



信用等级通知书

信评委函字[2011]跟踪045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，贵公司本次跟踪的主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一一年七月十三日

北京歌华有线电视网络股份有限公司 可转换公司债券 2011 年跟踪评级报告

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	2010/8/31		
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	2008	2009	2010	2011.Q1
所有者权益(亿元)	43.02	44.76	52.61	52.67
总资产(亿元)	56.71	58.66	91.26	98.00
总债务(亿元)	0.75	0.72	14.31	14.06
营业总收入(亿元)	13.60	15.16	18.94	3.56
营业毛利率(%)	31.35	28.68	15.55	5.50
EBITDA(亿元)	7.01	7.87	9.82	2.46
所有者权益收益率(%)	7.65	7.38	6.58	2.43
资产负债率(%)	24.14	23.70	42.36	46.26
总债务/EBITDA(X)	0.11	0.09	1.46	1.43
EBITDA 利息倍数(X)	176.96	8,388.39	161.26	17.46

注: 1. 2011 年一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理;

2. 所有者权益含少数股东权益, 净利润含少数股东损益。

分析师

李敏 mli@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

2011 年 7 月 13 日

www.ccxr.com.cn

基本观点

2010 年以来, 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”)有线电视用户稳定增加, 数字化率逐步提高; 在政府的大力支持下公司加快了高清交互数字电视的推广和双向网络的建设; 在三网融合积极推进的背景下, 公司各业务收入实现稳定增长。同时, 中诚信证评关注到三网融合进展缓慢、公司盈利能力下降、未来资本支出规模较大等因素将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, 维持公司主体信用等级 AAA, 评级展望稳定。

正 面

- 有线电视网络行业发展前景广阔。近年来中国有线电视行业发展迅速, 随着有线电视用户数的提高、数字化的加速推广、增值业务的发展以及三网融合的推动, 中国有线电视网络行业将进入高速发展阶段, 发展潜力巨大。
- 区位优势。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。
- 业务基础夯实。截至 2011 年 3 月 31 日, 公司有线电视注册用户 450 万户, 数字电视用户 283 万户, 数字化率达到了 62.89%。北京已成为国内有线电视数字化用户规模最大的城市, 为公司未来发展奠定了良好的业务基础。
- 政府支持。2010 年, 北京成为三网融合的试点城市, 北京市政府各部门以及控股股东对公司高清数字电视推广等项目给予了很多的优惠政策和资金支持。

关 注

- 三网融合进展缓慢。受分业监管等因素影响, 三网融合实施一年来进展比较缓慢, 三网融合将是一个长期的过程。
- 折旧及运营成本增加导致盈利能力有所下降。近几年公司数字化推广加速, 特别是高清交互数字电视推广, 折旧和运营成本显著增加, 导致公司营业毛利率逐年降低。

- 资本支出规模较大。预计未来公司每年将有大量的资本支出用于高清交互数字化推广、双向网改造、机房改造等项目，预计会增加公司的债务规模，推高资产负债率。

募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2010]1591号文批准，公司于2010年11月25日向社会公开发行可转换公司债券数量1,600万张，每张面值为100元人民币，共计16亿元，扣除发行费用后，募集资金净额为15.61亿元，募集资金用于高清交互数字电视基础应用工程项目。

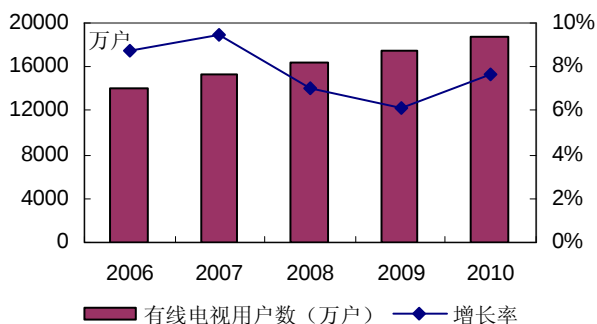
公司2011年1月11日召开的第四届董事会第十次会议审议通过了《关于以公开发行可转换公司债券募集资金置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金的议案》，同意公司以公开发行可转换公司债券募集资金置换预先已投入募集资金投资项目的自筹资金118,433,781.48元，相关资金实际投入时间为2010年4月1日至2010年11月30日，故将其计入2010年度实际投资金额中。

行业分析

中国有线电视用户稳定增长，数字化率进一步提高，同时IPTV和卫星数字电视用户增速较快，对数字电视行业产生一定影响

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的趋势，中国有线电视行业保持了强劲的发展势头，截至2010年底，中国有线电视用户达到18,730万户，广播节目综合人口覆盖率为96.8%，电视节目综合人口覆盖率为97.6%。2006年至2010年中国有线电视用户数量年复合增长率为7.56%。

图1: 2006年以来中国有线电视用户数及增长率

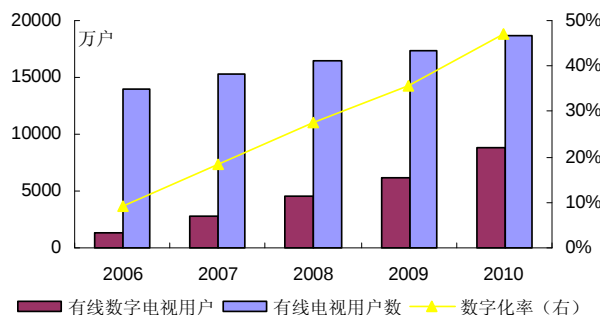


资料来源：国家广播电视总局，中诚信证评整理

在有线电视数字化推广方面，2008年1月国务院发布了《关于鼓励数字电视产业发展的若干政策》，其中规定，在2010年东部和中部地区县级以上城市、西部地区大部分县级以上城市的有线电视

基本实现数字化；到2015年，基本停止播出模拟信号电视节目。由于政府的大力支持和推动，中国近年来有线电视数字化进程加快。截止2010年底，中国有线数字电视用户已到达8,798万户，数字化率进一步提升至46.97%，较2009年提高了11.34个百分点，中国有线电视数字化转换进入加速阶段。

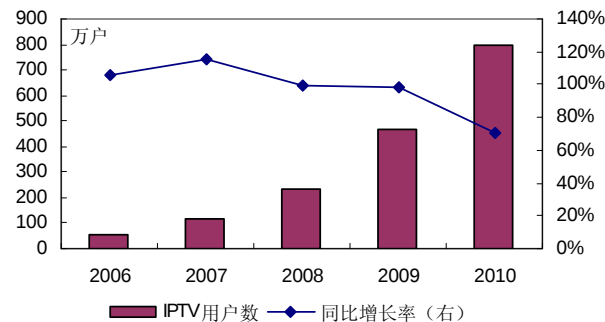
图2: 2006年以来中国有线数字电视推广情况



资料来源：国家广播电视总局，中诚信证评整理

有线电视行业所面临的主要竞争对手是IPTV和卫星数字电视，IPTV主要由电信公司通过DSL或者光纤提供电视服务。近年来，中国IPTV用户数量增加迅速，截至2010年底，中国IPTV用户数达到800万户左右，较2009年增加了300多万户。

图3: 2006年以来中国IPTV用户发展趋势



资料来源：通信世界网、中诚信证评整理

卫星数字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，直播卫星在美国和欧洲国家是重要的电视服务提供渠道。但是在中国，发展卫星及地面数字电视的主要目的是为了 解决偏远山区和农村无法接通有线电视信号问题。2008年6月，为推进“广播电视村村通工程”，中星9号直播卫星升空，让偏远地区的电视观众看到了数字电视节目。2011年6月中星10号卫星升空，将接替中星5B卫星工作，满足中国及亚太地区用户的广播电视、数据传输、数字宽带多媒体的应用需求。近几年卫星电视发展也比较迅速。根据赛迪顾问数

据，卫星数字电视首期招标的300多万台机顶盒在2009年集中交付，二期800多万台机顶盒招标结果公布，为2010年市场增长提供了保障。

中诚信证评认为，2010年中国有线电视用户数量稳定增加，数字化率持续提高，同时IPTV和卫星电视发展迅速，对数字电视行业产生一定的影响。

2010年开始政府加速推动三网融合，但进展比较缓慢

2009年以来，国家加速推进三网融合，特别是2010年1月，国务院常务会议决定加快推进三网融合，这次会议使得三网融合发展进入实质性阶段，为三网融合的发展指明了目标和方向。2010年7月，国务院对外正式公布了第一批三网融合试点城市

名单，包括北京、上海、杭州在内的12个城市入围。2010年10月18日，国务院发布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》（国发[2010]32号），《决定》中明确要大力发展新一代信息技术产业，加快推进“三网融合”，并计划建立促进三网融合高效有序开展的政策和机制。

中诚信证评认为，在国家政策的大力扶持下，预计未来随着三网融合的推进和中国有线网络跨区域整合速度的加快，有线电视网络运营行业发展潜力巨大。但是受分业监管等因素的影响，三网融合实施一年来进展比较缓慢，如果分业监管等问题不能得到很好的解决，三网融合将是一个比较漫长的过程。

表 1：2010 年以来中国三网融合相关政策

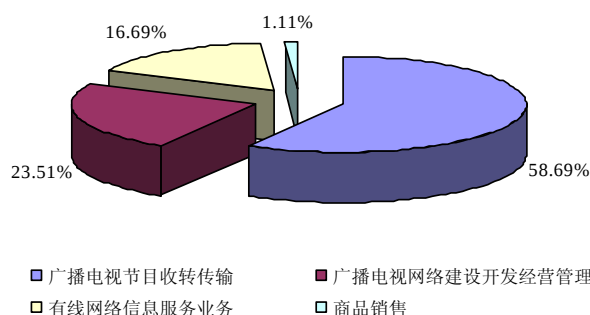
时间	国家机关	政策名称	主要内容
2010.1	国务院办公厅	《国务院常务会议决定加快推进电信网广播电视网互联网三网融合》	会议提出了推进三网融合的阶段性目标。2010年至2012年重点开展广电和电信业务双向进入试点，探索形成保障三网融合规范有序开展的政策体系和体制机制。2013年至2015年，总结推广试点经验，全面实现三网融合发展，普及应用融合业务，基本形成适度竞争的网络产业格局，基本建立适应三网融合的体制机制和职责清晰、协调顺畅、决策科学、管理高效的新型监管体系
2010.7	国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发第一批三网融合试点地区（城市）名单的通知》	国务院对外正式公布了第一批三网融合试点城市名单，包括北京、上海、杭州在内的12个城市入围
2010.10	国务院	《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	明确要大力发展新一代信息技术产业，加快推进“三网融合”，并建立促进三网融合高效有序开展的政策和机制。

资料来源：中诚信证评整理

业务运营

公司主要从事广播电视节目收转传输、广播电视网络建设开发经营管理、有线网络信息服务业务。2010年公司实现主营业务收入18.78亿元，同比增加27.61%。从构成来看，广播电视节目收转传输、广播电视网络建设开发经营管理和有线网络信息服务业务分别实现收入11.02亿元、4.41亿元、和3.13亿元，占比分别为58.69%、23.51%和16.69%，其余为商品销售收入，在主营业务收入中占比较小。

图 4：2010 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

歌华有线用户数量稳定增加，数字化率不断提高，广播电视节目收转传输业务实现稳定增长

广播电视节目收转传输是通过卫星、地面、有

线等传输系统，接收各类电视节目信号，并通过有线电视网络向用户进行广播电视节目传送及相关增值业务服务。公司该业务主要包括有线电视收看维护收入、有线电视入网收入和频道收转收入。2010 年公司广播电视节目收转传输业务板块实现营业收入 11.02 亿元，同比增加 8.16%。

表 2：2008~2010 年公司广播电视节目收转传输收入情况

单位：亿元

业务	2008	2009	2010
有线电视收看维护	7.83	8.62	9.24
有线电视入网	0.31	0.35	0.38
频道收转	1.16	1.22	1.39
合计	9.30	10.19	11.02
合计占主营业务收入比（%）	70.64	69.25	58.69

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

有线电视收看维护方面，目前公司在北京城八区内传输模拟电视节目 59 套、数字电视节目 162 套（其中高清电视节目 14 套）、数字广播节目 16 套，是全国传输数字电视节目最多的网络公司。截至 2011 年 3 月 31 日，公司有线电视用户注册数为 450 万户，数字电视用户 283 万户，数字化率达到了 62.89%，北京是全国数字电视用户最多的城市。目前公司有线电视维护费维持 18 元/月的收费标准，2010 年公司实现有线电视收看维护收入 9.24 亿元，同比增加 7.21%，实现了稳定增长。

目前，高清交互数字电视已经成为国家和北京市下一步重点发展方向，公司已与数字电视系统提供商合作完成了数字电视高清交互服务技术开发、前端平台建设和服务展示平台的搭建。2009 年 9 月公司启动了高清交互数字电视试验示范小区的推广，截至 2011 年 3 月底，公司累计完成高清交互数字电视 140 万户的推广任务，高清交互用户数量全国第一。

有线电视入网方面，随着北京市常住人口和新建商品房数量的增加，公司有线电视入网收入也实现了稳定增长，2010 年公司有线电视入网收入为 0.38 亿元，同比增长 10.64%。

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，2010 年为 1.39 亿元，同比增加 14.18%。考虑到北京的区位优势、频道资源相对紧张、数字化推广后卫视台节目收视率受到影响等因素，预计未来公司

频道收转收入将逐年增加，但随着用户规模的不断扩大，频道收转收入在主营业务收入中的占比会逐渐降低。

我们关注到，公司有线电视数字化整体转换以及高清交互数字电视项目建设带来固定资产折旧以及运营成本的大幅增长，导致毛利率下降，对公司盈利能力产生了一定影响。对此，公司计划发展付费电视、视频点播等新业务，继续拓展电子政务、电子商务、信息服务等增值业务，挖掘客户潜在需求，寻找新的利润增长点。

网络建设开发经营管理业务稳定发展

网络建设是有线电视企业重要的业务基础，公司根据城市建设发展和居民的入网需求进行网络建设，现已形成连接覆盖全市 16 个区县的大型有线电视光缆传输网络，建设一级传输机房 15 个，二级传输机房 226 个；全市已敷设光缆 3.1 万公里，电缆 24 万余公里，管道 3,000 公里，建成光节点 1 万余个。

公司有线电视网络建设开发经营管理板块的收入主要是工程建设和维护收入。其中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。近年来，公司有线电视网络建设开发经营管理收入增加较快。2010 年，公司网络建设开发经营管理收入为 4.41 亿元，同比增长 191.66%，占主营业务收入的比例提高到了 23.51%，主要因为朝阳图像信息系统完工确认收入所致。

表 3：2008~2010 年公司网络建设开发经营管理收入情况

业务	2008	2009	2010
网络建设开发经营管理（亿元）	1.05	1.51	4.41
占主营业务收入比重（%）	7.98	10.28	23.51

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

基础设施建设方面，近几年公司加强了双向网的建设与改造，公司计划通过高清交互数字电视基础应用工程项目的建设，到项目建设第 3 年在北京市建成 230 万用户的双向接入网络，以及完成包括高清交互传输机房及高清交互运营支撑信息机房在内的机房改扩建。截至 2011 年 3 月底，公司已经对 243 万户 HFC 网络实施了双向化改造。通过该项目建设，将显著提高公司的网络质量，扩大公司的业务规模。

未来，公司将全力推进高清交互基础设施建设，进一步完善前端平台、运营支撑平台的建设，加强传输机房改造和双向网建设，为公司未来全业务发展奠定良好的网络基础和业务基础。

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，有线网络信息服务业务实现稳定增长

作为宽带信息传输网络，北京有线广播电视网络可支持高速数据传输、互联网接入等广播电视拓展业务和增值业务，公司目前主要从事宽带资源和综合数据业务平台服务。

2010年公司积极拓展数据增值业务，首先大力推进个人宽带业务。2010年公司调整了个人宽带业务发展模式，通过业务培训和业务流程再造，由分公司全面承接了个人宽带业务的维护和推广工作，为个人宽带业务的大力发展奠定了基础。此外，公司积极拓展集团数据业务，在北京市场建立了品牌认知度，行业已覆盖政府、教育、医疗、社区、金融、酒店等多个领域，实现了用户和收入的全面增长。2010年，公司数据业务继续保持良好发展势头，承接了北京市交管局智能交通信号控制系统专网（交管网）、北京市东城区电子政务网、北京市医

疗保险信息专网、市委宣传部系统视频会议专网、北京市石景山区科技安专网等数十个北京市重点项目及工程。2010年公司有线网络信息服务业务收入为3.13亿元，同比增长13.35%，占主营业务收入的比例为16.69%。

表 4：2008~2010 年公司有线网络信息服务收入情况

业务	2008	2009	2010
有线网络信息服务（亿元）	2.41	2.76	3.13
占主营业务收入比重（%）	18.28	18.79	16.69

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，公司将获得电信业务牌照，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，为公司增加了新的利润增长点。2011年5月，公司与中国移动通信集团北京有限公司签署了战略合作协议，双方发挥各自的优势和特点，在互为产品代理、资源互补、资源共享等方面展开合作。此外，公司将加速高清交互数字电视推广与网络双向化改造，快速提升公司的竞争力，为公司做大做强主业奠定基础。此外，三网融合试点政策有利于公司争取相关扶持政策。

表 5：2010 年以来公司获得的相关支持和补贴情况

时间	相关支持性文件	支持、补贴内容
2010.1	《北京市广播电影电视局关于追加高清交互机顶盒补助经费的通知》	为支持北京市高清交互数字电视工程的稳步实施，按照市政府承担机顶盒推广经费35%的比例，市财政局下达专项资金1.26亿元，专项用于北京市2009年推广30万用户高清电视机顶盒补贴。公司已于2010年1月26日收到款项。
2010.5	《北京市财政局关于下达2010年基本建设市级项目地方政府债券资金预算的函》	北京市财政局下达2010年第一批专项政府补助资金2亿元，用于推广高清交互数字电视工程。公司已于2010年6月21日收到款项。
2010.6	《北京市广播电影电视局关于拨付高清交互机顶盒补助经费的通知》	为支持高清交互数字电视工程的稳步实施，北京市财政局将2010年高清交互机顶盒4.2亿元补助资金的70%，即2.94亿元补助款拨付给公司，专项用于2010年推广100万户高清交互机顶盒补贴，公司已于2010年6月12日收到0.94亿，于2010年6月17日收到2亿元。
2010.7	北京市已获批成为全国首批三网融合试点城市	2010年7月26日公司收到了实际控制人北京广播电视台拨付的1.2亿元专项资金，用于购买广播频道、付费频道等节目的经费补助。
2010.9	《北京市广播电影电视局关于拨付高清交互机顶盒补助经费的通知》	为支持高清交互数字电视工程的稳步实施，公司收到了2010年高清交互机顶盒4.2亿元补助资金的30%，即1.26亿元补助款拨付给公司，公司已于2010年9月25日收到该款项。
2010.12	--	收到北京市各区县财政关于2010年高清交互数字电视机顶盒补助资金2.56亿元。
2010.8	--	收到市委宣传部拨付的市委、市政府机关等地有线电视数字化改造款5,612,607元。
2010.9	--	收到北京市市政市容管理委员会拨付架空线整治项目补助资金8,128,590.00元。
2010.12	《北京市财政局关于下达2010年文化产业发展中央专项资金预算的函》	收到北广传媒集团拨付的高清交互数字电视“电视图书馆”项目专项资金1000万元。

2011.3	《北京市广播电影电视局关于北京市财政局将 2011 年高清交互机顶盒 5.46 亿元补助资金的第一批资金 2 亿元补拨付 2011 年高清交互机顶盒助款拨付给公司，专项用于 2011 年推广 130 万户高清交互机顶盒补贴。公司已于第一批市级补助经费的通知》	2011 年 3 月 21 日收到款项。
2011.3	--	公司收到北京市海淀区新闻中心高清交互机顶盒专项补贴 96,315,600.00 元；
2011.3	《北京市财政局关于下达 2010 年基本建设市级项目一般预算	北京市财政局下达 2010 年第二批专项政府补助资金 2 亿元，专项用于北京市推广高清交互数字电视工程。公司已于 2011 年 3 月 21 日收到款项。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

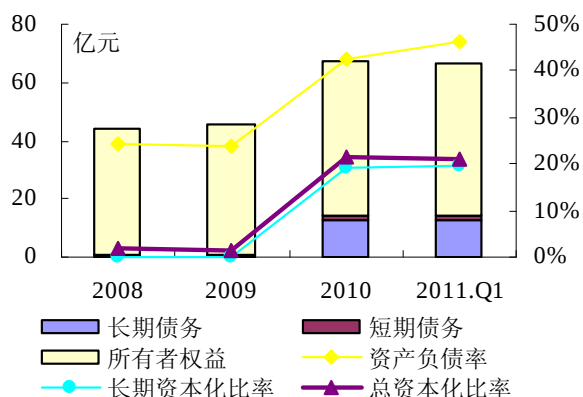
财务表现

以下分析基于公司提供的经京都天华会计师事务所有限公司¹审计并出具标准无保留意见的 2008~2010 年财务报告和 2011 年一季度财务报告。

资本结构

近年来，随着有线网络的建设和有线电视用户的稳定增加，公司业务不断发展，资产规模逐年增长。截至 2010 年底，公司总资产规模达到 91.26 亿元，同比增加 55.58%。公司一直采取比较谨慎的财务政策，资本结构比较稳健，2010 年，由于公司发行了 16 亿元可转债，债务规模增加，截止 2010 年底，公司总债务为 14.31 亿元，同比增加 1,878.20%，资产负债率和总资本化比率分别 42.36%和 21.39%，分别同比增加了 18.66 和 19.80 个百分点。截至 2011 年 3 月 31 日，公司的总资产为 98 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 46.26%和 21.07%。

图 5：2008~2011.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 2011 年 3 月 31 日，公司长期债务为 12.77 亿元，短期债务为 1.29 亿元，短期债务全部为应付票据，短期债务/长期债务指标为 0.1，考虑到公司未来将需要较大资本支出用于

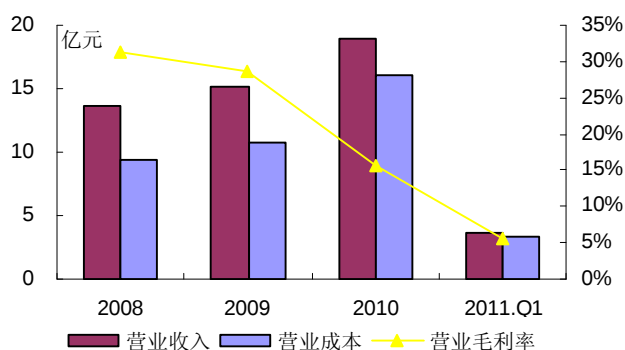
高清交互数字电视基础应用工程等项目，长期债务占比较高的债务结构有利于公司资金的稳定。

总体看，近年来公司的财务政策较为稳健，虽然在 2010 年公司债务规模有一定增加，但是仍维持较好的财务弹性。未来随着资本支出的持续增加，公司的债务规模也将持续增长，杠杆比率亦随之上升，中诚信证评将对此保持关注。

盈利能力

随着业务的不断拓展，公司收入规模逐年增长。2010 年，公司有线电视收看维护费等传统业务稳步增长的同时，信息业务收入也实现了较快的增长，全年实现营业收入 18.94 亿元，同比增加 24.96%，呈现出良好的增长态势。2011 年一季度公司实现营业收入 3.56 亿元，同比增加 7.11%。

图 6：2008~2011.Q1 公司盈利指标比较



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

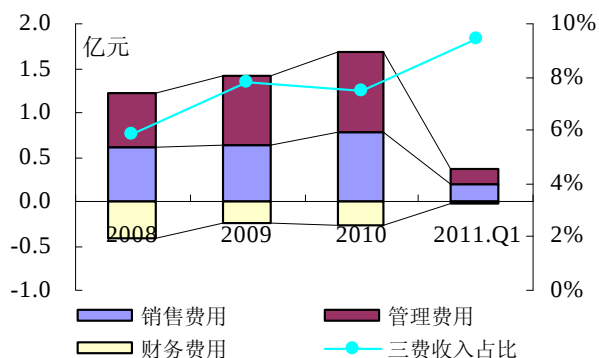
从毛利率看，公司实施数字化转换以来，开始进入大规模的资本投入期，公司的固定资产不断沉淀，导致折旧费用快速增长。特别是公司开始高清交互数字电视推广后，固定资产折旧大幅增加，2010 年主营业务成本中的折旧达到 5.84 亿元，同比增加 40.06%，在主营业务成本中的占比为 36.50%。此外，为了适应高清交互数字电视推广，公司增加了市场人员、维护人员和客户服务人员，相应增加了各类运营成本，2010 年公司业务运营成本为 5.17 亿元，同比增加 122.32%，在主营业务成

¹ 自 2009 年 1 月起，北京京都会计师事务所和天华会计师事务所正式合并，合并后名称变更为“北京京都天华会计师事务所有限责任公司”。后又变更为“京都天华会计师事务所有限公司”。

本中占比 32.31%。2010 年主营业务成本为 15.99 亿元，同比增加了 51.88%，显著高于主营业务收入的增速，因此公司毛利率水平有所下降，2010 年公司营业毛利率为 15.55%，同比下降了 13.13 个百分点。2011 年一季度公司营业毛利率为 5.50%，毛利率水平持续下降。

期间费用方面，近年来公司三费随着收入规模的扩大而增加，2010 年，公司三费合计为 1.41 亿元，同比增长了 19.02%，三费合计占收入的比例为 7.45%，较 2009 年降低了 0.37 个百分点。2011 年一季度期间费用合计为 0.33 亿元，占营业收入的比重为 9.40%，期间费用占收入比有所提升，但总体来看公司期间费用控制较好。

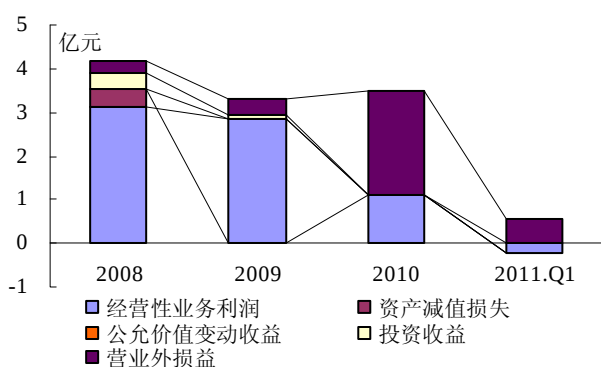
图 7：2008~2011.Q1 公司期间费用分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2010 年公司实现利润总额 3.47 亿元，同比增加 4.59%，从利润总额构成来看，由于公司营业毛利率下降导致公司经营性业务利润降低，2010 年经营性业务利润为 1.08 亿元，同比降低 61.71%；由于公司数字电视整体转换和高清交互数字电视推广等项目获得了政府的专项资金和补助经费支持，导致公司营业外损益增加，2010 年营业外损益为 2.35 亿元，同比增加 488.08%。

图 8：2008~2011.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，2010 年公司实现净利润 3.46 亿元，同比增加 4.77%，所有者权益收益率为 6.58%，同比降低了 0.8 个百分点。虽然公司经营性业务毛利率出现下降，但是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有益的补充和支持，由于北京市政府明确提出要加快交互式高清数字电视改造和移动多媒体系统建设，因此预计政府的资金支持具有连续性，将对公司的盈利提供一定的支撑。

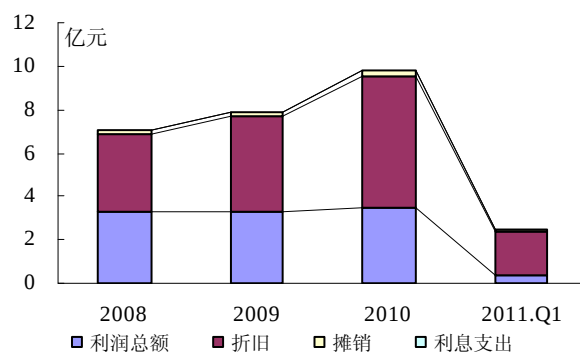
中诚信证评认为，由于公司目前正处在数字电视整体转换的资本投入期，而收视费并未提高，毛利率的走低使得公司运营在短期内面临一定压力，但是政府的资金支持对盈利形成了一定的支撑。长期来看，有线电视数字化试点等相关投入将有助于拓展公司的业务规模，是公司未来盈利能力提升的重要基础。

偿债能力

2010 年由于公司发行了 16 亿元可转债，债务规模有所增加，截至 2011 年 3 月 31 日，公司总债务规模为 14.06 亿元。未来随着高清交互数字电视的全面推进，公司每年均有大量的资本支出，预计将逐步推高公司的债务规模，对此我们将持续关注。

公司主业突出，近三年的 EBITDA 均保持了平稳增长。2010 年公司 EBITDA 为 9.82 亿元，同比增长了 24.72%。由于公司在数字化整转过程中形成大量固定资产，导致折旧费用在 EBITDA 中的占比逐年增加，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 9：2008~2011.Q1 公司 EBITDA 构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从公司的长期偿债指标来看，由于2010年公司债务规模增加，偿债能力有所下降，但仍然处于较好的水平，2010年公司总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数指标分别为1.46和161.26倍，经营净现金流/总债务和经营净现金流利息倍数分别为0.64和150.23倍，公司盈利和现金流对债务本息的保障能力仍很强。预计随着公司资本支出的增加，各偿债指标将出现弱化，对此我们将保持关注。

表 6：2008~2011.Q1 公司偿债能力指标

指标	2008	2009	2010	2011.Q1
总债务（亿元）	0.75	0.72	14.31	14.06
资产负债率（%）	24.14	23.7	42.36	46.26
总资本化比率（%）	1.72	1.59	21.39	21.07
EBITDA 利息倍数（X）	176.96	8,388.39	161.26	17.46
总债务/EBITDA（X）	0.11	0.09	1.46	1.43
经营净现金流/总债务（X）	9.17	10.18	0.64	0.36
经营净现金流利息倍数（X）	173.77	7,845.75	150.23	8.95

注：2011 年一季度总债务/EBITDA、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

融资弹性方面，2010 年 1 月，公司与中国工商银行北京分行签署《银企战略合作协议》，具体内容包括：工行北京分行为公司提供 20 亿元的授信额度，用于流动资金贷款、项目贷款和并购贷款；双方将合作开发数字电视支付系统，实现交互式银帐系统对接；就双方合作开发联名卡项目进行可行性研究。2011 年 1 月，公司 2011 年第一次临时股东大会审议通过《关于国家开发银行北京分行向公司提供综合授信额度的议案》。国家开发银行拟向公司提供 15 亿元的授信额度。公司与金融机构良好的合作关系为未来提供了一定的债融资空间，财务弹性很强。

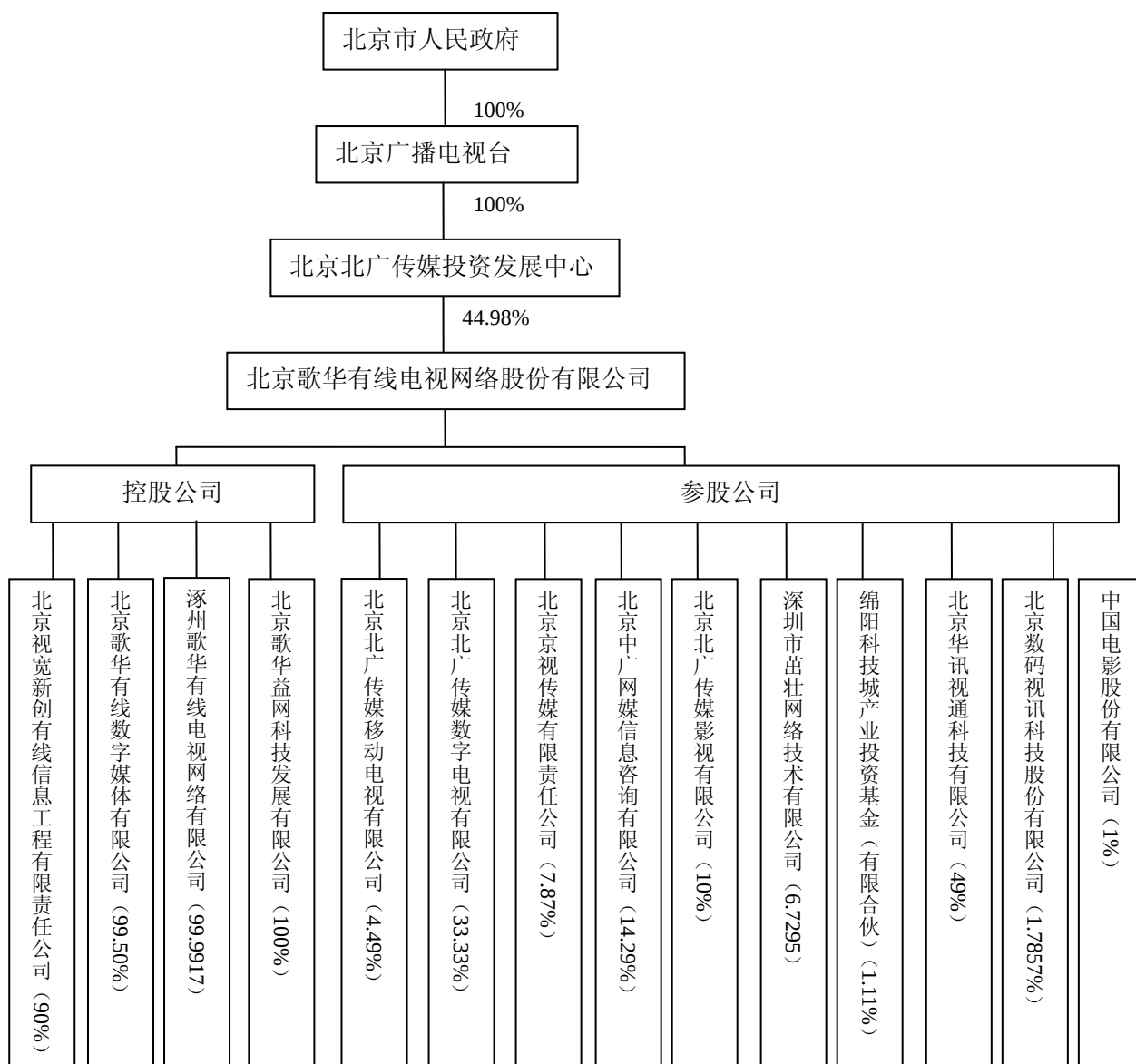
或有事项方面，截至 2011 年 3 月 31 日，公司不存在未决诉讼、对外担保等或有事项。

综合来看，目前公司资本结构很稳健，现金流较好，但同时我们注意到，折旧摊销增加和运营成本的提高导致公司盈利指标出现下滑，各项偿债指标出现一定程度的弱化，但仍处于较好的水平。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。另外，我们也将持续关注未来资本支出对公司偿债能力产生的影响。

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 2011 年 3 月底）



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)	2008	2009	2010	2011.Q1
货币资金	169,852.90	149,044.12	307,997.56	339,599.32
应收账款净额	36.00	404.54	86.72	2,872.00
存货净额	19,658.27	24,605.28	11,672.52	12,690.13
流动资产	216,252.27	181,800.10	331,391.01	369,110.75
长期投资	7,901.62	11,266.33	28,356.84	25,625.83
固定资产合计	338,063.08	381,819.11	531,179.72	564,154.05
总资产	567,112.47	586,573.74	912,616.75	979,955.04
短期债务	7,508.51	7,236.11	17,097.73	12,900.00
长期债务	0.00	0.00	126,047.31	127,652.28
总债务（短期债务+长期债务）	7,508.51	7,236.11	143,145.04	140,552.29
总负债	136,874.40	138,995.54	386,539.56	453,294.29
所有者权益（含少数股东权益）	430,238.07	447,578.19	526,077.19	526,660.74
营业总收入	135,976.45	151,599.79	189,434.61	35,617.31
三费前利润	39,020.82	40,169.16	24,949.55	1,206.35
投资收益	3,323.14	887.51	357.66	-113.01
净利润	32,903.02	33,027.35	34,604.23	3,201.55
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	70,102.68	78,748.87	98,217.40	24,569.68
经营活动产生现金净流量	68,838.40	73,654.61	91,501.86	12,586.39
投资活动产生现金净流量	-100,272.10	-73,998.31	-108,659.87	-973.05
筹资活动产生现金净流量	-52.79	-16,627.09	176,111.45	19,988.42
现金及现金等价物净增加额	-31,486.49	-16,970.78	158,953.44	31,601.76
财务指标	2008	2009	2010	2011.Q1
营业毛利率（%）	31.35	28.68	15.55	5.50
所有者权益收益率（%）	7.65	7.38	6.58	2.43
EBITDA/营业总收入（%）	51.56	51.95	51.85	68.98
速动比率（X）	2.15	1.62	2.66	2.55
经营活动净现金/总债务（X）	9.17	10.18	0.64	0.36
经营活动净现金/短期债务（X）	9.17	10.18	5.35	3.90
经营活动净现金/利息支出（X）	173.77	7,845.75	150.23	8.95
EBITDA 利息倍数（X）	176.96	8,388.39	161.26	17.46
总债务/EBITDA（X）	0.11	0.09	1.46	1.43
资产负债率（%）	24.14	23.70	42.36	46.26
总资本化比率（%）	1.72	1.59	21.39	21.07
长期资本化比率（%）	0.00	0.00	19.33	19.51

注：1、2011年一季度总债务/EBITDA、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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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）

销售净利率=净利润/营业总收入

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