

# 数字电视时代的弄潮儿

## 未评级

合理价值：7.86 元-8.84 元

### 投资要点：

- ▣ 省级有线电视运营商：在数字电视产业链中居于核心地位
- ▣ 农村地区模拟电视数字化的红利仍有待释放
- ▣ 数字电视增值业务与三网融合使公司的长期增长前景值得期待
- ▣ 费用控制好于同行

### 报告摘要：

- **有线网络行业：受益数字电视转换和三网融合。**数字电视时代，有线电视运营商是数字电视产业链中最核心的环节。在三网融合背景下，有线电视产业链中有线电视运营商受益可能最大。数字化和制播分离使有线电视产业链逐渐清晰。在政府的强力推动下，中国数字电视转换大潮已势不可挡，数字电视用户数量迅猛增加，为将来数字电视增值业务和宽带双向交互业务的大发展奠定了良好的受众基础。
- **农村地区的模拟电视数字化将继续推动公司收视业务较快增长。**虽然吉林省公司城镇数字电视转化已基本收官，但农村地区的转换工作才刚刚起步。到 2015 年末，公司有线电视用户规模将达到 430 万户，且基本实现有线电视数字化。在此期间，农村数字电视用户的收视费将从模拟电视的 12 元/月增加至 20 元/月，从而推动公司收入保持较快增长。
- **公司的数字电视增值业务正处于起飞阶段，增值业务收入占比不断上升。**公司一面引进专业化付费频道，一面完善以音视频点播为核心的高清交互式综合业务。同时，还积极拓展电视银行、高清数字电视等领域。这些服务有助于吸引习惯于互动式网络的年轻消费群体。
- **三网融合中公司将在进军增值电信业务的同时稳守收视业务。**在三网融合的推广阶段（2013-2015 年）公司将进入增值电信业务。同时，IPTV、互联网视听节目和手机电视在带宽、传输质量、内容丰富程度等方面与有线网络传输的广播电视，特别是公司正在建设并即将开展的高清交互电视相比还有显著的差距，短期内难以撼动公司的收视业务。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	845.67	1196.21	1510.00	1887.95	2267.43
同比增长率	53.68%	41.45%	26.23%	25.03%	20.10%
净利润（百万元）	135.43	271.55	368.76	457.64	567.93
同比增长率	373.45%	100.51%	35.80%	24.10%	24.10%
每股收益(元)	0.10	0.19	0.26	0.33	0.41

### 传媒行业小组

#### 分析师：

张泽京 (S1180511010003)

电话：010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

### 发行方案

发行股数	28000 万股
发行后总股本	138799 万股
发行方式	网下询价，上网定价
发行日期	2012-02-10

数据来源：Wind，公司公告

### 相关研究

中南传媒 (601098)：年报好于预期 转型期窥探机会 (2012.02.05)

华谊兄弟 (300027)：全产业链扩张显娱乐巨头风范 (2012.02.02)

传媒 2011 年业绩预告总览：推荐平面媒体，规避互联网 (2012.01.31)

华录百纳 (300291)：质量为先的精品剧制作公司 (2012.01.19)

行业深度报告：电影行业一突围全产业链 (2012.01.10)

华谊兄弟 (300027)：调研纪要 (2012.01.03)

文化产业论坛纪要：经济低迷呈传媒产业最佳投资机会 (2011.12.28)

行业周报：动漫涌动 体制松绑加快市场化 (2011.12.20)

行业周报：长期看好传媒行业投资机会 (2011.12.12)

## 目录

一、公司概况和发行方案 .....	4
(一) 公司概况: 吉林省有线运营商 .....	4
(二) 发行方案: 现有业务的完善和扩展 .....	4
二、有线网络行业分析 .....	5
(一) 有线电视产业链: 运营商是核心 .....	5
(二) 市场供求状况 .....	6
1、供给: 省网整合与数字电视转换势不可挡 .....	6
2、需求: 数字电视用户快速增加 .....	6
(三) 行业发展趋势 .....	7
1、国际经验: 数字化与三网融合 .....	7
2、中国: 数字电视时代正在到来 .....	8
(四) 行业竞争格局: 行政区域垄断 .....	8
三、公司业务分析 .....	9
(一) 收入结构: 电视收视业务收入为主 .....	9
(二) 费用控制: 稳中有降 .....	9
(三) 农村模拟转数字将继续提升 ARPU 值 .....	10
(四) 数字电视增值业务潜力巨大 .....	11
(五) 三网融合拓宽未来业务空间 .....	12
四、盈利预测与估值 .....	13

## 插图

图 1: 吉视传媒发行前的股权结构图 .....	4
图 2: 有线电视产业链 .....	5
图 3: 中国有线电视用户数与入户率 .....	7
图 4: 中国有线电视维护费收入规模与增速 .....	8
图 5: 吉视传媒收入结构 .....	9
图 6: 吉视传媒期间费用率 .....	10
图 7: 吉视传媒付费节目收入状况 .....	11
图 8: 三网融合示意图 .....	13

## 表格

表 1: 吉视传媒计划募集资金投向 .....	5
表 2: 吉视传媒模拟电视用户和数字电视用户变动 .....	10
表 3: 吉视传媒电视收视业务收入构成 .....	11
表 4: 可比公司估值情况 .....	13
表 5: 利润表预测 .....	14
表 6: 资产负债表预测 .....	15

## 一、公司概况和发行方案

### （一）公司概况：吉林省有线运营商

吉视传媒股份有限公司的前身是成立于 2001 年 5 月的吉林广电网络有限，该公司由吉林广电信息网部等 35 家广电系统单位出资组建。2005 年 9 月，吉林电视台等 49 家广电系统单位用城市广播电视网络资产出资，在吉林广电网络有限的基础上，以增资扩股的形式组建**吉林广电网络集团**。2005 年 12 月，延吉广电局等 19 家股东以乡镇广播电视网络资产对吉林广电网络集团进行增资。2009 年 12 月 25 日，吉林广电网络集团以账面净资产折股的方式由有限责任公司整体变更为股份有限公司。2010 年 1 月 25 日，公司更名为“吉视传媒股份有限公司”。

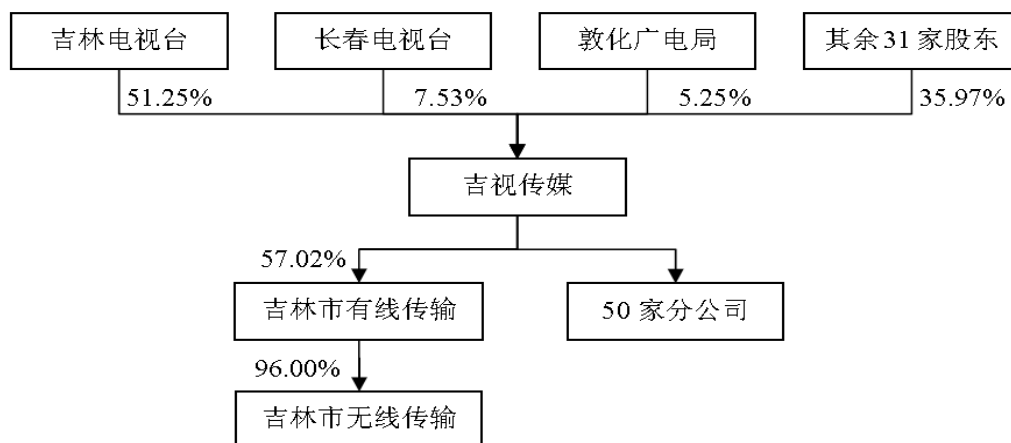
公司的四大主营业务分别是**广播电视传输基本业务、数字电视增值业务、宽带双向交互业务、基于有线电视网络的网络服务业务**。在全国省级广电网络整合大潮中，吉林省在东北地区率先实现全省一张网，和北京、上海、陕西、内蒙、江苏、广西等省市成为国内首批完成省级广电网络整合的省份。

截至 2011 年 6 月底，公司服务用户总计 **398.42 万户**，其中县级以上城市数字电视用户 276.47 万户，农网数字电视用户 10.19 万户，模拟电视用户 111.76 万户。同时，全省付费电视用户达到 14.01 万户，互动吉林用户达到 0.2 万户，宽带双向交互业务用户达到 1.51 万户，为超过 43 家的行业用户提供基于有线电视网络的网络服务。

### （二）发行方案：现有业务的完善和扩展

吉视传媒此次发行股数不超过 2.8 亿股，占本次发行后总股本的比例不超过 20.03%。在此次发行前，公司控股股东为**吉林电视台**，其股权占比为 51.25%。在本次发行后，吉林电视台持股比例虽会下降，但仍为公司控股股东。

**图 1：吉视传媒发行前的股权结构图**



资料来源：招股说明书

本次发行募集资金全部运用于公司**主营业务覆盖的完善和扩展**。项目建成后，预计在10年内为公司新增营业收入70亿元，不仅能够极大推动吉林省信息化建设的进程，同时能够极大满足群众文化娱乐需求，社会效益非常明显。本次公开发行股票所募集的资金，将全部投入数字电视网络建设项目以及以高清互动视频为核心的双向网络与业务平台建设项目，上述两个项目总投资合计约27.4亿元。

**表 1：吉视传媒计划募集资金投向**

项目名称	总投资(万元)	拟使用募集资金(万元)	建设期
吉视传媒数字电视网络建设项目	157894.90	130000.00	3年
吉视传媒以高清互动视频为核心的双向网络与业务平台建设项目	115984.70	90000.00	3年
<b>合计</b>	<b>273879.60</b>	<b>220000.00</b>	

资料来源：招股说明书

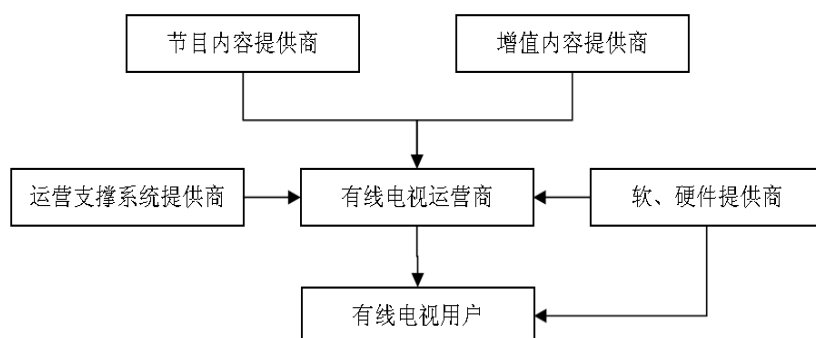
## 二、有线网络行业分析

### （一）有线电视产业链：运营商是核心

随着有线电视网络数字化、双向化改造的进一步推进，加上用户娱乐性需求的增加以及政策的影响，有线电视原有的产业链结构在逐步发生变化。原有的“节目制作-节目播出-平台传输-终端接收”的单一链条已经被逐步替代。除了电视广播外，付费频道、互动节目、有线宽带、信息服务、游戏等新的业务模式已经构成了一个**新的有线电视产业链结构**。

**有线电视运营商是数字电视产业链中最核心的环节，直接向用户提供服务。**产业链中的软、硬件提供商和运营支撑系统提供商为有线电视运营商提供设备平台，节目内容供应商和增值内容提供商为有线电视运营商提供内容和服务。有线电视运营商利用有线电视网提供有线电视服务，在整合产业链中起到承上启下的作用，是推动产业向前发展的核心部分。**在三网融合背景下，有线电视产业链中有线电视运营商受益最大。**数字化和制播分离使有线电视产业链逐渐明晰，VOD等增值业务和宽带交互业务将成为未来较为明确的利润增长点。

**图 2：有线电视产业链**



资料来源：招股说明书

## （二）市场供求状况

### 1、供给：省网整合与数字电视转换势不可挡

全国有线网络整合工作正加速进行，截至 2009 年年底，全国 13 个省（自治区、直辖市）基本完成网络整合，其他大多数省（自治区、直辖市）已启动网络整合工作。

整合力度较大的发达省（自治区、直辖市）取得突破性进展，整合方式不断创新，如江苏省在全部完成市级网络资产和业务整合后，66 个县级网络中 26 家完成业务整合、40 家签订了整合框架合作协议；浙江华数与全省 11 个市级广电网络机构全部签订合作协议，结束了全省数字电视网络分散的局面。

中部地区全省性整合加快，如河南省采取资金收购的方式，2009 年全面完成省辖市以上的网络整合；安徽省基本完成全省市一级广播电视有线网络整合，初步形成全程全网的有线网络新体制。

西部地区全省性整合取得新成就，如贵州省有线网络整合顺利完成，比预计提前一年时间。

截至 2009 年年底，中国已有 163 个地（市）、459 个县（市）完成了数字化整体转换工作，102 个地（市）和 612 个县（市）启动了整体转换工作，总体来看全国完成和启动整体转换的地市达到 79.6%、县（市）达到 37.4%。同时，全国双向有线网络覆盖用户达到 3000 万，超过全国有线电视用户总数的 17%。发达地区双向化程度较高，如上海市中心城区有线网络双向改造 2009 年全部完成，条件较好的郊区（县）有线网络双向化程度接近 90%，全市有线网络总体双向化程度超过 60%。

另一方面，中国高清电视发展迅猛，数字高清建设提速。2009 年 8 月 6 日，国家广电总局下发《关于促进高清电视发展的通知》，明确提出大力发展高清电视，各地亦积极推动。北京市将发展高清交互电视纳入《北京信息化基础设施提升计划（2009-2012 年）》，已完成 18 万户高清双向、单向机顶盒的推广应用，计划 2012 年年底完成 260 万高清交互数字电视用户的推广。2009 年 9 月深圳也启动了“高清互动电视家庭计划”。目前全国 100 多个有线网络实现了全部或部分高清频道的落地。

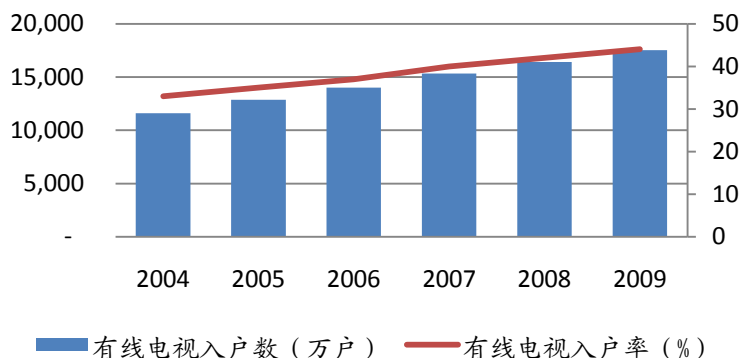
### 2、需求：数字电视用户快速增加

根据《2010 年中国广播电影电视发展报告》，截至 2009 年年底，全国有线广播电视网络用户达 1.75 亿户，同比增加了 1124.79 多万户，年增长 6.86%。近年来，有线电视入户率逐年升高，从 2004 年的 33%，上升至 2009 年的 44%。城市化进程加快和网络设施逐步覆盖部分农村地域，成为有线电视入户率增长的重要推动力。

截止 2009 年年底，中国数字电视用户达 6321.72 万户，占全国有线网络用户总数的 36.08%，年增长 39.62%；付费数字电视用户达 712.8 万户，占全国有线网络用户总数的 4.07%，年增长 58.63%。

农村有线网络快速发展，发达地区基本具备有线电视村村通、户户通的条件。其中，有线数字电视用户北京市、江苏省、贵州省、河北省、陕西省、湖南省、湖北省分别达 238.52、730.23、208.2、264.05、205.45、353.32、310.14 万户。



**图 3：中国有线电视用户数与入户率**


资料来源：广电总局

### （三）行业发展趋势

#### 1、国际经验：数字化与三网融合

**数字化已是全球有线电视业发展的大趋势。**目前，已有美国、德国、瑞典、荷兰、瑞士、芬兰等国家关闭了地面模拟电视。其中，美国已于 2009 年 6 月 12 日正式关闭了地面模拟电视，西班牙在 2010 年关闭地面模拟电视，日本、加拿大、法国计划在 2011 年关闭地面模拟电视，英国、韩国将在 2012 年关闭模拟电视。英国的数字电视已经普及到超过 91% 的家庭。

**高清电视已成为各国发展电视业的着力点和增长点。**日本公共媒体日本广播协会综合频道已有 90% 以上为高清节目，在教育频道中有 50% 以上为高清节目。日本商业电视网中心台的地面数字电视 70-90% 的节目已实现高清传输，其他地方成员台也在推进高清化进程。截至 2009 年底，英国已开播几十套高清电视频道，已经约有 58% 的英国家庭能够通过高清接收设备、机顶盒或内容数字电视一体机（IDTV）享受高清服务，包括直播与点播高清内容。高清电视已经成为英国电视产业增长的重要拉动力。在美国，数字高清电视一直是推进广播电视数字化转换的重要推动力。四大商业电视网（美国广播公司、全国广播公司、哥伦比亚广播公司、福克斯广播公司）均在黄金时间的夜间段播出体育、电影等方面的高清节目。德国数字高清节目主要通过卫星电视和有线电视传输。韩国广播公司、文化电视台、首尔电视台、教育电视台等电视媒体均有一定比例的数字高清节目。

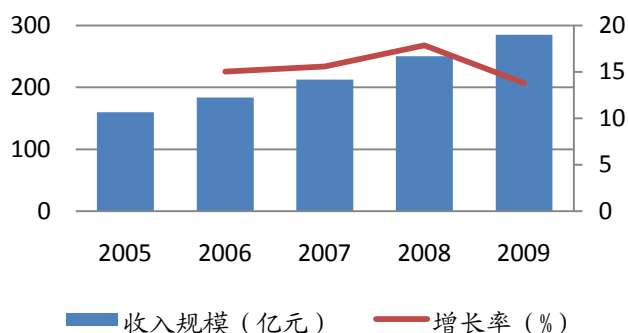
**三网融合方面，**美国 1996 年通过《电信法》，推动有线和电信市场进入全面竞争，目前**有线和电信运营商均为全业务渗透**，凭借“语音+数据+视频”的一体化服务增加客户粘性，有线运营商 Comcast 的视频收入占总收入的 56%，电信运营商 AT&T 的语音服务占总收入的 30%，数据业务贡献率在 20% 左右。**英国**有线电视业运营商维珍传媒（VirginMedia）提供包括数字电视服务、宽带网接入服务、固话和移动电话服务在内的三重打包一揽子服务；**法国**唯一的有线电视运营商 Numericable 兼营宽带互联网接入和电话服务。根据 Point Topic 的研究报告，截至 2010 年一季度，宽带接入互联网的三种技术——电信 DSL、有线网络 Cable Modem、光纤 FTTx 均呈增长趋势。DSL 作为最为广泛使用的技术，拥有近 3.12 亿条线路，代表了全球超过 64% 的上网接口；Cable Modem 位列第二，拥有 9800 万条线路，代表全球 20% 的上网接口；FTTx 线路攀升至 6250 万条，占据

13%的市场份额。在美国，宽带接入产业竞争充分，有线电视网络占据较大份额，Cable Modem 成为重要的接入方式。

## 2、中国：数字电视时代正在到来

近年来，随着数字化整转后基本收视维护费的提升，以及视频点播、宽带接入等增值业务有线电视业务的开展，我国有线电视业务规模快速增长。根据《2010 年中国广播电影电视发展报告》，2009 年有线广播电视网络收入增长显著。全年有线网络收入达 418.85 亿元，同比增加 49.35 亿元，年增长 13.36%。其中，有线网络收视费收入为 284.62 亿元，同比增加了 34.56 亿元，年增长 13.82%；付费数字电视收入 18.17 亿元，同比增加 3.96 亿元，年增长 27.83%。2005-2009 年，有线电视收视维护费呈逐年递增的趋势，且增长率一直保持在 15%左右的较高水平。

**图 4：中国有线电视维护费收入规模与增速**



资料来源：2010 年中国广播电影电视发展报告

### （四）行业竞争格局：行政区域垄断

有线网络行业具有非常高的进入壁垒。这是由政策限制和资本投入决定的。

**第一，政策性限制。**我国有线电视行业实行经营许可认证管理。同时，严禁外资进入，根据《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干决定》（国发[2005]10 号），在确保国有资本控股 51% 以上的前提下，非公有资本可以建设和经营有线电视接入网，参与有线电视接收端数字化改造。根据《广播电视管理条例》第二十三条的规定，同一行政区域只能建设一个区域性有线广播电视传输覆盖网。

**第二，前期高额资本投入。**有线电视网络的建设需要地下管道或架线空间资源，尤其是同轴电缆的入户网络，这些资源的取得和有线电视前端系统和网络的建设，均需要巨大的资本投入。同时，近年来伴随国家有线电视双向化改造政策的不断出台，有线电视网络的双向化改造也需要巨大的资本投入。

由于以上限制性因素的存在，**有线网络行业的区域性特征非常明显**。对于已完成省网整合的地区来说，省级有线网络公司在辖区内呈现一网独大的局面，因而具备区域性垄断优势。

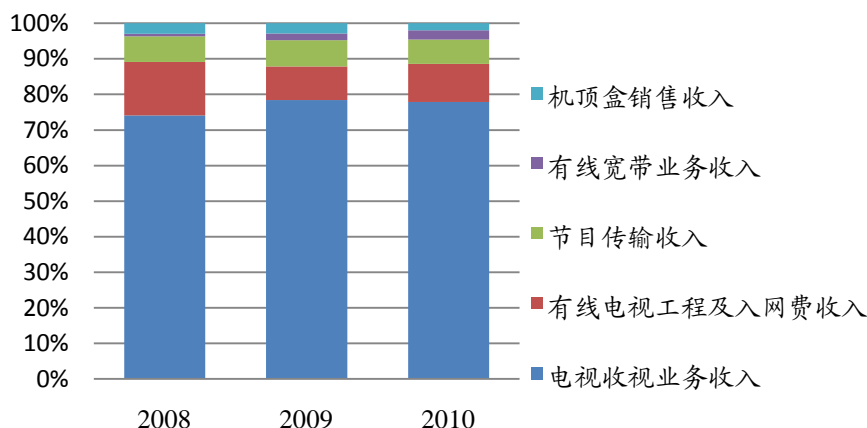


### 三、公司业务分析

#### （一）收入结构：电视收视业务收入为主

2008 年度、2009 年度、2010 年度、2011 年 1-6 月吉视传媒分别实现主营业务收入 5.50 亿元、8.43 亿元、11.95 亿元、6.76 亿元，其中**电视收视业务收入**占比分别为 74.14%、78.41%、77.90%、79.34%，为公司主营业务收入的主要来源。

图 5：吉视传媒收入结构



资料来源：招股说明书

公司业务收入分为四大类：

（1）有线电视收视业务收入——通过规划建设吉林省有线电视网络干线网和用户分配网向用户（吉林省家庭用户）提供电视节目收视业务、视频点播和数据广播等扩展业务和增值业务，向用户收取数字电视收视费，目前主要包括基本收视费、有线电视工程及入网费、付费电视收视费和交互电视收视费等。

（2）节目传输收入——该项业务收入主要包括：①国内各电视台在吉林省内播放节目向企业缴纳的落地费，企业在收取落地费后传送缴费电视台的信号；②为企事业单位传输信号收取的收入；③收取外单位线路使用费、线路维护费等。

（3）有线宽带业务收入——通过有线电视网络向用户提供互联网接入服务，向用户收取有线宽带使用费。有线宽带业务收入包括两部分，一部分是个人宽带业务收入；另一部分是为集团大客户的数据专网收入。

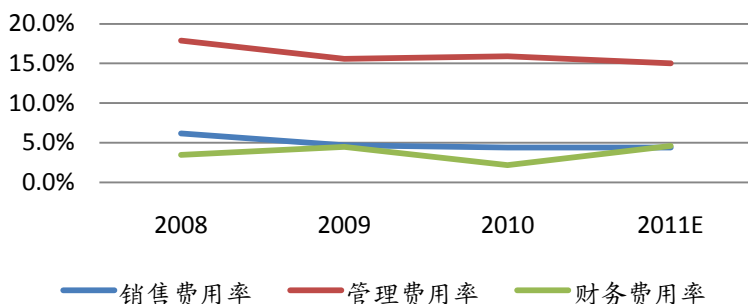
（4）机顶盒销售收入——按照吉林省政府的规定，在整体转换期限内，公司为每个有线模拟电视家庭用户的第一台电视机免费配置一台有线数字电视基本型机顶盒，有线数字电视家庭用户的非第一台电视机使用的有线数字机顶盒由用户自行购买。

#### （二）费用控制：稳中有降

费用控制方面，从 2008 年-2011 年，公司期间费用率基本呈现稳中有降的态势，表明公司近年来在改善经营管理方面卓有成效。这主要是因为**公司成功推行了二元组织结构的**

扁平化管理，通过收支两条线的运行机制，有效地保证了对各分公司的财务控制，增强了财政预算的执行力。

图 6：吉视传媒期间费用率



资料来源：招股说明书

### (三) 农村模拟转数字将继续提升 ARPU 值

2009 年和 2010 年，吉视传媒电视收视业务收入增长率分别达到 62.33% 和 40.76%，这主要归因于吉林省城镇数字化电视转换带来的数字收视费增加。吉林省城镇有线电视数字化整转工作主要集中在 2007 年、2008 年和 2009 年，至 2009 年末基本完成城镇有线电视数字化整转工作。在此期间，公司数字用户由 2007 年末的 72.6 万户，增加到 2010 年末的 278.3 万户，增加了 205.7 万户，年均复合增长率为 56.50%。

根据政策规定，在城镇模拟用户完成有线数字电视转换满一年时，开始按照 25 元/月的标准收取有线电视基本收视维护费，而模拟用户收费标准为 12-16 元/月。因此，2007 年整转的城镇数字用户，2008 年开始逐步按照数字用户的标准收取基本收视维护费，但由于 2007 年整转的数字用户主要集中在下半年完成，2008 年实现的数字收视费金额不是很高；2009 年度，2007 年整转的城镇数字用户开始全面按照 25 元/月的标准收费，2008 年整转的城镇数字用户也逐步按照 25 元/月的标准收费，使 2009 年度数字收视费大幅上升；2010 年度，城镇数字用户基本全部按照 25 元/月的标准收费，使 2010 年度数字收视费快速增长。

表 2：吉视传媒模拟电视用户和数字电视用户变动

单位：万户	类别	2008 年	2009 年	2010 年
城市	数字电视用户数（新增）	91.0	78.6	28.5
	数字电视用户数（累计）	163.6	242.2	270.7
	模拟电视用户数量（累计）	51.9	11.9	8.6
农村	数字电视用户数（新增）	0.0	2.4	5.2
	数字电视用户数（累计）	0.0	2.4	7.6
	模拟电视用户数量（累计）	74.1	85.4	96.1
总计	总户数	289.6	341.9	383.0
	数字电视用户数（累计）	163.6	244.6	278.3
	模拟电视用户数（累计）	126.0	97.3	104.77

资料来源：招股说明书

由于目前吉林省城镇数字电视转化已接近尾声,公司下一阶段的增长动力来源于农村地区数字电视转化工作的开展。截至 2011 年 6 月 30 日,全省累计有线数字电视用户已达 288.66 万户,全省县级以上城市有线电视数字化率达到 98%以上。公司将继续推进农村有线电视数字化、双向化,到 2015 年末,有线电视用户规模达到 430 万户,基本实现有线电视数字化,完成双向化改造 300 万户,全省有线电视双向用户覆盖率达到 70%。在此期间,农村数字电视用户的收视费将从模拟电视的 12-16 元/月增加至 20 元/月,从而推动公司收入保持较快增长。

#### (四) 数字电视增值业务潜力巨大

虽然增值业务目前在公司电视收视业务收入中的占比仍较小,但其正处于高速增长时期。2008-2010 年,公司增值业务占电视收视业务的比重分别为 1.14%、1.19%和 2.64%,呈逐年上升之势。增值业务收入在 2009 年和 2010 年的增长率分别达到 68.88%和 212.06%。公司预计,2015 年付费电视业务收入突破 0.5 亿元,付费电视用户数量达到 30 万户,用户数量占数字电视用户总量的比例超过 7%;互动吉林业务(含高/标清视频点播、互动游戏、电子商务等内容)2015 年收入达到 3.3 亿元;互动点播用户数量超过 50 万户,用户数量占双向化用户总量的比例超过 20%。

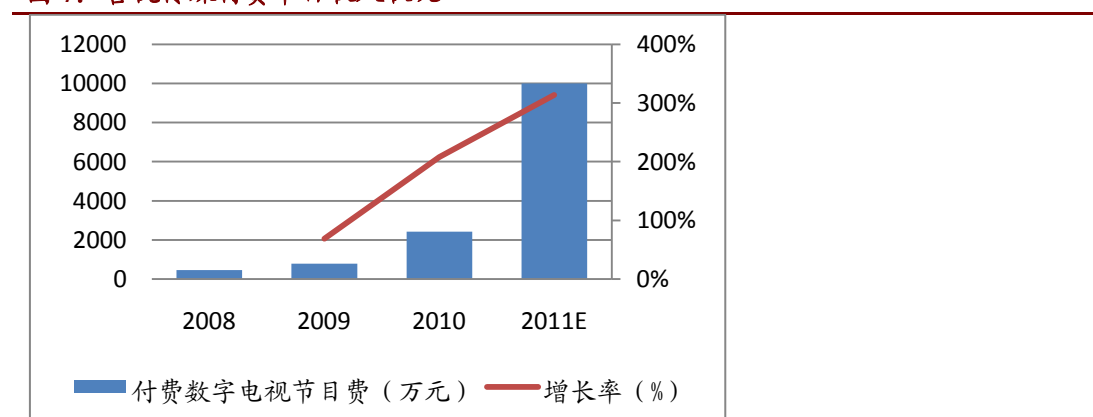
**表 3: 吉视传媒电视收视业务收入构成**

单位: 万元	2010 年	2009 年	2008 年
数字收视费	76131.36	31083.10	7304.99
模拟收视费	14496.66	34260.56	32967.25
VOD 等增值服务业务	2454.82	786.64	465.79
合计	93082.84	66130.29	40738.04

资料来源: 招股说明书

数字电视增值业务主要包括有线数字电视付费节目、互动吉林(视频点播)、电视银行、高清数字电视等业务。数字电视付费节目方面,公司通过与中数传媒、上海文广、北斗传媒、天盛传媒、CHC 华诚等多家节目提供商合作,按照用户收听收看节目的意愿,引进了 46 套专业化付费频道,为广大用户提供个性化的节目选择空间。

**图 7: 吉视传媒付费节目收入状况**



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

**互动业务的增长更加迅猛。**2008 年，公司的 VOD 收入还是 0。到 2011 年，预计可收入 2000 万元。据公司透露，**2012 年 1 月，VOD 收入更是达到 2400 万元，占全年计划收入的 20%。**互动吉林是公司基于有线电视双向网络为全省双向用户提供以音视频点播为核心的高清交互式综合业务。目前包含视频点播、信息服务及多种交互电视功能。其中视频点播主要由影视、新闻、体育、娱乐、教育、生活及儿童等内容组成，目前拥有在线节目 40000 小时，日更新 100 小时，同时具有电视时移、电视回看、电视录像、电视彩信、电视购物、电视票务、股票交易、互动游戏、信息查询、自助服务等多种服务。

电视银行通过有线数字电视机顶盒，依托支付结算业务服务平台，通过在双向机顶盒内预置银行 IC 卡卡槽与用户银行卡建立对应关系，将电视机作为自助服务终端，运用数字电视交互功能，使用遥控器轻松实现水、电、煤气、通讯等业务账户查询、缴费、转账以及电视购物等功能。

### （五）三网融合拓宽未来业务空间

根据国务院部署，2010 年至 2012 年在试点地区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。《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》确定十二个试点地区，不包括吉林省。因此，**在三网融合第一阶段即 2010 年至 2012 年的试点期，“三网融合”对吉视传媒主营业务没有直接的影响。**

同时，公司在为三网融合的第二阶段积极做准备。公司 2010 年启动县级以上城市有线网络双向化改造，2010 年底达到 95 万双向化用户，占城区数字用户的 34.1%。2011 年底将完成全省县级以上城市约 200 万户的双向化改造，占城区数字用户 71.9%，这将为公司开展除广播电视基本业务之外的新业务**提供网络条件。**

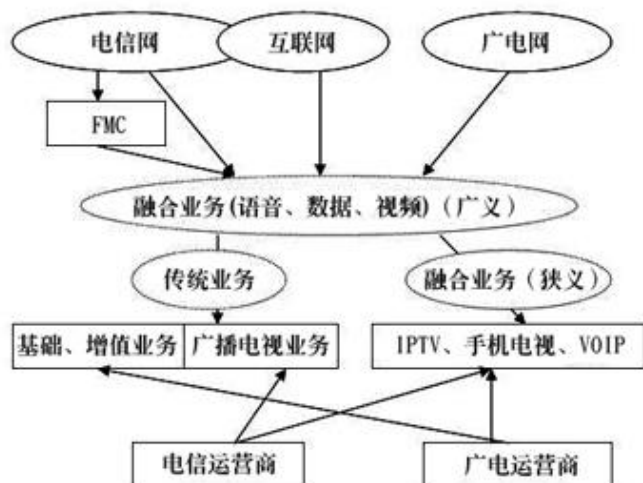
《国务院办公厅关于印发三网融合试点方案的通知》规定，符合条件的广电企业可以申请经营增值电信业务、比照增值电信业务管理的基础电信业务、基于有线电视网络提供互联网接入服务、互联网数据传送增值业务和国内 IP 电话业务。通知要求申请从事电信业务的广电企业，应能按照电信技术标准和服务规范开展业务。吉视传媒已基本完成交互式现代媒体服务平台的建设，并依托该平台，形成广播电视基本业务、数字电视增值业务、宽带双向交互业务和基于有线电视网络的网络服务业务。未来，**在三网融合的推广阶段（2013-2015 年）公司将进入增值电信业务。**这将为公司开辟新的业务领域、为用户提供更多种类的服务、拓宽收入来源、提升盈利能力。

另一方面，在 2013-2015 年三网融合的推广阶段，吉林省符合条件的电信企业可以申请经营除时政类节目之外的广播电视节目生产制作、互联网视听节目信号传输，取得互联网接入业务许可证的电信企业可以向互联网视听节目服务单位提供信号传输服务、转播时政类新闻视听节目服务、除广播电台电视台形态以外的公共互联网音视频节目服务、IPTV 传输服务和手机电视分发服务。

**未来，公司与符合条件的电信企业将在视频领域直接进行竞争，可能会导致部分用户流失。**公司作为擅长视频采集、制作和传输的有线网络运营商，具有视频业务运营优势，公司正在建设并即将开展高清交互电视业务，这将显著提升公司的竞争能力。而 IPTV、互联网视听节目和手机电视在带宽、传输质量、内容丰富程度等方面与有线网络传输的广

播电视，特别是公司正在建设并即将开展的高清交互电视相比还有显著的差距。而从用户收视习惯，IPTV、互联网视听节目和手机电视还不能替代电视。因此，预计在与电信企业直接竞争视频业务时，用户流失比例相对较小，对公司经营不构成根本性影响。

图 8：三网融合示意图



资料来源：公开资料

## 四、盈利预测与估值

我们预测公司 2011-13 年主营业务收入增长率分别为 26%、25%和 20%，对应 EPS 分别为 0.26 元、0.33 元和 0.41 元，分别同比增长 35.80%、24.10%和 24.10%。当前 A 股市场与吉视传媒业务模式有相似性的公司主要有歌华有线、天威视讯、电广传媒、广电网络。剔除含有整合预期的天威视讯和广电网络，电广传媒和歌华有线对应 2012 年每股收益的估值为 24 倍和 27 倍 PE。因此，我们给予吉视传媒 2012 年 24-27 倍 PE 的估值，对应的每股价值为 7.86 元-8.84 元。

表 4：可比公司估值情况

公司	股价 (2012/02/06)	PE			
		2010A	2011E	2012E	2013E
电广传媒	27	30	18	24	24
歌华有线	8.27	25	27	27	28
广电网络	9.68	48	38	32	27
天威视讯	14.76	55	40	32	28

资料来源：宏源证券

**表 5：利润表预测**

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	550.28	845.67	1196.21	1510.00	1887.95	2267.43
减：营业成本	338.28	486.70	653.72	782.18	977.96	1183.60
营业税金及附加	13.95	8.28	13.59	23.40	29.26	35.14
销售费用	34.10	39.86	52.59	66.44	96.32	115.68
管理费用	98.64	131.79	189.70	226.50	283.19	340.11
财务费用	19.01	38.19	26.02	69.46	45.31	20.41
资产减值损失	17.52	5.55	-2.63	-0.41	0.00	0.00
加：投资收益	0.38	-1.84	0.00	1.00	2.00	2.00
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>29.17</b>	<b>133.46</b>	<b>263.22</b>	<b>343.43</b>	<b>457.91</b>	<b>574.48</b>
加：其他非经营损益	2.69	21.88	9.22	29.00	5.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>31.87</b>	<b>155.33</b>	<b>272.44</b>	<b>372.43</b>	<b>462.91</b>	<b>574.48</b>
减：所得税	3.13	0.07	0.21	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>28.74</b>	<b>155.26</b>	<b>272.23</b>	<b>372.43</b>	<b>462.91</b>	<b>574.48</b>
减：少数股东损益	0.13	19.84	0.68	3.67	5.27	6.55
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>28.60</b>	<b>135.43</b>	<b>271.55</b>	<b>368.76</b>	<b>457.64</b>	<b>567.93</b>

资料来源：宏源证券



**表 6：资产负债表预测**

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	514.17	537.66	311.81	667.73	1756.69	1836.35
应收和预付款项	216.69	179.72	122.26	298.93	379.72	456.04
存货	71.11	48.60	27.61	91.86	114.85	139.00
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	53.51	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1146.48	1561.06	2108.70	2865.07	3582.19	4302.21
无形资产和商誉	87.30	94.01	103.60	103.60	103.60	103.60
其他非流动资产	445.19	650.66	553.98	471.66	401.57	341.90
<b>资产总计</b>	<b>2534.44</b>	<b>3071.72</b>	<b>3227.96</b>	<b>4498.85</b>	<b>6338.63</b>	<b>7179.12</b>
短期借款	130.00	258.00	128.00	1150.30	0.00	0.00
应付和预收款项	932.57	734.61	667.26	1245.52	1592.74	1942.52
长期借款	760.00	810.00	880.00	251.90	301.70	308.80
其他负债	79.54	52.57	56.20	82.40	103.03	123.73
<b>负债合计</b>	<b>1902.12</b>	<b>1855.18</b>	<b>1731.46</b>	<b>2730.12</b>	<b>1997.47</b>	<b>2375.05</b>
股本	669.62	1117.99	1117.99	1117.99	1397.99	1397.99
资本公积和留存收益	-94.15	29.47	308.75	576.13	2943.17	3406.08
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>575.47</b>	<b>1147.46</b>	<b>1426.74</b>	<b>1694.12</b>	<b>4261.32</b>	<b>4718.64</b>
少数股东权益	56.85	69.08	69.76	74.62	79.84	85.43
<b>股东权益合计</b>	<b>632.32</b>	<b>1216.54</b>	<b>1496.50</b>	<b>1768.73</b>	<b>4341.16</b>	<b>4804.07</b>
负债和股东权益合计	2534.44	3071.72	3227.96	4498.85	6338.63	7179.12

资料来源：宏源证券

### 分析师简介:

**张泽京:** 宏源证券研究所传媒行业研究员; 五年证券行业从业经验, 曾任职于博时基金、华泰联合证券研究所, 2010 年加盟宏源证券研究所。

覆盖公司: 中南传媒、华谊兄弟、华录百纳、吉视传媒。

### 机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

### 宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

### 免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。