

数字化双向化领先提升未来增值空间

中性

——吉视传媒（601929）研究报告——

内容摘要:

- **政策鼓励行业发展。**公司所处行业为受政策鼓励支持的文化产业中的有线网络行业。“十二五”期间文化产业在 GDP 中的比重有望从 2010 年的 2.75% 增至 5% 以上达到 3 万亿元，新增产值超过 1.8 万亿元，这就需要产业年均增速达 20% 以上。目前，有线网络一省一网格局正在形成之中。
- **公司数字化双向化改造走在前列。**公司竞争优势主要体现在两点：1) 全国范围内较早实现省网整合；2) 数字化双向化改造处于全国领先水平。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%。
- **盈利能力领先同行。**2008-10 年公司收入和利润均实现快速增长，CAGR 分别为 47.4% 和 308%。公司盈利能力关键指标均领先于同行业上市公司，尤其是在 ROE 和 EBITDA/营业总收入更是大大高出同行业公司。
- **“看电视”转“用电视”将提升 ARPU 值。**数字整转的收费正面影响已经显现，未来公司在完成数字双向化改造后，随三网融合的深入，居民有望从“看电视”向“用电视”转变，更大和利润蛋糕来自于基本收视以外的增值业务，ARPU 值提升空间大。
- **业绩预测与估值。**我们预测公司 11-13 年每股收益分别为 0.25 元、0.32 元和 0.41 元。公司上市第一天暴涨，盘中一度涨至 100%，最终以 87.43% 的涨幅收盘。10 年 PE 高达 65.38X，估值偏高。给予“中性”评级。

分析师

潘红敏
执业证号：S1250511110001
电话：010-57631226
邮箱：phm@swsc.com.cn

公司主要财务数据

总股本(亿股)	13.98
发行新股(亿股)	2.8
EPS(元 10A)	0.24
每股净资产(10A)	1.28
净资产收益率 ROE(10A)	21.01%

资料来源：Wind((截止 2011 年中期))

目 录

一、公司简介.....	1
1.1 公司控股股东及实际控制人情况.....	1
1.2 公司主要子公司.....	2
1.3 公司主营业务.....	2
二、公司所处行业简况及行业地位.....	3
2.1 有线电视行业：一省一网络局正在形成之中.....	3
2.2 主要竞争对手.....	5
三、公司主要竞争优势.....	5
3.1 数字化、双向化改造走在前列.....	5
3.2 有线用户规模存增长空间.....	6
3.3 三网融合带来 ARPU 值提升.....	7
3.4 盈利能力领先同行.....	7
四、公司业绩预测与估值.....	8
五、投资风险.....	8

插图目录

图 1: 公司股权结构图	1
图 2: 吉林电视台简况	1
图 3: 中国有线电视用户数与入户率	3
图 4: 中国有线电视收视维护费收入规模与增速	4
图 5: 全国各省级行政区数字电视用户规模及有线数字化程度示意图（截至 2011 年 4 月底）	4
图 6: 有线电视产业链图	5

表格目录

表 1: IPO 前后公司前十大股东和股权变化	2
表 2: 公司 08-11 年主营业务的构成	2
表 3: 公司数字电视用户数快速增长	6
表 4: 公司电视业务收费标准	6
表 5: 募资项目一览	6
表 6: 同行业上市公司盈利能力数据	7
表 7: 相关上市公司价值比	8

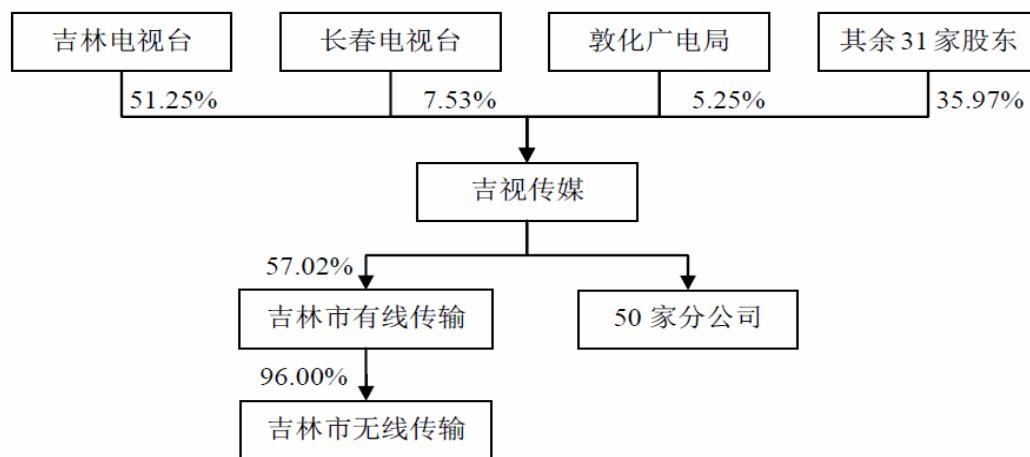
一、公司简介

公司由吉林广电网络集团依法整体变更为股份有限公司而设立，发起人是吉林电视台等 34 家股东。本次发行不超过 2.8 亿股，占本次发行后总股本的比例不超过 20.03%。发行后总股本近 13.98 亿股。

1.1 公司控股股东及实际控制人情况

公司控股股东及实际控制人为吉林电视台，持有公司 573,018,507 股股份，占公司本次发行前股份总数的 51.25%。

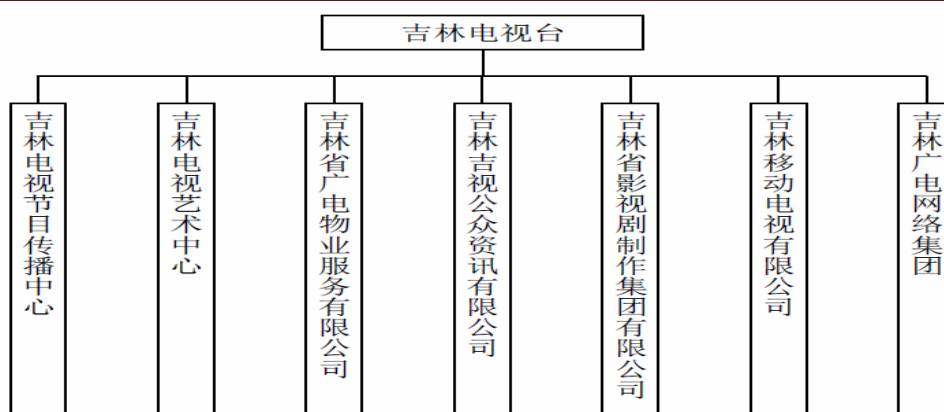
图 1：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

吉林电视台成立于 1959 年 10 月 1 日，是全国最早创建的七家电视台之一，目前吉林电视台已经形成了以吉林卫视新闻综合频道为龙头，以吉视都市、吉视生活、吉视影视、吉视乡村、吉视公共、吉视法治以及吉视数字等频道相配套的系列化、专业化的频道格局，下设总编室、新闻中心等 30 个部门。

图 2：吉林电视台简况



资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

表 1: IPO 前后公司前十大股东和股权变化

股东名称	发行前		发行后	
	持股数 (股)	股权比例 (%)	持股数 (股)	股权比例 (%)
吉林电视台	573,018,507	51	558,668,507	39.96
长春电视台	84,165,000	7.5	82,056,600	5.87
敦化广电局	58,707,673	5.3	57,237,673	4.09
延吉广电局	34,509,550	3.1	33,644,350	2.41
东丰广电局	31,855,967	2.9	31,057,967	2.22
桦甸广电局	30,099,018	2.7	29,345,818	2.1
全国社保基金	-	-	28,000,000	2
榆树广电局	26,110,887	2.3	25,455,687	1.82
扶余广电局	25,615,517	2.3	24,974,317	1.79
吉林市电视台	20,765,745	1.9	20,244,945	1.45
梅河口广电局	18,906,932	1.7	18,433,732	1.32

资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

1.2 公司主要子公司

公司持有吉林市有线传输的控股股权。吉林市有线传输是一家有限责任公司, 注册资本及实收资本均为 23,050,000 元。公司下属 50 家分公司, 无参股公司。

1.3 公司主营业务

公司主要负责吉林省地区有线电视网络的规划建设、经营管理、维护和广播电视节目的接收、转发、传输, 以传输视频信息和开展网上多功能服务为主业。公司主营业务包括广播电视传输基本业务、数字电视增值业务、宽带双向交互业务和基于有线电视网络的网络服务业务四大类。

表 2: 公司 08-11 年主营业务的构成

项 目	2011 年 1-6 月	2010 年度	2009 年度	2008 年度
电视收视业务收入	53,637.56	93,082.84	66,130.29	40,738.04
有线电视工程及入网费收入	6,578.36	12,738.44	7,997.79	8,228.10
节目传输收入	5,459.67	8,227.15	6,228.50	3,991.40
有线宽带业务收入	1,231.84	3,102.71	1,592.63	377.10
机顶盒销售收入	696.43	2,344.68	2,388.73	1,615.89
合 计	67,603.85	119,495.82	84,337.94	54,950.53

资料来源: 公司招股说明书 西南证券研发中心

二、公司所处行业简况及行业地位

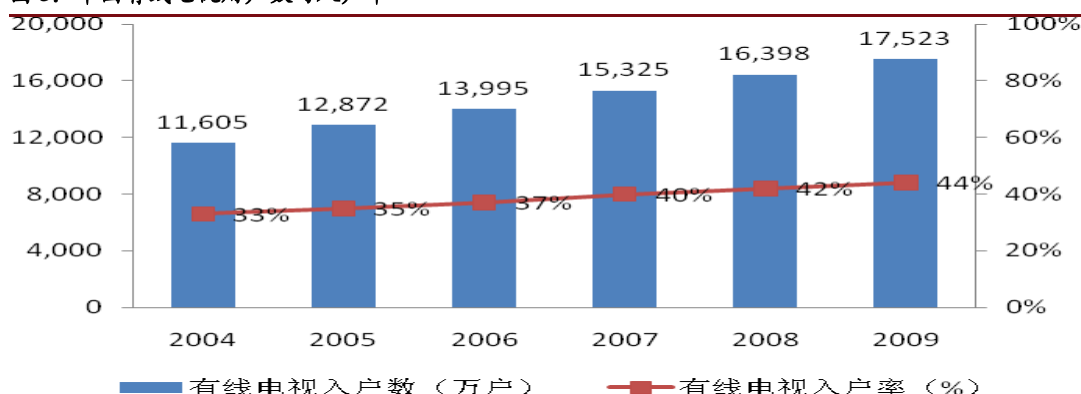
公司所处行业为文化产业中的有线电视子行业。主管部门为国家广电局。文化行业属于国家政策大力鼓励发展的行业。

2.1 有线电视行业：一省一网络局正在形成之中

自 1993 年开始实现全国省级联网以来，中国的有线电视网络目前已形成由 3.9 万余公里国家级广电光缆干线网、11 万余公里省级干线网为主力组成的总规模超过了 400 万公里的中国有线广播电视网，基本形成了全国范围从中央到地方，连接 1,600 多个县、市，接入 1.75 亿家庭的国家有线广播电视网络，是全球最大的有线电视网络。

据慧典市场数据，截至 2010 年底，我国有线电视用户已达 1.89 亿，覆盖全国所有大中城市、部分乡镇以及不少农村地区。

图 3：中国有线电视用户数与入户率

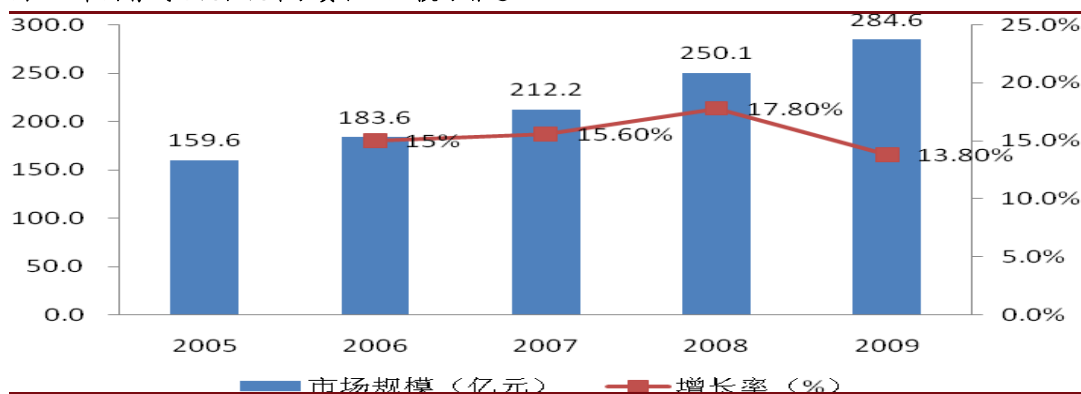


资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

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%。下图显示了有线电视收视维护费 2005 年至 2009 年收入规模与增长情况，从图中可以看出，近年来，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：中国有线电视收视维护费收入规模与增速



资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

截止 2011 年 9 月底，我国有北京、上海、天津、广西、海南、陕西、吉林、江苏、贵州、宁夏、四川、湖北、云南等 13 个省份完全省内地市和县级有线网络整合工作；另外辽宁、新疆、黑龙江、山东、河北、江西、辽宁、安徽、山东、河南 10 省基本完成全省地市网络整合工作，另外湖南、浙江、内蒙古、青海、广东、山西、甘肃、重庆等 8 个省正在加快推进网络整合工作（西藏不予考虑）。总的来说，各省一张网的情况即将形成。

在数字化电视转换方面，格兰研究数据显示，截至 2011 年 4 月底，我国有线数字电视用户达到 9516.8 万户，有线数字化程度达到 50.81%（有线电视用户基数为 18730 万户，数据来源于国家广电总局）。本月，浙江、山东、广东、江苏等地的有线数字化工作仍保持较大进展，有线数字电视用户有一定的增长。截至目前，在我国 31 个省级行政区中，已有北京、天津、河北、陕西、内蒙古等 20 个行政区的有线数字化程度超过全国平均水平。综合观察，我国的数字电视用户呈稳定增长态势。

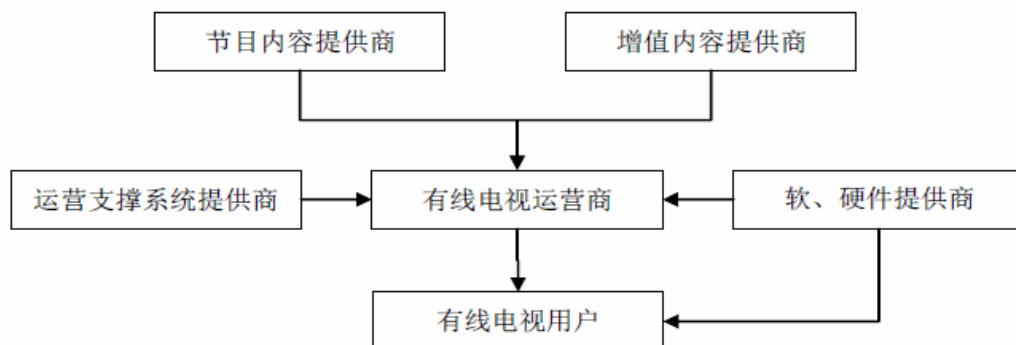
图 5：全国各省级行政区数字电视用户规模及有线数字化程度示意图（截至 2011 年 4 月底）



资料来源：格兰研究 西南证券研发中心

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。

图 6：有线电视产业链图



资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

三网融合将进一步加速有线网络的发展。吉视传媒 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。

2.2 主要竞争对手

高清互动点播、付费频道、录像重播等增值业务将会在未来 5 年持续获得高增长，有线宽带上网业务有可能会成为盈利的业务。在完成各省有线网络的一省一网的整合以后，基本上在各地就只有一家有线网络运营商，但从长远来看有线网络将面临其它收看电视的渠道的竞争。

公司在发展高清交互式综合业务、宽带双向交互业务和基于有线电视网络的网络服务业务与各电信运营商之间形成竞争。

三、公司主要竞争优势

3.1 数字化、双向化改造走在前列

吉林较早实现省网整合，公司数字化双向化改造走在前列公司竞争优势主要体现在两点：

1) 全国范围内较早实现省网整合；2) 数字化双向化改造处于全国领先水平。

公司在全国范围内较早实现了“一省一网”整合。公司在东北地区率先实现全省一张网，和北京、上海、陕西、天津、河北、江苏等省市成为有线电视网络整合领先的省份。公司在国家推进三网融合前数年完成省内网络整合，初步完善体制机制，加强人才培育和储备，推动增值业务试点，一方面缩小与省内电信运营商的差距，另一方面在东北地区的广电运营商中走在前列。由于在政策层面，国家广电总局将支持省级网络公司的跨省重组扩张，鼓励有线网络运营商通过技术输出、业务模式输出、开发新业务等方式，进行跨区域整合，公司在网络整合方面的领先优势，将在未来的广电网络公司跨省重组中转化为业务优势、市场优势和竞争优势。

表 3: 公司数字电视用户数快速增长

类别		2008	2009	2010
城市	数字电视用户数（新增）	91	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	2.4	5.2
	数字电视用户数（累计）	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
	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	97.3	104.7

资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

表 4: 公司电视业务收费标准

类别		收费标准（元/月）	类别		收费标准（元/月）
城镇	数字电视用户	25	农村	数字电视用户	20
	模拟电视用户	12--16		模拟电视用户	12--16

资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

本次募资全部用于数字电视网络建设项目和以高清互动视频为核心的双向网络与业务平台建设项目。数字电视网络建设项目包括：（1）城市补充覆盖网络建设；（2）城市主干线管道建设；（3）农网主干线建设；（4）农网用户数字化转换；（5）农村接入网建设。以高清互动视频为核心的双向网络与业务平台建设项目是继数字化改造之后的又一重大改造项目，包括以下内容：（1）省骨干网络建设；（2）双向化改造；（3）VOD 系统建设；（4）媒资平台升级改造；（5）中间件系统建设；（6）高清双向机顶盒部署。这将进一步强化此方面的优势。

表 5: 募资项目一览

项目名称	项目总投资	募集资金拟投入金额	募集资金投入占总投资比例	是否已备案
吉视传媒数字电视网络建设项目	1,578,949,000	1,300,000,000	82.33%	已备案
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	1,159,847,000	900,000,000	77.60%	已备案
合 计	2,738,796,000	2,200,000,000	80.33%	

资料来源：公司招股说明书 西南证券研发中心

3.2 有线用户规模存增长空间

公司拥有国家光缆干线网络 400 里，省级光缆干线网 5,000 公里，城域网支干线 65,000 公里，建成了覆盖全省 51 个市（州）、县（市、区）的智能光网络。截至 2011 年 6 月 30 日，我国有线数字化程度达到了 49.30%，而目前公司 398.42 万用户中数字化用户达到 286.66 万户，其中县级以上城市数字电视用户 276.47 万户，农网数字化用户 10.19 万户，数字化程度达到了 71.95%；2010 年启动县级以上城市双向化改造，年底达到 95 万双向化用户，占城区数字用户的 35.1%。2011 年底将完成全省县级以上城市 200 万户的双向化改造，占城区数字用户 72.3%。

公司全面实现了县级以上城市有线电视数字化整体转换工作。随着公司业务的发展，用户规模和数字用户数量也会继续增长。

当前吉林省家庭户数约 925 万户，有线用户渗透率尚只有 43%，后续仍有较大增长空间：1) 城网与农网现有覆盖家庭的黑户挖潜；2) 城镇新建商品房配套网络；3) 城市企业网用户的整合；4) 农村有线接入网的建设；5) 部分尚未整合农村网络的划归整合。综合计算，我们预计公司 12 年用户数有望超过 550 万，13 年或将近 600 万户。

3.3 三网融合带来 ARPU 值提升

有线网络在完成数字化及双向化改造后，开始提供“收视+宽带”业务，参考国际及国内领先的公司以给看，有线电视业 ARPU 值有望与电信相近，即可达到 60-80 元。目前天威视讯、杭州华数等公司，包括互动业务、宽带业务在内的综合 ARPU 值已超 60 元。

美国等国家经验也表明了这一点。上个世纪五十年代，有线电视产业在美国大规模发展，截至目前为止，美国是国际上有线电视产业最为发达的国家之一。

1996-2008 年近十多年以来，美国的有线电视基本订户数量一直相对稳定，1996 年至 2003 年略有增长，2003 年至 2008 年略有下降，但一直维持在六千多万户的规模水平上。虽然美国的基本订户数连续十多年基本稳定，但 1997-2008 年美国有线电视网络总收入的年平均增长速度达到 10.15%，说明美国有线用户的 ARPU 值逐年提高；其中基本收入的年平均增长速度达到 6.59%，所有其他收入的年平均增长速度达到 23.64%，说明付费频道等业务对 ARPU 值具有较强的提升作用。

3.4 盈利能力领先同行

2008-10 年公司收入和利润均实现快速增长，CAGR 分别为 47.4%和 308%。从下图可以看出，公司盈利能力各项指标均领先于同行业上市公司，尤其是在 ROE 和 EBITDA/营业总收入更是大大高出同行业公司。

表 6: 同行业上市公司盈利能力数据

证券代码	证券简称	ROE (平均) %	ROA %	净利润 / 营业总收入 %	营业费用 / 营业总收入 %	管理费用 / 营业总收入 %	财务费用 / 营业总收入 %	EBITDA/ 营业总收入 %
002238.SZ	天威视讯	6.749	5.4526	11.25	6.128	12.575	0.1017	42.649
600831.SH	广电网络	9.0002	5.3477	9.274	9.362	16.184	3.7953	37.569
000917.SZ	电广传媒	16.9605	8.0187	8.404	7.5257	10.479	3.9988	20.387
601929.SH	吉视传媒	21.0978	9.4611	22.76	4.3961	15.859	2.1751	57.026

资料来源: Wind 西南证券研发中心

四、公司业绩预测与估值

我们预测公司 11-13 年每股收益分别为 0.25 元、0.32 元和 0.41 元。公司上市第一天暴涨，盘中一度涨至 100%，最终以 87.43% 的涨幅收盘。10 年 PE 高达 65.38X，估值偏高。给予“中性”评级。

表 7：相关上市公司价值比

简称	收盘价 2.23	涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率	市现率	市销率
				TTM	11E	12E	TTM	11E	12E	PB (MRQ)	PCF (TTM)	PS (TTM)
行业均值	11.21	1.70	87.23	0.3560	0.3934	0.4849	34.38	31.35	25.44	3.88	41.34	4.38
行业中值	14.46	-0.65	65.72	0.3649	0.4129	0.5061	39.96	36.12	28.01	4.16	-25.74	5.24
凤凰传媒	9.20	-1.29	234.13	0.0000	0.2955	0.3667	35.36	31.13	25.09	2.83	-127.40	4.33
百视通	16.66	0.85	185.55	0.0889	0.3907	0.4998	187.40	42.63	33.33	4.18	-245.69	8.51
吉视传媒	13.12	87.43	183.42	0.0000	0.2508	0.3320	67.54	52.32	39.51	5.38	-71.12	15.33
中南传媒	9.98	0.40	179.24	0.3841	0.4166	0.5125	25.98	23.96	19.47	2.40	4.21	3.27
中信国安	7.65	-0.39	119.95	0.1123	0.1907	0.2652	68.12	40.11	28.85	2.09	284.60	6.17
电广传媒	29.33	1.07	119.19	2.4785	1.6722	1.8412	11.83	16.94	15.03	4.16	-12.60	3.41
中文传媒	18.99	-0.21	107.72	1.3713	0.8341	0.9559	13.85	22.34	19.50	2.80	-235.27	1.86
皖新传媒	11.79	-1.59	107.29	0.4059	0.4093	0.4676	29.05	28.80	25.21	2.95	-29.02	3.70
华谊兄弟	15.80	-1.68	95.56	0.2753	0.3135	0.5445	57.40	50.40	29.02	6.02	-25.74	9.43
歌华有线	8.80	0.23	93.31	0.2432	0.3073	0.3655	36.18	28.64	24.07	1.77	5.51	5.24

资料来源：Wind 西南证券研发中心

五、投资风险

1、网络电视、IPTV 等影响

2011 年最后一天，国务院对外公布第二批 42 个试点名单，试点范围从大城市向中小城市扩散，其中湖北与江苏的中小城市大面积入围。此背景下，来自网络电视、IPTV、手机电视等新媒体业务的竞争风险。

2、数字化整转和增值业务推进低于预期的风险。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: (010) 57631232/1230

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>