.60	12.47
华数数字电视传媒集团有限公司	83.58	7.84	35.16	5.40	6.70	302.41	49.90	23.94	1925.74	28.71
湖南电广传媒股份有限公司	105.11	2.72	19.76	0.87	9.18	232.69	52.33	86.10	4.16	6.55
贵州广电传媒集团有限公司	83.48	3.84	25.60	7.47	5.17	169.11	65.71	36.87	29.93	7.28
河北广电信息网络集团股份有限公司	33.31	0.42	18.96	1.42	2.41	114.18	72.15	26.68	8.81	0.97
河南有线电视网络集团有限公司	9.55	-2.09	17.33	-14.27	3.25	52.34	73.61	26.00	3.21	1.40
陕西广电网络传媒(集团)股份有限公司	27.14	0.93	32.26	3.43	4.60	80.50	59.56	20.91	15.21	5.53
安徽广电传媒产业集团有限责任公司	33.09	0.32	26.80	1.45	5.05	58.36	70.42	22.51	4.98	2.83

资料来源：新世纪评级整理。

我国广电系统拥有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，

³ 除该公司外，其他企业数据均采用 wind 口径。

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。

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

2018 年全国有线电视用户总量 2.23 亿户，较上年末继续下滑。其中数字电视用户 1.96 亿户，数字化率为 87.7%。我国有线电视业务用户数持续下降、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。2016-2018 年，我国固定通信业务中固定数据及互联网业务收入分别为 1944.00 亿元、1971.00 亿元和 2072.00 亿元。2018 年末三家基础电信企业固定互联网宽带接入用户数达 4.07 亿户，全年净增 5884 万户。其中，光纤接入 (FTTH/O) 用户 3.68 亿户，占固定互联网宽带接入用户总数的 90.4%。同期末，我国有线宽带业务用户总量为 3856.3 万户，增速有所放缓。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中。

2019 年 6 月 6 日，工信部正式向中国移动、中国电信、中国联通、中国广电四家企业颁发 5G 牌照，也标志着我国将正式进入 5G 商用时代。凭借着已

经全国的有线网络资源，中国广电或将通过构建 5G 时代的“机顶盒”，以家庭客厅或卧室为中心，向用户提供最优质的 4K 视听内容，VR/AR 内容，增强广电用户的沉浸式体验。

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。根据《浙江省 2018 年国民经济和社会发展统计公报》数据，2018 年浙江省实现地区生产总值（GDP）5.62 万亿元，同比增长 7.1%，全年人均 GDP 为 9.86 万元，同比增长 5.7%。2018 年全省全体居民人均可支配收入 4.58 万元，扣除价格因素增长 6.5%，其中城镇常住居民人均可支配收入 5.56 万元，农村常住居民人均可支配收入 2.73 万元，扣除价格因素，分别比上年实际增长 6.0% 和 7.0%，城镇居民、农村居民人均可支配收入连续多年居全国前列。2018 年末，浙江省常住人口为 5737 万人，城镇化率为 68.9%。根据《2018 年浙江省广播电视行业统计公报》数据，2018 年末浙江省有线广播电视覆盖用户数达 1875 万户，较上年末增加 29 万户。其中，数字电视覆盖用户数 1817 万户，双向电视覆盖用户数 1453 万户，较上年末分别增长 2.08% 和 0.62%。

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力支撑。

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 年度	2019 年 第一季度
营业收入合计	66.68	71.91	78.89	83.58	18.42
其中：核心业务营业收入（亿元）	59.06	66.16	70.72	72.27	15.70
在营业收入中所占比重（%）	88.57	92.00	89.64	86.47	85.27
其中：（1）有线电视业务	46.41	47.45	47.73	45.73	10.52
在核心业务收入中所占比重（%）	78.58	71.72	67.49	63.28	66.96
（2）互联网业务	12.65	18.71	22.99	26.53	5.19
在核心业务收入中所占比重（%）	21.42	28.28	32.51	36.72	33.04
毛利率（%）	30.82	31.31	33.35	35.16	33.11
其中：有线电视业务（%）	30.82	33.83	31.25	32.69	30.45
互联网业务（%）	46.62	31.58	45.57	49.69	50.21

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。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司分别实现营业收入 71.91 亿元、78.89 亿元、83.58 亿元和 18.42 亿元。有线电视业务和互联网业务是公司营业收入的主要来源，2018 年，公司上述两大类主营业务占营业收入的比重分别为 54.72% 和 31.75%。

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。2018 年上述四项收入分别占有有线电视业务收入的 75.00%、6.92%、12.90% 和 5.17%。2019 年第一季度，公司有线电视业务收入为 10.52 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）	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
视听费收入	37.29	36.75	34.30	7.95
节目传输收入	4.06	3.67	3.17	0.60
网络接入收入	4.17	5.17	5.90	1.61

业务类别/金额 (亿元)	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
商品销售收入	1.93	2.14	2.37	0.35
合计	47.45	47.73	45.73	10.52

资料来源：华数集团

视听费收入主要系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。2018 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 24.75 亿元、7.26 亿元及 2.21 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继续下滑。截至 2018 年末，公司在浙江省内拥有数字电视大众用户 928.45 万户，较上年末下降 8.15%，2019 年 3 月末，大众用户数较年初进一步下降至 904.10 万户。机构用户方面，截至 2018 年末，公司浙江省内机构用户为 89.93 万户；2019 年 3 月末，机构用户数进一步上升至 90.15 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 2018 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 325.49 万户，较上年末增长 9.26%。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 2018 年末，公司付费频道用户数为 445.19 万户，较上年末增长 5.65%。2018 年主要由于数字电视大众用户减少导致基本收视收入下降，当年公司视听费收入有所下降。

图表 7. 公司在浙江省内数字电视大众用户情况⁶（单位：万户）

地区	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
杭州地区	414	395.43	375.40	370.68
嘉兴地区	115	110.00	90.77	87.63
金华地区	85	81.13	75.06	72.46
湖州地区	36	34.13	30.17	29.13
丽水地区	54	51.36	46.91	45.29
新昌地区	18	16.83	14.53	14.15
舟山地区	33	30.85	27.18	26.24
温州地区	107	101.81	93.92	90.68
衢州地区	50	47.42	42.64	41.17
绍兴地区	82	77.71	71.75	69.27
宁波地区	46	64.15	60.12	57.40
合计	1040	1010.82	928.45	904.10

资料来源：华数集团

⁶ 该用户数口径为收费用户数。

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，2018年该项收入为3.17亿元，较上年下降13.62%。

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⁷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，2018年，公司实现网络接入收入5.90亿元，较上年增长14.12%。

该公司商品销售收入主要来自机顶盒销售。2016-2018年公司实现商品销售收入分别为1.93亿元、2.14亿元和2.37亿元，该项业务收入有所回升。

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。2018年，公司互联网业务实现收入26.53亿元，同比增长15.40%，增量来源于互联网视频业务收入的增加。2019年第一季度，公司互联网业务收入为5.19亿元。

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。2018年末，公司杭州市（市区及五县市）大众宽带用户数为87.86万户，较上年末略有增长。当年公司互联网宽带业务收入19.29亿元，与上年相比略有下降。

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。受联通股改、移动咪咕用户活跃度考核等因素影响，2018年公司手机电视业务实现收入0.69亿元，较上年下降28.12%。

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。2018年“华数TV”的PV和UV⁸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。在专网方面，2018年

⁷ 对安装10个终端以上的单位用户，每个终端最高600元。

⁸ PV指页面浏览量，UV指独立访客，每一台独立电脑算一个UV。

公司加强与移动、联通等运营商的合作，河南、陕西、山西、四川、重庆等区域的专网互联网电视业务发展迅猛；在公网方面，公司与其他互联网视频公司在播控平台、内容审核、运营管理等方面的合作有所增强，当年公司互联网视频业务实现收入 6.56 亿元，较上年增长 157.30%。

C. 其他业务

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。2018 年及 2019 年第一季度，公司其他业务收入分别为 11.31 亿元及 2.72 亿元。

该公司广告类业务主要由华数传媒网络有限公司、浙江华数信息传媒科技有限公司、浙江广电移动电视有限公司和中广有限信息网络有限公司负责，基于公司的互动电视、互联网电视、手机电视、互联网视频等业务平台，提供包括开机广告、页面浏览广告、随片广告等多种形式的广告服务。2012 年以来公司广告终端平台范围逐步从杭州本地及周边拓展到全国，公司终端平台有全国 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，实现广告业务的跨平台统一投放，广告客户群体亦随之从地方性区域扩展至全国。近年来受广告市场竞争加剧等因素影响，公司广告收入有所减少，2016~2018 年及 2019 年第一季度公司广告业务收入分别为 1.96 亿元、1.88 亿元、1.50 亿元及 0.31 亿元。

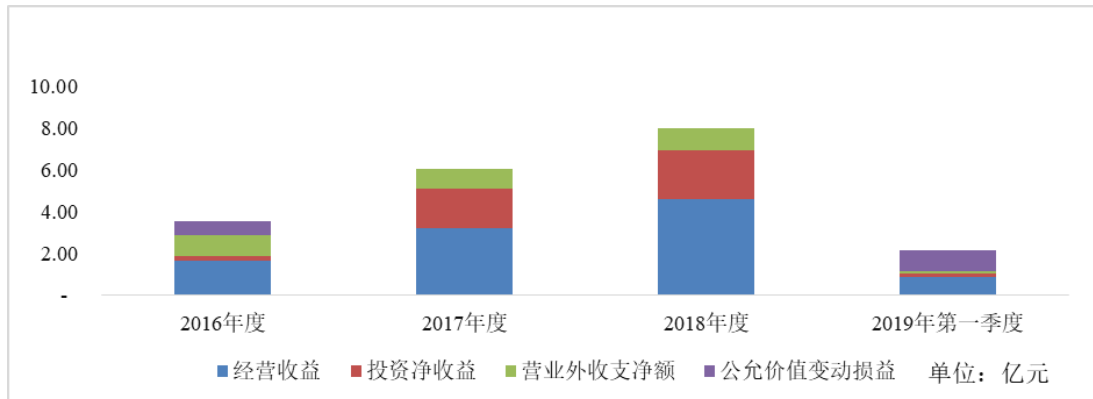
除广告业务外，该公司还涉及影视、专用设备销售、技术服务、游戏及新媒体等业务。2018 年以来，公司无新增影视剧投资。公司专用设备销售的具体操作是，在互动电视内容分发给各地广电网络公司时，部分专用服务器约定由当地广电公司负责投资投入，这种情况下由公司统一采购后，再销售给当地广电公司，但该项业务收入稳定性较差。另外，公司近年来积极往 4K 电视⁹内容和 VR¹⁰视频等新媒体业务方面进行探索。2018 年，公司成立 4K 攻关专项组，稳步推进符合 4K 超高清电视行业标准的内容库、平台、传输网络和家庭终端等全系统建设，以满足用户高质量的收视消费需求。在传输技术上，公司采用了 H.265 解码技术，解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。

⁹ 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。

¹⁰ 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 1：经营收益=营业利润-其他经营收益

注 2：2017 年 5 月 10 日，财政部公布了修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》，企业日常活动有关的政府补助，从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目，本文中列示的 2017 年度、2018 年度和 2019 年第一季度“营业外收入”、“营业外收支净额”系将其他收益纳入核算。

2016-2018 年，该公司分别实现收入 71.91 亿元、78.89 亿元和 83.57 亿元，营业收入持续增长，同期公司毛利率分别为 31.31%、33.35%和 35.16%，毛利率逐年上升。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 33%左右，基本保持稳定。2016-2018 年，公司毛利分别为 22.51 亿元、26.31 亿元和 29.39 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，有线电视业务毛利贡献有所下降，2018 年有线电视业务和互联网业务毛利贡献分别为 50.87%和 44.87%。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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
营业收入合计 (亿元)	71.91	78.89	83.58	18.42
毛利 (亿元)	22.51	26.31	29.39	6.10
期间费用率 (%)	27.17	27.86	27.01	27.83
其中：财务费用率 (%)	-0.64	-0.23	0.14	0.06
全年利息支出总额 (亿元)	0.92	0.42	1.35	-
其中：资本化利息数额 (亿元)	0.14	0.01	-	-

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。公司期间费用主要由管理费用、研发费用和销售费用构成，2018 年公司管理费用 10.67 亿元，主要是包含职工薪酬、办公费用、折旧与摊销。2018 年公司将部分研发人员的工资、办公费用等分拆至“研发费用”科目，当年研发费用为 3.35 亿元。当年销售费用 8.44 亿元，主要是销售人员职工薪酬、业务发展

费用。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	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.67	1.87	2.33	0.15
其中：理财产品收益（亿元）	0.06	0.53	1.07	-
权益法核算的长期股权投资收益（亿元）	0.57	1.12	-0.01	-
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（亿元）	1.37	1.21	1.40	0.12
其中：政府补助（亿元）	1.26	1.03	1.11	-

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

注：2017 年 5 月 10 日，财政部公布了修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》，企业日常活动有关的政府补助，从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目，本文中列示的 2017 年度、2018 年度和 2019 年第一季度“营业外收入”系将其他收益纳入核算。

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。公司营业外收入和其他收益主要为补贴类收入，2016-2018 年公司收到的政府补助分别为 1.26 亿元和 1.03 亿元和 1.11 亿元。同期公司投资收益分别为 0.67 亿元、1.87 亿元和 2.33 亿元。2018 年公司理财产品取得投资收益 1.07 亿元，处置长期股权投资产生投资收益 1.19 亿元，其中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¹¹。

2016-2018 年该公司分别实现利润总额 3.36 亿元、6.19 亿元和 8.02 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，2016~2018 年公司净利润分别为 2.98 亿元、5.91 亿元和 7.84 亿元，净利润率分别为 4.14%、7.50% 和 9.39%。主要受益于当年公司互联网业务盈利水平提升以及较大规模的投资收益，2018 年公司净利润率较上年增长了 1.89 个百分点，当年净资产收益率和总资产报酬率分别为 5.07% 和 3.15%。

2019 年 1-3 月，该公司实现营业收入 18.42 亿元，与上年同期基本持平；综合毛利率为 33.11%，较上年同期提升 3.67 个百分点；当期公司实现投资净收益 0.15 亿元。当期公司实现净利润 1.88 亿元，较上年同期增长 20.82%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司主要从事有限数字电视业务、互联网业务、广告业务等其他新媒体

¹¹ 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。

业务。公司将全面落实杭州“数字经济”发展规划，完成“一张网络，三个平台，八大应用”建设，实现“智慧城市”产业布局。公司将启动4K超高清整转，推进“保老促新”和“百兆宽带”升级，加强“智慧小区”推广，缓解大众用户流失趋势。公司将探索创新全国市场业务模式，寻找新的收入和利润增长点，提升全国市场业务驻地运营能力，确保全国业务继续平稳健康发展。在内容建设方面，公司将继续加强优质内容聚合，加快4K内容引进，推进头部影视内容建设，加强全平台内容运营。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2019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，2018年该公司采购商品与接受劳务支付给关联方金额合计1.60亿元，主要包括公司向江苏有线支付网内结算成本、节目成本0.72亿元、向阿里云计算有限公司支付线路租费0.23亿元、向扬州广电网络有限公司（简称“扬州广电”）支付结算成本0.25亿元等。当年公司出售商品和提供劳务收到关联方金额合计0.83亿元，主要包括收取扬州广电视听费收入0.30亿元、收取爱上网络公司的IPTV网络电视收入0.16亿元等。当年末公司应收关联方款项余额为5.88亿元，应付关联方款项余额为1.11亿元。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2019年6月4日的《企业信用报告》，公司本部无信贷违约情况发生。

财务

该公司负债经营程度较低，经营环节现金回笼及时，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

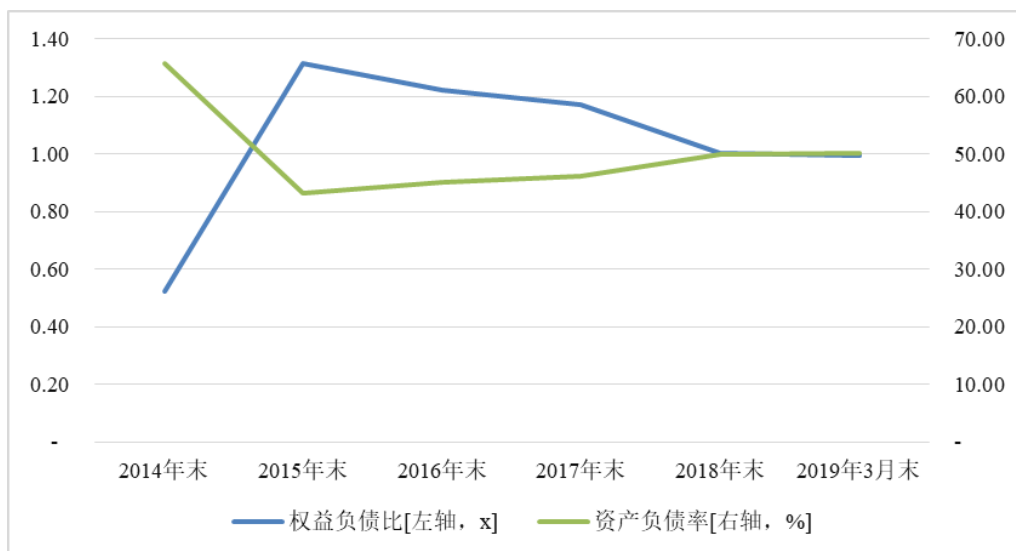
天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 年财务报表进行了审计，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年财务报表进行了审计、中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年财务报表进行了审计并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年第一季度财务报表未经审计。公司执行财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司调整了财务报表列表，该变更对公司财务状况、经营成果和现金流量无重大影响。

2018 年，该公司将杭州华懋众合投资合伙企业（有限合伙）新纳入合并范围，金华浙中移动电视有限公司、浙江华数新业态电视传媒有限公司因注销清算移出合并范围。截至 2018 年末，公司合并范围的控股子公司 73 家，其中一级子公司 15 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 11. 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。

2016-2018 年末该公司所有者权益余额分别为 155.39 亿元、157.81 亿元和 151.19 亿元。2018 年末，公司股东权益中归属于母公司所有者权益为 44.44 亿元，占股东权益的 29.33%，公司少数股东权益占比相对较大。

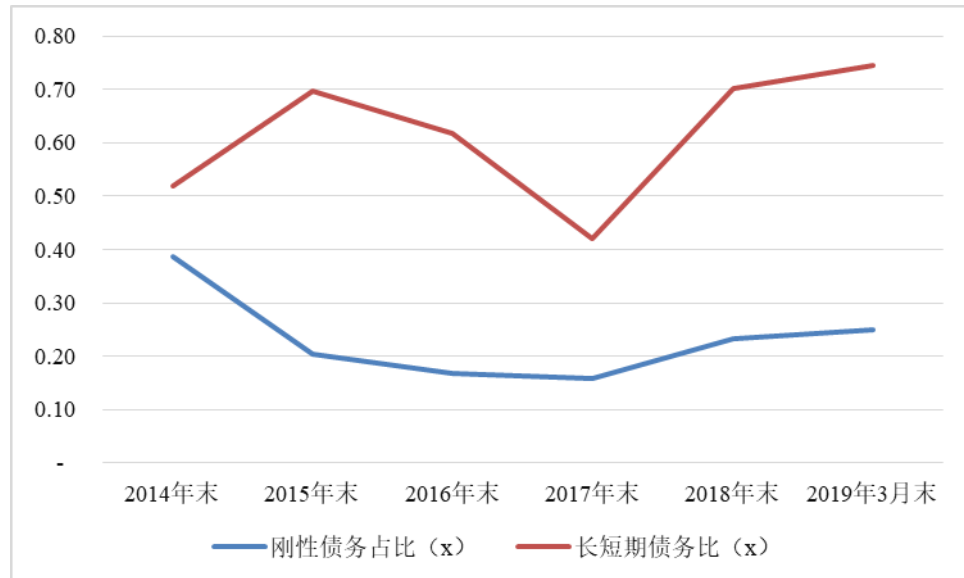
2016-2018 年末该公司负债总额分别为 127.08 亿元、134.79 亿元和 150.89 亿元，资产负债率分别为 44.99%、46.07%和 49.90%，逐年略增，但负债经

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。

(2) 债务结构

图表 12. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	49.31	23.86	21.85	21.61	35.13	38.82
应付账款 (亿元)	16.22	17.98	20.66	24.49	24.78	23.19
预收账款 (亿元)	23.46	27.60	30.58	31.52	32.72	34.55
其他应付款 (亿元)	6.86	7.01	8.02	6.70	4.69	8.42
刚性债务占比 (%)	38.73	20.64	17.19	16.03	23.28	25.06
应付账款占比 (%)	12.74	15.56	16.26	18.17	16.42	14.97
预收账款占比 (%)	18.43	23.88	24.07	23.39	21.68	22.30
其他应付款占比 (%)	5.39	6.07	6.31	4.97	3.11	5.43

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。2016-2018 年末公司流动负债余额分别为 78.55 亿元、94.97 亿元和 88.70 亿元，同期末长短期债务比分别为 61.79%、41.94%和 70.12%。

该公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应付职工薪酬、其他应付款及其他流动负债等构成。2018 年末，公司短期借款余额为 3.80 亿元，均为信用借款；应付账款余额为 24.78 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 32.72 亿元，主要为预收的各类视听费；其他应付款余额为 4.69 亿元，主要为省网整合形成的应付股权转让款；其他流动负债 12.59 亿元，其中短期融资券 10.00

亿元。公司的非流动负债主要是应付债券。2018年，公司发行 18 华数 01 与 18 华数 02，发行规模分别为 8.00 亿元和 12.00 亿元。

(3) 刚性债务

图表 13. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
短期刚性债务合计	31.99	7.36	9.19	21.47	15.13	15.32
其中：短期借款	24.70	6.81	8.60	8.80	3.80	3.80
一年内到期长期借款	3.10	-	-	0.12	0.14	0.14
应付短期债券	3.67	-	-	-	10.00	10.00
应付票据	0.44	0.21	0.20	0.21	0.60	0.42
其他短期刚性债务	0.08	0.34	0.39	12.34	0.59	0.96
中长期刚性债务合计	17.32	16.50	12.66	0.14	20.00	23.50
其中：长期借款	13.32	1.50	0.66	0.14	-	-
应付债券	-	12.00	12.00	-	20.00	23.50
其他中长期刚性债务	4.00	3.00	-	-	-	-

资料来源：根据华数集团所提供数据整理

2016~2018 年末，该公司刚性债务余额分别为 21.85 亿元、21.42 亿元和 35.13 亿元，主要为银行借款和应付债券。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，公司发行 18 华数 01 与 18 华数 02，发行规模共 20.00 亿元，公司长短期债务比提升至 70.12%，债务期限结构有所改善。

截至 2019 年 3 月末，该公司负债总额为 154.92 亿元，资产负债率为 50.17%，负债经营程度仍维持较低水平，负债结构未发生重大变化。公司整体债务压力可控。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 14. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	64.35	74.76	80.77	86.04	93.11
营业收入现金率（%）	120.90	113.07	109.08	107.29	116.18
业务现金收支净额（亿元）	30.21	32.43	28.72	35.70	35.17
其他因素现金收支净额（亿元）	-2.44	-4.46	-5.01	-14.39	-6.46
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	27.78	27.97	23.71	21.31	28.71
EBITDA（亿元）	19.67	22.78	16.23	27.36	29.45
EBITDA/刚性债务（倍）	0.46	0.62	0.71	1.26	1.04

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
EBITDA/全部利息支出(倍)	6.18	8.85	17.69	63.32	21.84

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，2016-2018年分别为109.08%、107.29%和116.18%，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23.71亿元、21.31亿元和28.71亿元。

2016-2018年，该公司EBITDA分别为16.23亿元、27.36亿元和29.45亿元，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。2018年由于刚性债务上升较快，EBITDA/刚性债务和EBITDA/利息支出有所下降，当年分别为1.04倍和21.84倍，EBITDA对刚性债务和利息支出的覆盖程度均处于较高水平。且公司经营性现金净流入量充足，公司即期偿债压力小。

(2) 投资环节

图表 15. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
回收投资与投资支付净流入额	-8.51	-2.74	-3.29	3.53	2.87
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	-17.65	-18.32	-11.84	-20.29	-21.08
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.68	-41.12	-12.28	-8.38	-12.55
投资环节产生的现金流量净额	-25.48	-62.18	-27.40	-25.14	-30.77

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。2016~2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-27.40亿元、-25.14亿元和-30.77亿元。

(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。2016~2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.75亿元、-2.10亿元和7.90亿元。其中，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。2018年公司发行两期规模共计10.00亿元的超短期融资券，以及两期规模共计20.00亿元的公司债券，当年筹资活动转为净流入。

4. 资产质量

图表 16. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	51.07	112.10	115.67	121.95	127.98	138.20
	26.36	41.93	40.95	41.68	42.32	44.76
其中：货币资金（亿元）	28.88	45.58	40.12	34.17	40.14	42.15
应收账款（亿元）	5.46	7.15	8.04	11.12	13.83	16.50
存货（亿元）	4.99	5.19	6.24	5.78	5.69	6.76
其他流动资产	3.83	46.08	53.70	62.35	61.90	57.99
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	142.66	155.23	166.81	170.66	174.43	170.56
	73.64	58.07	59.05	58.32	57.68	55.24
其中：固定资产（亿元）	86.15	92.41	98.45	104.83	107.73	106.91
在建工程（亿元）	15.21	18.68	20.87	12.96	16.35	18.32
可供出售金融资产（亿元）	2.89	3.50	3.67	5.40	3.92	-
长期股权投资（亿元）	3.45	4.25	4.89	6.12	5.47	5.48
商誉（亿元）	9.61	9.68	10.44	10.46	10.03	10.51
长期待摊费用（亿元）	19.29	21.28	22.05	24.11	23.61	23.28
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.13	43.68	49.62	17.69	17.34	-
受限资产账面余额/总资产（%）	0.07	16.34	17.57	6.05	5.73	-

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

近年来，该公司资产规模陆续扩大。2016-2018 年末公司资产总额分别为 282.48 亿元、292.61 亿元及 302.41 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为 60%左右。

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，2018 年末占资产总额的比重分别为 13.27%、4.57%、2.33%、1.88%和 20.47%。2018 年末公司货币资金余额为 40.14 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 13.83 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 5.13 亿元；存货主要由原材料、库存商品等构成，年末余额为 5.69 亿元；当年末其他流动资产 61.90 亿元，其中公司购买的银行理财产品 59.42 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，2018 年末占资产总额的比重分别为 35.62%、5.41%、3.32%及 7.81%。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 107.73 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 16.35 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 10.03 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 23.61 亿元。

2019 年 3 月末，该公司资产总额为 308.77 亿元，较 2018 年末变化不大，资产结构基本保持稳定。

5. 流动性/短期因素

图表 17. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年第一 季度末
流动比率 (%)	60.90	164.60	147.26	128.41	144.29	155.62
速动比率 (%)	52.30	154.05	137.81	121.40	137.01	146.45

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。2018 年，公司流动资产规模增长速度超过流动负债，当年末流动比率和速动比率分别较上年末提升 15.88 个百分点和 15.61 个百分点至 144.29% 和 137.01%。2019 年 3 月末，流动比率和速动比率分别为 155.62% 和 146.45%，公司短期流动性较好。

6. 表外事项

跟踪期内，该公司无重大表外事项。

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。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司本部负债总额分别为 33.35 亿元、38.03 亿元、31.43 亿元和 28.58 亿元，其中刚性债务余额分别为 21.01 亿元、21.14 亿元、24.73 亿元和 27.91 亿元。同期末公司本部资产总额分别为 45.37 亿元、49.72 亿元、64.79 亿元和 64.94 亿元。其中货币资金余额分别为 2.88 亿元、4.71 亿元、5.06 亿元和 7.64 亿元，可为债务偿还提供一定支持。2016-2018 年及 2019 年 1 季度，公司本部分别实现营业收入 0.50 亿元、0.84 亿元、0.98 亿元和 0.21 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，2016-2018 年分别为 0.96 亿元、1.53 亿元和 2.78 亿元。同期，公司本部经营性现金净流量分别为 -0.71 亿元、-0.50 亿元和 0.46 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，2016~2018年公司收到的政府补贴收入分别为1.26亿元、1.03亿元和1.11亿元。

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年末，公司合并口径已获得授信总额为132.40亿元，其中未使用额度为112.08亿元，后续融资空间较大。

图表 18. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信额度	未使用授信额度
全部（亿元）	132.40	20.32	112.08
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	61.80	2.00	59.80
其中：大型国有金融机构占比（%）	46.68	9.84	53.36

资料来源：根据华数集团所提供数据整理（截至2018年末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

18华数01与18华数02：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和18华数02的期限均为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。

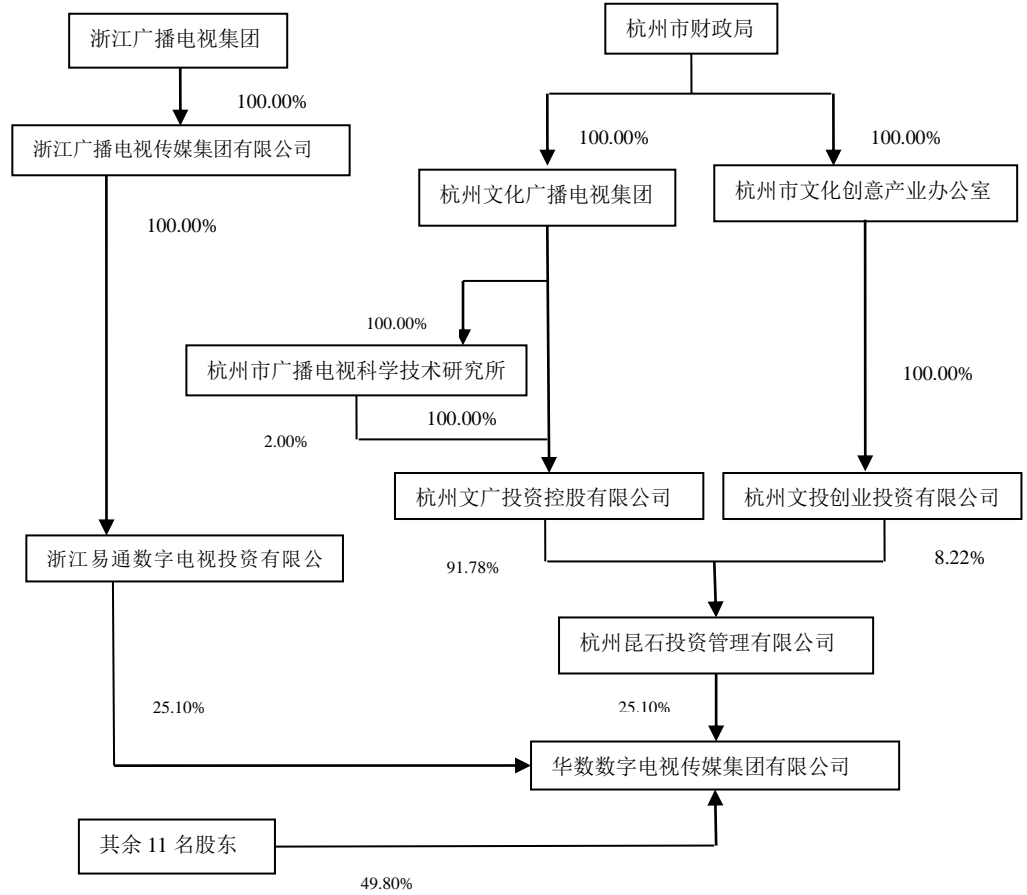
跟踪评级结论

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）新媒体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）新业务拓展情况。

附录一：

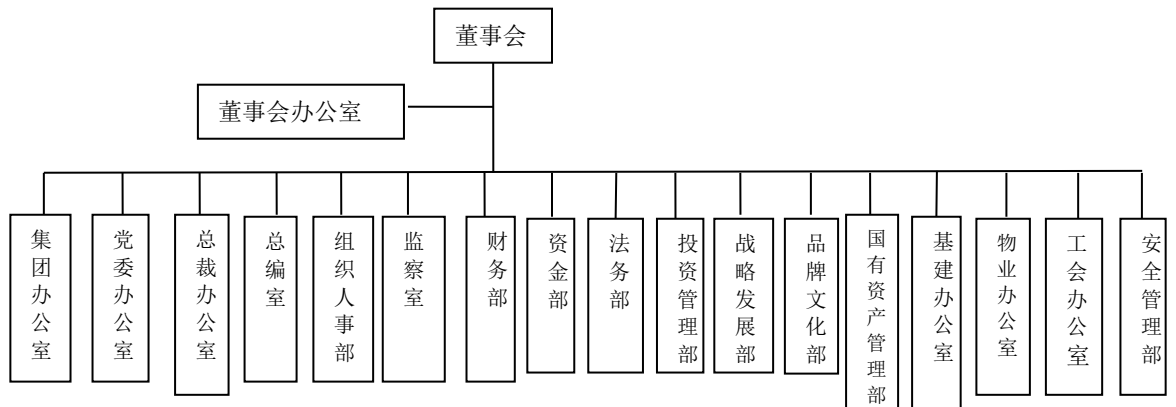
公司与实际控制人关系图



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	2018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)	
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	24.73	13.36	0.98	1.68	0.46	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	0.30	106.78	34.36	6.44	11.95	
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	0.09	18.41	19.02	0.38	7.47	
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	0.44	40.11	26.74	1.98	4.62	
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	0.00	8.33	4.23	0.50	1.69	

注：根据华数集团 2018 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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	282.48	292.61	302.41	308.77
货币资金 [亿元]	40.12	34.17	40.14	42.15
刚性债务[亿元]	21.85	21.61	35.13	38.82
所有者权益 [亿元]	155.39	157.81	151.52	153.85
营业收入[亿元]	71.91	78.89	83.58	18.42
净利润 [亿元]	2.98	5.91	7.84	1.88
EBITDA[亿元]	16.23	27.36	29.45	-
经营性现金净流入量[亿元]	23.71	21.31	28.71	0.83
投资性现金净流入量[亿元]	-27.40	-25.14	-30.77	-5.80
资产负债率[%]	44.99	46.07	49.90	50.17
权益资本与刚性债务比率[%]	711.09	730.39	431.34	396.32
流动比率[%]	147.26	128.41	144.29	155.62
现金比率[%]	51.11	36.06	45.55	52.72
利息保障倍数[倍]	4.52	15.32	6.95	-
担保比率[%]	1.32	1.14	-	-
营业周期[天]	80.77	86.04	93.11	-
毛利率[%]	31.31	33.35	35.16	33.11
营业利润率[%]	3.24	7.84	9.54	11.60
总资产报酬率[%]	1.51	2.30	3.15	-
净资产收益率[%]	1.94	3.78	5.07	-
净资产收益率*[%]	3.40	5.03	5.40	-
营业收入现金率[%]	109.08	107.29	116.18	109.04
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	32.34	24.57	31.27	0.93
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.05	-2.92	-1.44	-
EBITDA/利息支出[倍]	17.69	63.32	21.84	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.71	1.26	1.04	-

注：表中数据依据华数集团经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季财务数据整理、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、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、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。