

评级: 暂无评级 (暂无评级)

传媒

公司深度报告

证券研究报告

分析师 任文杰 S1080510120006

电话: 0755-25832647

邮件: renwenjie@fcsc.cn

华数传媒(000156)**内容集成平台优势领先互动电视和互联网电视**

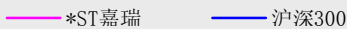
交易数据

上一日交易日股价(元)	1.25
总市值(百万元)	1,371
流通股本(百万股)	64
流通股比率(%)	5.83

资产负债表摘要(06/12)

股东权益(百万元)	771
每股净资产(元)	0.70
市净率(倍)	
资产负债率(%)	

公司与沪深300指数比较



—*ST嘉瑞 — 沪深300

相关报告

摘要:

华数传媒完成借壳ST嘉瑞的重组恢复上市 股票将于2012年10月19日起恢复上市并使用新的证券简称“华数传媒”。证券代码“000156”保持不变。重组后上市公司的主营业务变更为全国新媒体业务和杭州地区有线电视网络业务。

有线电视是支柱业务 截至2011年12月31日,华数传媒合计有线电视用户数达234.60万户(主终端),杭州地区的基本收视费收入从2009年的3.95亿元增长到2011年的4.29亿元。2011年付费频道收入为3533万元,比上年增长25.5%。

互动电视从杭州推向全国 杭州地区的互动电视业务是全国发展的最好的地区之一。2011年杭州地区互动电视的收入达1.75亿元,比上年同期增长46%。华数传媒利用整合的新媒体版权内容、技术积累、内容运营经验等,通过与全国其他省、市广电企业的合作,推动全国范围内的互动电视内容提供和综合应用服务。2011年,华数传媒在杭州以外地区互动电视实现收入1.21亿元,较2010年同比增长44%。未来全国各地的有线运营商将把发展互动电视业务作为重点,华数的互动电视内容平台将可能和更多运营商合作。

在潜力巨大的互联网电视内容业务领先 华数传媒目前已经和TCL、长虹等多家国内知名电视机制造企业合作,为其互联网电视终端提供内容集成服务。截止2011年底,华数传媒互联网电视终端整体市场占有率约为70%。随着未来电视机走向智能化网络化,通过电视机或者机顶盒收看互联网电视具有非常大的市场需求。公司目前在这个领域和电视机厂商已经建立起紧密地合作关系,拥有丰富的内容资源。我们预计公司未来有可能会成为互联网电视的内容集成服务的主要提供者之一,在这方面的收入也会有较高的增长。

新媒体业务全面布局 公司在手机电视、互联网视听业务、新媒体广告业务、新媒体内容版权发行布局并且取得了快速增长的规模收入。

上市公司将成为浙江省网整合的平台 浙江网络拥有1100多万户有线电视用户(不含杭州地区的用户)。华数集团及浙江网络的其他股东皆已出具承诺函,承诺在符合国家政策的前提下,在



本次重大资产重组获准并实施后五年内将浙江网络已完成整合并持有的资产和业务以适当的方式置入上市公司。此外公司计划在重组完成后 24 个月内收购宽带网络业务。

盈利预测 按照重组后总股本 10.97 亿股计算，我们预计公司 2012 年至 2014 年的每股收益将分别为 0.16 元、0.22 元、0.28 元。复牌后的合理价格区间在 3.42 元-7.06 元范围内。



目 录

1	华数传媒重组完成恢复上市交易	4
1.1	借壳重组完成恢复上市	4
1.2	重组后股权结构	5
1.3	营收和利润持续增长	6
2	有线电视是支柱业务	9
2.1	基本收视收入有保证	9
2.2	付费频道收入高增长	10
2.3	节目传输等其他收入稳定	11
3	互动电视业务由杭州推向全国	12
3.1	杭州互动电视业务领先	12
3.2	互动电视向全国扩展	12
3.3	全国互动电视业务刚兴起	13
4	在潜力巨大的互联网电视内容业务领先	14
4.1	互联网电视	错误! 未定义书签。14
5	新媒体业务全面布局	15
5.1	手机电视	15
5.2	互联网视听业务	16
5.3	新媒体内容版权及广告业务	17
6	上市公司将成为浙江省网整合的平台	18
6.1	五年内浙江省网络置入上市公司	18
6.2	计划在 24 个月内收购宽带网络业务	19
7	盈利预测与评级	20
8	风险提示	21



1 华数传媒重组完成恢复上市交易

1.1 借壳重组完成恢复上市

华数传媒借壳 ST 嘉瑞的重组恢复上市将完成。2012 年 9 月 19 日，公司召开 2012 年第五次临时股东大会，审议通过《关于变更公司名称及证券简称的议案》，公司名称由“浙江嘉瑞联合新材料集团股份有限公司”变更为“华数传媒控股股份有限公司”，公司证券简称变更为“华数传媒”。公司已经办理了有关工商变更登记，公司法定名称由“浙江嘉瑞联合新材料集团股份有限公司”变更为“华数传媒控股股份有限公司”。公司已于 2012 年 10 月 10 日对该事项进行了公告。经公司申请，并经深圳证券交易所核准，公司股票将于 2012 年 10 月 19 日起恢复上市并使用新的证券简称“华数传媒”。证券代码“000156”保持不变。

上市公司向华数传媒全体股东华数集团、千禧龙、二轻集团、东方星空、浙江发展发行股份购买其持有的华数传媒 100% 股权。本次发行股份的价格以审议本次交易的董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（1.36 元/股）为基础，经各方协商确定为 2 元/股。

本次重组后，上市公司的主营业务变更为“全国新媒体业务和杭州地区有线电视网络业务”。全国新媒体业务主要指面向全国的新媒体内容、技术服务及运营，包括互动电视/IPTV、手机电视、互联网电视及互联网视听的内容、技术服务与运营业务；杭州地区有线电视网络业务主要包含在杭州市八区五县开展有线电视网络建设、节目内容传输服务。

通过本次重大资产重组，注入上市公司的新媒体服务业务和有线电视网络资产，将获得持续的融资支持和资本市场所提供的产业链资源整合平台，进一步实现和完成“从区域性走向全国性、从传统网络转向新媒体”的战略转型，抓住三网融合的历史契机，在立足有线数字电视网络建设和节目内容传输服务的成熟业务的基础上，大力发展互动电视/IPTV、手机电视、互联网电视和互联网视听等新媒体业务的发展，巩固新媒体业务的先发优势，进一步提升在全国市场的竞争力，做大做强上市公司。

根据中和出具的《专项说明》，华数传媒 2011 年、2012 年、2013 年、2014 年、2015 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东所有的净利润分别为 10,024 万元、15,776 万元、22,855 万元、27,468 万元、30,858 万元（按本次重组完成后上市公司总股本 1,097,025,730 股计算，上市公司 2011 年、2012 年、2013 年、2014 年、2015 年的每股收益分别为 0.09 元、0.14 元、0.21 元、0.25 元、0.28 元）。如果本次重大资产重组于 2012 年实施完毕，华数集团根据本协议对嘉瑞新材的利润补偿期间为 2012 年、2013 年、2014 年、2015 年。如果华数传媒利润补偿期间实际实现的扣



除非经常性损益后归属于母公司股东所有的净利润累积数小于《专项说明》所预测对应的华数传媒同期累积预测净利润数，华数集团同意嘉瑞新材以 1.00 元的价格回购华数集团持有的一定数量的嘉瑞新材股份。

1.2 重组后股权结构

公司重组后股份后股份总数为 1,097,025,730 股，其中无限售条件的股份数量为 63,935,730 股。华数数字电视传媒集团有限公司持有 54.3% 的股份，是公司的控股股东。

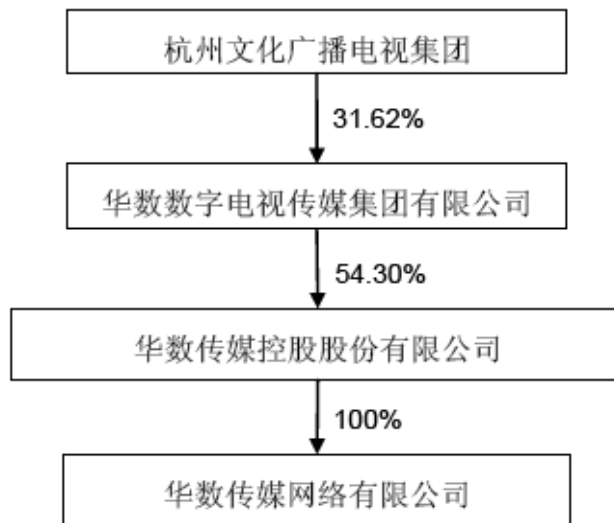
表 1、重组完成后前十大股东

序号	股东名称（全称）	持股数量（股）	持股比例（%）
1	华数数字电视传媒集团有限公司	595,674,536	54.30%
2	湖南千禧龙投资发展有限公司	169,184,247	15.42%
3	浙江省二轻集团公司	99,085,821	9.03%
4	东方星空创业投资有限公司	57,072,698	5.20%
5	浙江省发展资产经营有限公司	57,072,698	5.20%
6	洪江市大有发展有限责任公司	17,809,000	1.62%
7	上海景贤投资有限公司	11,246,000	1.03%
8	深圳市孚威创业投资有限公司	11,000,000	1.00%
9	深圳市天美成投资发展有限公司	7,800,000	0.71%
10	深圳市鼎丰达投资发展有限公司	1,500,000	0.14%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

上市公司的控股股东是华数集团，华数集团系一家投资控股型的集团公司，投资方向主要包括：1、新媒体产业板块；2、有线电视产业板块；3、通信产业板块；4、城市电视信息服务产业板块；5、数字产业园区建设业务。文广投资是华数集团的控股股东，文广投资的主营业务是对外投资及管理，主要是股权投资及管理、其他投资理财。文广集团是华数集团的实际控制人，文广集团系杭州市委、市政府下属事业单位法人。

图 1、控股结构



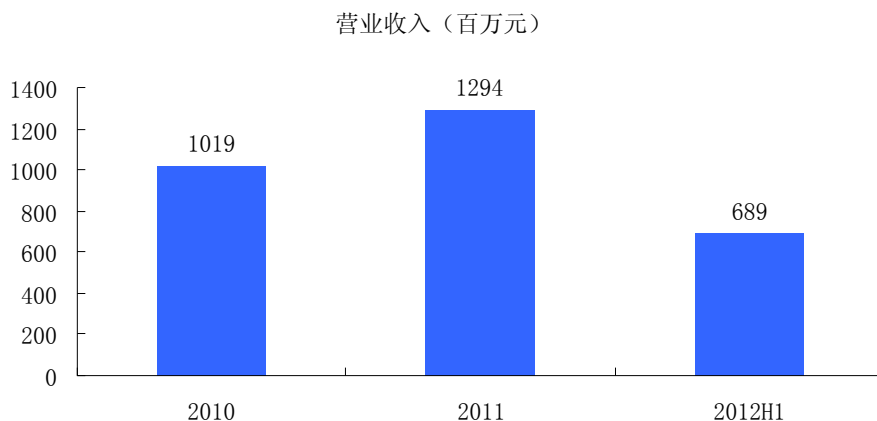
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

1.3 营收和利润持续增长

本次重组购买的华数传媒资产和业务从城市有线电视业务开始，逐步发展成“有线电视+新媒体业务”的业务格局，其中新媒体业务从互动数字电视发展开始起步，形成了互动电视/IPTV、手机电视、互联网电视及互联网视听的四大类服务领域。本次重组购买的资产经过多年的营运，积累了丰富产品开发、营销经验，建立形成了比较成熟的新媒体业务技术解决方案，业务经营的内容涵盖了广电新媒体的内容、应用和技术服务。

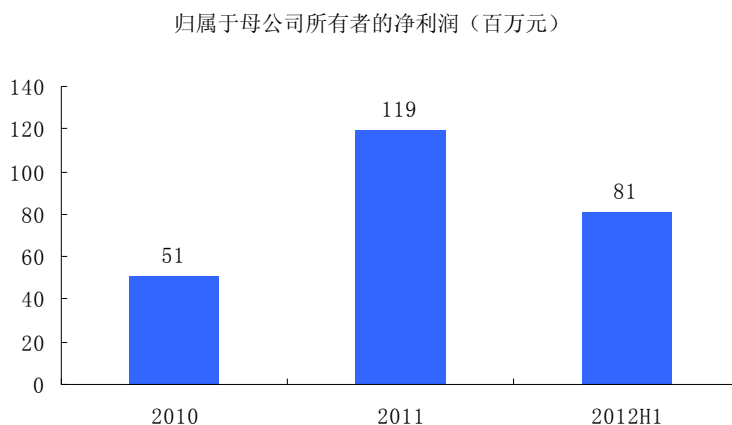
华数传媒 2011 年营业收入为 12.94 亿元，比上年增长 27%。2012 年上半年营业收入为 6.89 亿元，继续保持增长的趋势。2011 年归属于母公司股东的净利润为 1.19 亿元，2012 年上半年归属于母公司股东的净利润为 8099 万元，已经相当于 2011 年全年净利润的 68%。

图 2、公司营业收入



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

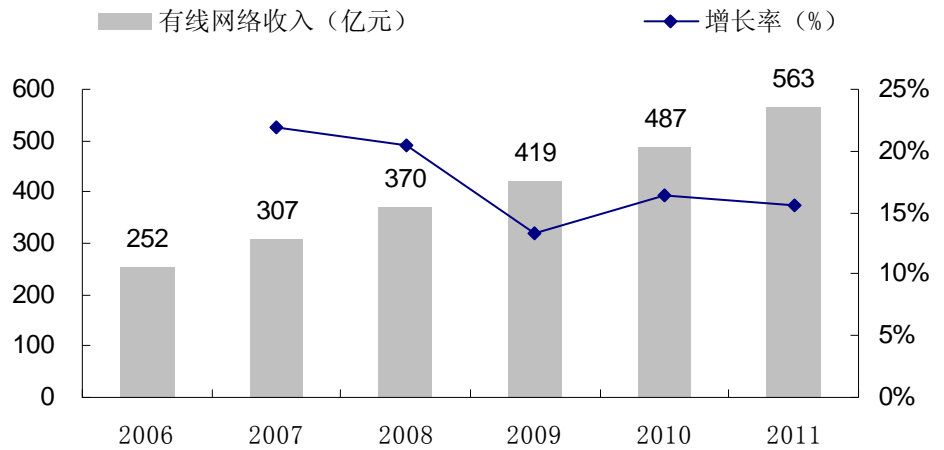
图 3、净利润情况



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

根据广电总局的统计，2011年全国有线网络总收入为563亿元，比上年同期增长15.5%。华数传媒的营收增长高于全国水平，显示了华数在杭州地区多年的市场化运营和多元的收入结构见到效果。

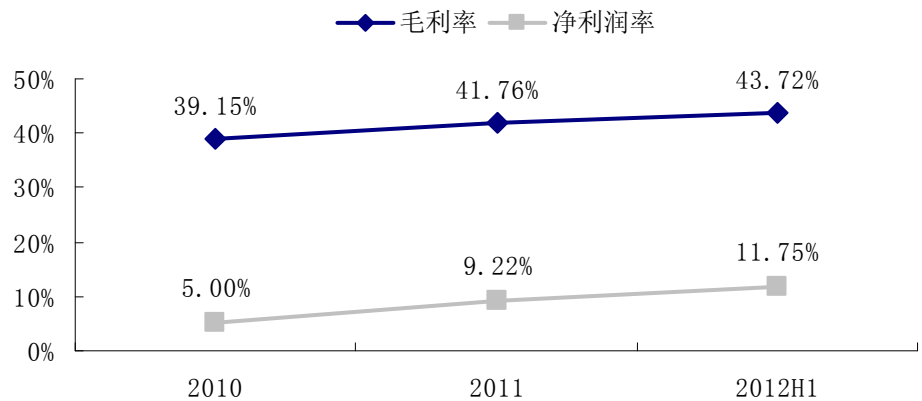
图 4、全国有线网络收入



资料来源：广电总局、第一创业证券研究所

随着公司收入增长，网络、平台、内容投资的规模效应逐步显现，公司的毛利率从 2010 年的 39.15% 增加到 2012 年上半年的 43.72%，净利润率从 2010 年的 5% 增加到 2012 年上半年的 11.76%，

图 5、毛利率和净利润率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

华数传媒的整体发展战略是：立足浙江，面向全国，联合产业链上下游，依托自身团队、资质、内容、平台与运营等方面的优势，充分利用数字化的“跨网络、跨应用、跨终端、跨媒体”的创新能力，从传统的“网络为王”向“网络、内容并重，用户和服务为王”转型，以互动电视，互联网电视，3G 手机流媒体为发展主线，基于三网融合的理念，发展全国性新媒体业务，发展成为国内真正的多网多屏、以视频业务为核心、多种内容及服务的提供商。

公司计划进一步完善数字电视网络和平台，两年内完成杭州地



区的模拟转数字和双向化改造,实现全数字化、全双向化的目标,通过超光网等项目的实施,将杭州的有线电视网打造成我国最先进、功能最强、最经济的基础网络,将杭州打造成为全国高清频道最多的城市,全面向高清化方向演进。以三网融合为契机,拓展宽带数据、融合通信等有线电视新业务,开创全新的发展空间,三年内实现有线电视的全业务发展,开创三网融合时代的“杭州模式”。

公司作为浙江文化产业的重要企业,得到了政策上的支持。子公司萧山华数公司、桐庐华数公司、淳安华数公司、富阳华数公司、余杭华数公司、临安华数公司和建德华数公司,均系经营性文化事业单位改制的企业,根据财政部财税[2009]34号文件规定,2009年度至2013年度免缴企业所得税。根据浙科发高[2011]261号文件,公司被认定为高新技术企业,享受15%的所得税优惠税率,优惠期为2011年1月1日至2013年12月31日。

2 有线电视是支柱业务

2.1 基本收视收入有保证

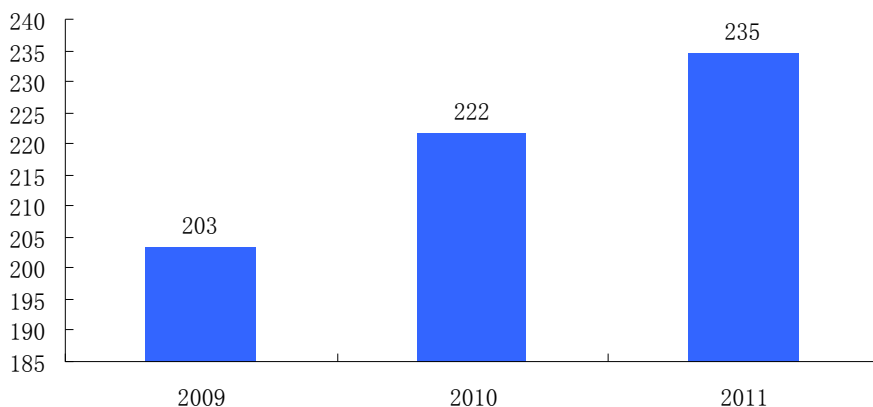
公司的有线数字电视业务包括传输基础频道、销售付费频道等。基础频道的视听维护费价格即杭州本地有线电视用户的收费标准由当地物价局制定,杭州各区县有线电视基本视听业务主终端收费标准为:市区21元/月,二区五县14元/月。付费频道的销售价格参考频道提供商基础定价,并根据本地情况作适当调整。有线电视业务按用户的不同可以区分为大众用户市场和集团用户市场,大众目标市场定位于华数传媒有线电视基本视听业务范围覆盖全杭州地区的有线电视用户,集团用户主要是金融机构、企业、宾馆以及其他休闲场所。

近年来,华数传媒数字电视用户数保持了较快的增长,截至2011年12月31日,华数传媒合计有线电视用户数达234.60万户(主终端);其中杭州市区有线电视用户数88.11万户。随着杭州地区模拟转数字的活动逐步展开,杭州地区的数字电视基本用户数稳中有增。集团客户方面,杭州商业用户有7万余户,产品有广播服务、视界服务、视享服务和视星服务等。华数传媒在确保市场份额的基础上,努力在市场份额和产品价格上找到平衡点,以个性化的内容、功能满足和服务提供为差异化的核心手段进行促销和市场渗透。

图 6、杭州地区有线电视用户数



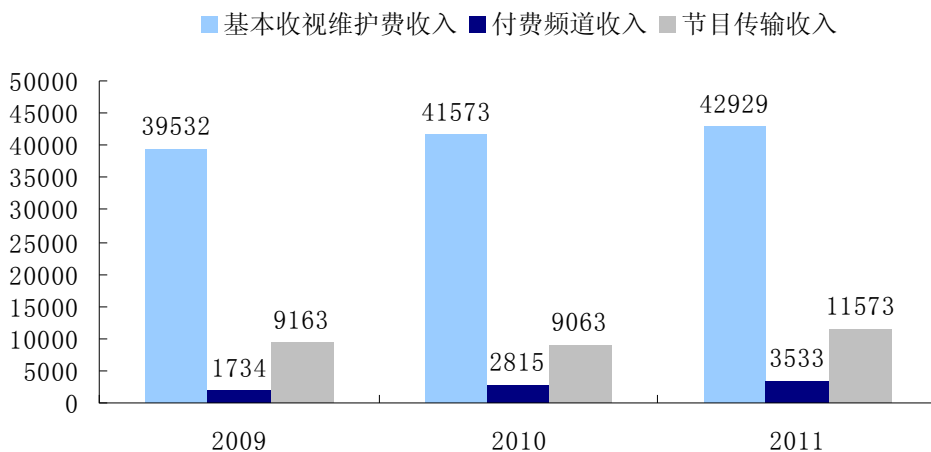
杭州地区有线电视用户数（万户）



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

杭州地区的基本收视费收入从 2009 年的 3.95 亿元增长到 2011 年的 4.29 亿元。我们预计杭州地区未来基本收视用户数和基本收视费收入将会保持较为单位数增长。

图 7、杭州地区有线电视网络收入（单位：万元）

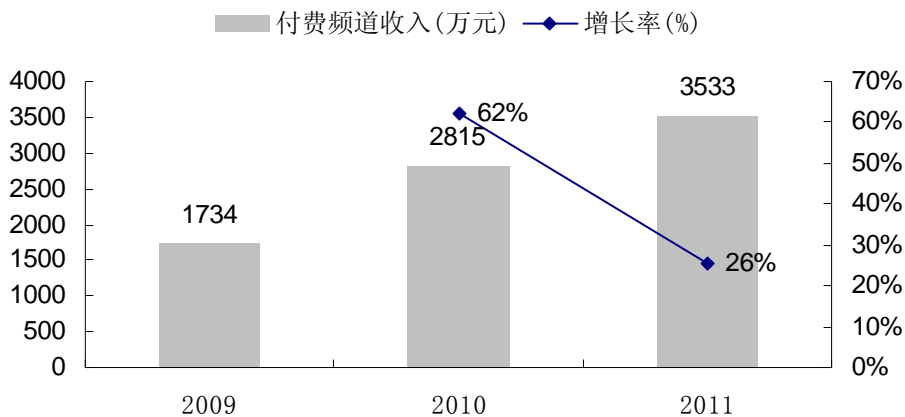


资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

2.2 付费频道收入高增长

相比基本收视收入，杭州地区的付费频道收入增长更高。2011 年付费频道收入为 3533 万元，比上年增长 25.5%。

图 8、杭州地区付费频道收入及增长率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

目前华数传媒提供的付费频道涵盖影视、体育、科学、学习、生活、娱乐等各个方面，有 30 多个单频道和 9 个超值组合包可以供用户选择订购。

2.3 节目传输等其他收入稳定

在收视收入以外，有线网络的收入还包括节目传输收入、新建房屋有线电视配套设施建设费收入、机顶盒销售收入等。

节目传输收入主要是向浙江省以外的其他省市卫视频道收取的在本地有线电视网络传输的费用。收费对象为在杭州落地的各地电视台（不含中央电视台、浙江电视台和杭州电视台旗下的频道）。对于节目传输收入，根据相关合同的约定，在传输服务期内根据其服务归属期确认为当期节目传输收入。

2011 年全年的节目传输收入为 1.16 亿元，2012 年上半年为 6387 万元。我们预计未来落地的卫视频道将会略有增长，而节目传输收入将会比较稳定。

根据杭州市物价局《关于核定我市新建房屋有线电视配套设施建设费用标准的通知》（杭价服[2004]90 号），自 2004 年 4 月 25 日起，杭州地区规划红线内新建房屋有线电视配套设施建设费用的标准为：住宅用户每平方米建筑面积 16 元；非住宅用户 1500 元/终端，对安装 10 个终端以上的单位用户，每个终端最高 600 元。2009-2011 年每年实际收取的有线电视配套设施建设费在 2 亿元-2.1 亿元的区间内，2011 年全年实际收取的有线电视配套设施建设费为 2.05 亿元。公司收取的配套设施建设费在收款时作为递延收入按 10 年分期确认收入。

机顶盒销售收入主要为向房地产开发商销售的为新建小区配套的机顶盒收入，其次为数字电视用户自行购买安装的机顶盒收



入。华数传媒销售的机顶盒根据功能的差异，定价在 300 至 1100 元区间内。2006 年以来，由于机顶盒市场竞争激烈以及公司转变营销策略，机顶盒平均销售价格有所下降。

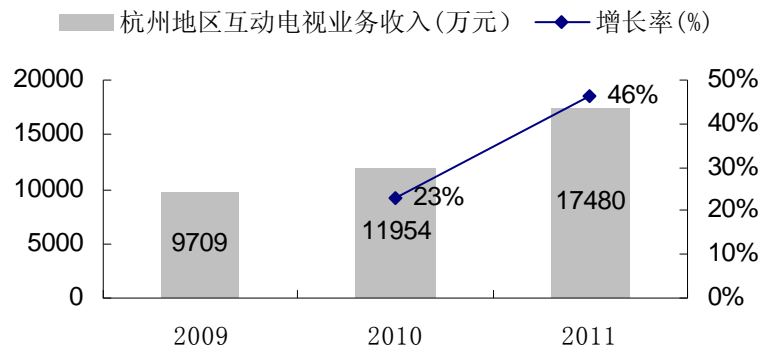
3 互动电视业务由杭州推向全国

3.1 杭州互动电视业务领先

互动电视业务是指可实现双向点播、提供个性化服务的收费电视业务。目前，华数传媒针对不同的细分市场，形成了面向家庭、宾馆、商业的不同产品线，及包月、单点的业务模式，并提供标清、高清两类产品。

杭州地区的互动电视业务是全国发展的最好的地区之一。2011 年杭州地区互动电视的收入高达 1.75 亿元，比上年同期增长 46%。互动电视在杭州地区有线电视网范围内按户收取基本服务费和增值点播服务费。按照基本收视用户数计算，每个基本收视用户平均每月为互动电视业务消费了 6.39 元，比 2010 年的 4.69 元更加提高。

图 9、杭州地区互动电视收入及增长率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

互动电视是收看视频方式转变的大趋势。人们的收入和消费水平的提高，版权保护的加强，已经给互动电视的大发展建立了充分的条件。我们预计在未来五年里，基于高清视频的互动业务将会是有线电视最大的增长点。

3.2 互动电视向全国扩展

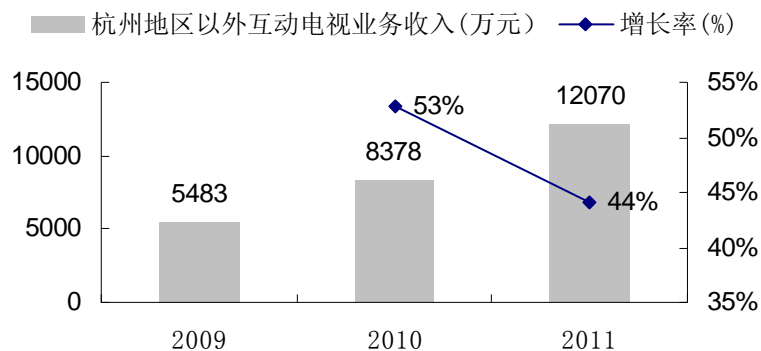
华数传媒利用整合的新媒体版权内容、技术积累、内容运营经



验等，通过与全国其他省、市广电企业的强强合作，大力推动全国范围内的互动电视内容提供和综合应用服务。目前已经和浙江全省、福建、云南、新疆等 20 多个省市网络 100 多个城市建立了长期稳定的合作。截至 2011 年底，华数传媒提供的包括技术、内容及运营在内的综合服务已经辐射全国 25 个省、100 余个城市，发展了超百万互动电视收费用户。浙江省，包括杭州下辖二区五县的互动电视发展基本复制了杭州市区的运营模式，实现了杭州的技术、产品和运营经验本地落地。华数互动电视数字化服务覆盖浙江全省十一个地市有线电视网络、95% 以上的县级网络。在全国其他地方按用户收入与运营商分成结算（含包月和点播）收入，或是收取内容分销收入等。从将来的发展看，华数传媒的互动电视业务潜在市场巨大。

2010 年，华数传媒在全国杭州以外地区互动电视实现收入 8378 万元，较 2009 年增长 120.15%，2011 年，华数传媒全国其他地区互动电视实现收入 1.21 亿元，较 2010 年同比增长 44.07%，实现了快速增长。

图 10、公司在杭州地区以外互动电视收入及增长率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

3.3 全国互动电视业务刚兴起

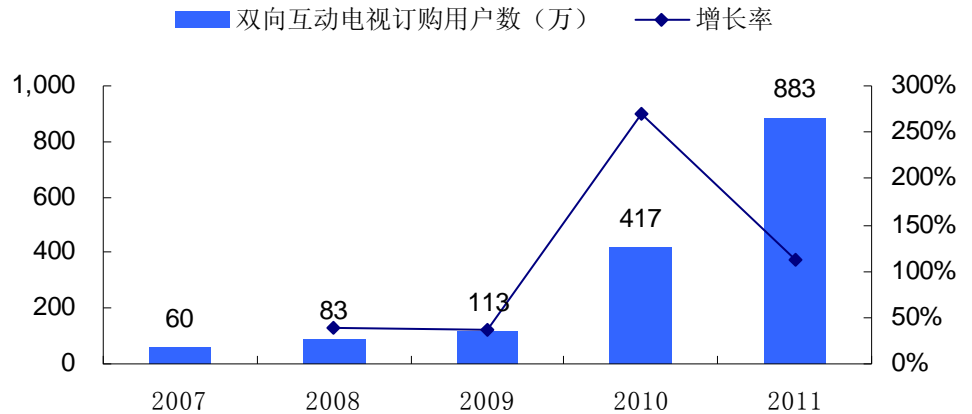
双向互动是有线电视发展的必然，尤其是在高清电视时代，高质量的图像和伴音使得互动点播业务的需求快速增长。对于有线电视公司来说，基本的单向收视的月收费由于是管制定价，每用户的收入难以提升。因此双向互动为代表的增值业务将是有线公司业务发展的重点。

国内有线网络运营商在最近几年大力推进网络由单向向双向的改造。根据络达咨询对全国 200 家有线网络运营商双向网络改造方面的调查统计，截止至 2011 年 12 月底，中国有线数字电视双向网络覆盖用户达到 7650 万户，中国有线网络运营商为用户发放双向机顶盒的数量为 2100 万户



来自用户的实际需求是快速增长的，双向互动电视订阅用户数从 2007 年的 60 万户增长到 2011 年的 883 万户。当全国各地的有线运营商都把发展互动电视业务作为重点，华数的互动电视内容平台将可能推广到更多的运营商。

图 11、全国双向互动电视订阅用户数



资料来源：络达咨询、第一创业证券研究所

公司发展互动电视的优势在于版权资源优势和内容服务优势。华数传媒拥有庞大的版权节目资源，吸纳国内外 100 多家知名节目内容供应商和众多普通节目内容供应商参与建设节目内容合作体系，拥有多达数十万小时的数字化节目内容媒体资源库，内容包括有电影、电视剧、综合资讯节目、娱乐综艺节目、原创动漫节目和音乐节目等等。雄厚的媒体资源储备为与运营商和终端生产厂商的长期合作奠定了基础，为用户提供强大的收视保证。

在互动电视业务上公司计划构建自有业务平台、合资业务平台、开放业务平台并行的发展格局，以音视频服务为核心，拓展商务、游戏、阅读、音乐、支付、通信等新业务，实现广播电视网与互联网、通信网的全面融合，引领全国 NGB 业务的发展。以统一用户管理和统一内容支撑为基础，实现电视机、手机、电脑屏的多屏互动，创新互动电视业务的发展业态。互动电视业务持续领先，作为 NGB 的核心节点服务于全国的广电网络运营商。

4 在潜力巨大的互联网电视内容业务领先

华数传媒目前已经和 TCL、长虹、海信、海尔、创维等多家国内知名电视机制造企业合作，为其互联网电视终端提供内容集成服务。截止 2011 年底，华数传媒互联网电视终端整体市场占有率约为 70%（数据来源为奥维资讯和华数业务数据统计）。针对该业



务,华数传媒目前采取的盈利模式是通过提供互联网电视内容集成服务向电视机厂家按出厂终端数收取一定的平台服务费,后续将逐步转为向用户收取部分新片内容点播费和免费内容广告费的模式,以实现该业务收入的持续增长。该业务自 2010 年推出,当年实现收入 746 万元,2011 年已实现收入 2511 万元。

虽然目前互联网电视业务在公司收入总规模中所占的比例还不小,但随着未来电视机走向智能化网络化,通过电视机或者机顶盒收看互联网电视具有非常大的市场需求。公司目前在这个领域和电视机厂商已经建立起紧密地合作关系,拥有丰富的内容资源。我们预计公司未来有可能会成为互联网电视的内容集成服务的主要提供者之一,在这方面的收入也会有较高的增长。

互联网电视业务的销售模式为将华数传媒内容产品客户端植入终端,终端(电视机、机顶盒等)厂商销售后,华数传媒获取厂商给予的平台服务费。同时华数传媒负责后续收费内容的客户运营。华数提供的终端销售渠道主要有电视机销售渠道、在线网络营销、电话销售、代理商销售、行业市场销售。

以与华数视联在互联网电视上的合作为例,华数视联为华数传媒与广州欢网科技公司(由 TCL、长虹等合资成立)共同出资成立,华数传媒通过此类联营加强与有关电视机厂商的合作,华数传媒提供互联网电视内容服务,联营企业负责互联网电视业务数据分节点平台的建设和维护,华数传媒按相关收入的 40%向其支付平台使用费。华数传媒向华数视联提供主要面向 TCL 和长虹的互联网电视内容服务。2011 年从华数视联获得互联网电视收入 946 万元,向华数视联支付互联网电视分成 523 万元。

公司计划持续强化与互联网电视终端厂家的合作,不断拓展华数传媒互联网电视的终端形态,确保终端用户数量上遥遥领先优势。构建开放的内容应用和广告平台,广泛集成行业的内容资源,吸纳 CP、SP 的广泛参与,不断丰富内容和应用,探索前向与后向收费相结合的商业模式,为我国互联网电视的发展探索一条可持续发展的道路。

5 新媒体业务全面布局

5.1 手机电视

手机电视业务指结合电信运营商移动传输网络和移动流媒体平台,以视频内容为主,提供影视、新闻、财经、音乐、娱乐等内容的广电级直播、点播和下载服务。华数传媒着力打造“华数 TV”手机电视综合娱乐中心品牌,为用户提供直播和影视、动漫、娱乐、音乐、时尚、综艺、资讯、健康和传奇等 10 大栏目内容。华数传媒于 2010 年 6 月获得手机电视集成播控业务和内容服务业务的牌照,目前已与移动、联通、电信三大运营商手机视频基地达成“华



数 TV” 品牌专区的合作并承建影视娱乐等垂直频道。华数传媒与运营商合作采取前向收费分成模式，按包月或单次点播收费

2010 年，华数传媒手机电视业务实现收入 267 万元，2011 年，手机电视业务实现收入大增到 3578 万元。随着智能手机和 3G 网络服务在国内的快速普及，手机电视无疑会是智能手机上的重要应用之一。在用户付费习惯逐步培养起来以后，我们预计未来手机将会成为视频新的收看渠道。

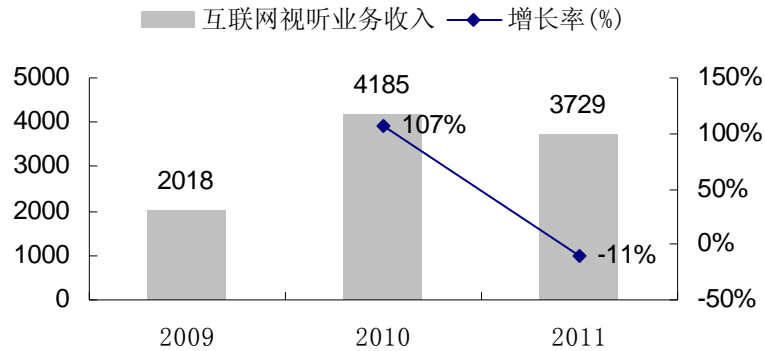
手机电视业务的销售模式为与中国移动、中国联通、中国电信三大电信运营商签署合作协议，华数传媒提供内容产品及配合市场推广与营销，电信运营商发展用户，用户订购后，双方收入分成。营销渠道主要有线上销售（热点 Push、短信订购、wap 网页订购）、营业厅销售、代理商销售；

公司计划全面整合优质的内容和渠道资源，充分发挥通信运营商的综合优势，大力推进运营商手机电视业务的发展，打造华数传媒独立的手机电视业务品牌，通过立体化的渠道推广华数传媒的手机电视品牌和手机电视业务，占领移动互联网发展的主阵地，成为手机电视最主流的服务提供商之一。

5.2 互联网视听业务

互联网视听业务，主要是面向宽带运营商，为运营商代维代建其网内的流媒体网站，向其宽带用户提供免费的视听节目服务，包括影视剧、电视栏目、新闻、娱乐、体育、教育等节目的点播和延伸内容服务。该网站作为运营商随宽带赠送给用户的增值服务，保障用户能够通过电脑顺畅观看流媒体节目内容，同时又为运营商有效节省了用户访问流媒体内容的出口带宽，降低运营商出口带宽成本。运营商根据其网内的宽带用户数规模、用户对网站内容的访问效果等，向华数传媒支付网站年服务费。截至 2011 年 12 月底，华数传媒已经为杭州电信、浙江联通等众多宽带运营商提供服务，服务的宽带用户达 500 多万户。2011 年互联网视听业务收入为 3729 万元。

图 12、互联网视听业务收入及增长率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

互联网视听业务的销售模式为向运营商提供视频服务网站的代维代建服务，收取项目服务费用；并将独家买断内容的版权向互联网网站进行分销。

公司计划加大互联网视听内容的建设力度，通过自建、租用、合作等方式形成华数传媒强大的互联网视听内容分发体系，不断提升用户体验。构建独立的华数传媒互联网视听业务品牌，结合互动电视、手机电视的发展，形成跨屏跨网发展的格局。广泛与电视台、宽带运营商、网站等合作，形成代建代维、合作运营、独立品牌运营多种模式发展的格局。

5.3 新媒体内容版权及广告业务

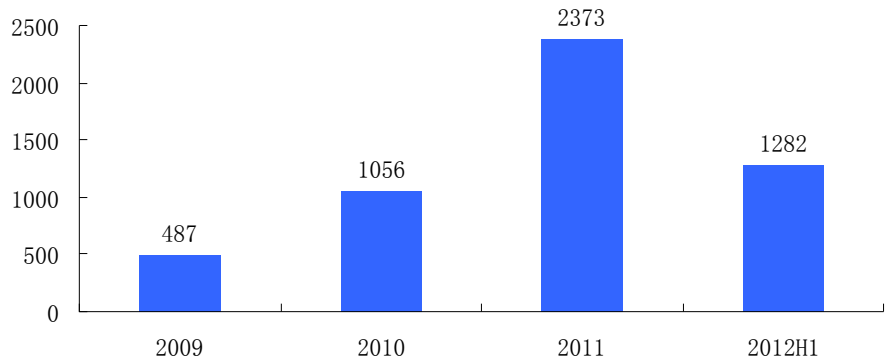
华数传媒利用其新媒体版权引进整合运营能力，积极向业务的产业链上游发展，通过以投代购、购买等方式获得热门影视的独家版权内容，积极拓展新媒体内容版权发行业务。该业务已成为华数传媒重要的收入增长点。

新媒体广告业务是华数传媒未来收入增长点之一。该业务是指基于华数传媒的互动电视、互联网电视、手机电视、互联网视听等业务平台和规模用户，进行各种广告业务运营。华数传媒在业务平台上开发了 VOD 随片、EPG 广告、消息递送广告等新业态广告形式，同时构建了包括华数广告运营中心、广告主、广告代理公司、数字服务商、技术服务商、第三方监测服务机构等一整套完善的广告经营链条。华数传媒广告业务收入逐年递增，广告业务收入又反哺平台的建设，从而形成内容建设和广告运营的良性循环。广告业务的销售模式为在直播频道、互动电视、互联网电视及手机电视等服务中植入 EPG、随片以及信息点击等形式的广告。2011 年新媒体广告业务收入为 2373 万元。

图 13、新媒体广告业务收入



新媒体广告业务收入(万元)



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司计划建设跨网多屏的新媒体广告管理和发布系统，实现对屏幕、用户、广告主、广告内容的精细化管理和精准投放，基于华数传媒的互动电视、手机电视、互联网电视、互联网等新媒体平台，形成有别于传统广告的新媒体互动广告发展模式，打造用户收费与广告运营并举的发展模式，不断创造新的价值空间。

6 上市公司将成为浙江省网整合的平台

6.1 五年内浙江省网络置入上市公司

目前浙江华数广电网络股份有限公司（浙江网络）由华数集团持股 52.73%、金华广播电视发展有限公司等 7 家股东持股 47.27%。

浙江网络是根据《中共浙江省委办公厅、浙江省人民政府办公厅关于加快广播电视有线网络“一省一网”整合发展的通知》（浙委办[2011]100号）于 2011 年 10 月 24 日在杭州挂牌成立的，是以华数集团为基础，省、市、县（市、区）广播电视企业共同参与组建的公司，担负全省广电网络数字化、信息化、规模化和产业化任务。浙江网络的整合发展分三个步骤：第一阶段嘉兴、金华、湖州、丽水四市的广播电视公司（或电视台）以各自所持当地有线网络公司的全部股权，华数集团公司以所持上述四地市有线网络公司的全部股权及部分现金作为投资额，共同发起成立“浙江华数广电网络股份有限公司”；第二阶段其他市级广播电视有线网络加入浙江网络，县级广播电视有线网络完成公司化改造任务；第三阶段完成县级广播电视有线网络加入浙江网络，实现全省广电有线网络资本联合，完成整合发展任务。目前第一阶段（浙江网络的设立）已经完成，第二阶段（市级广播电视有线网络加入）预计于 2012 年底完成，第三阶段（县级广播电视有线网络加入，完成浙江网络



的整合) 预计于 2013 年 3 月底前完成。预计整合发展工作全部完成后, 浙江网络将拥有 1,100 多万户有线电视用户(不含杭州地区的 234.6 万户用户)。

现阶段浙江省广电网络基本形成了以华数为平台的数字电视内容业务联合发展, 正在努力推动“一省一网”建设。目前, 杭州、宁波、湖州、嘉兴、绍兴、金华、衢州、台州、丽水 9 个市和 58 个市县城城区基本完成了整体转换任务, 整转率为 90.7%。截至 2011 年 10 月底, 浙江全省有线电视用户数为 1,343.83 万户, 其中农村有线电视用户 842.83 万户; 浙江全省有线数字电视用户 1,016.24 万户, 整体转换比例为 75.62%。浙江全省双向化网络覆盖用户 844.01 万户, 双向化覆盖率为 62.80%, 其中, 城区双向化网络覆盖用户 472.70 万户, 双向化覆盖率为 94.40%; 农村双向化网络覆盖用户 371.31 万户, 双向化覆盖率为 44.10%。

为避免浙江网络与重组后的上市公司之间潜在的同业竞争, 华数集团及浙江网络的其他 7 名股东皆已出具承诺函, 承诺在符合国家政策的前提下, 在本次重大资产重组获准并实施后五年内将浙江网络已完成整合并持有的资产和业务以适当的方式置入上市公司, 具体的交易方式视届时上市公司及置入资产的具体情况确定。

6.2 计划在 24 个月内收购宽带网络业务

网通信息港自 2001 年起建设具备了双向交互网络, 华数传媒的互动电视 2005 年开始试运营, 因此根据运营的实际情况, 华数传媒在发展初期采取了租用网通信息港 IP 网络的方式发展互动电视业务, 避免了从一开始就自建双向网络导致的投资额大、建设时间长等问题。

公司拟通过收购宽带网络业务及其对应资产的方式解决宽带网络业务方面的潜在同业竞争。华数集团通过华数数字电视投资有限公司间接持有网通信息港 23.66% 的股权, 持有富阳华数网通信息港有限公司 69.12% 的股份、余杭华数网通信息港有限公司 50% 的股份。而华数传媒通过桐庐华数间接持有桐庐网通 72.29% 的股权, 通过临安华数间接持有临安网通 64.78% 的股权, 通过余杭华数间接持有余杭网通 15% 的股权。桐庐网通、临安网通等并未从事因特网接入服务业务, 只是从事了宽带代理业务。考虑到未来华数传媒在三网融合形势下开展宽带业务的需要, 在宽带网络业务方面华数传媒与华数集团存在潜在的同业竞争。

华数集团、网通信息港、华数传媒承诺: 在按照相关法律、法规、规范性文件及其内部文件规定履行审批/决策等法定程序的前提下, 华数集团、网通信息港将在重大资产重组实施完成后 24 个月内对外转让宽带网络业务及其对应资产, 而华数传媒将参与该等资产的竞买。



7 盈利预测与评级

我们预计公司的基本收视、节目传输等业务将会保持稳定，互动电视、互联网电视和新媒体业务未来将会获得较快增长。按照重组后总股本 10.97 亿股计算，我们预计公司 2012 年至 2014 年的每股收益将分别为 0.16 元、0.22 元、0.28 元。

华数传媒的可比公司包括从事有线电视的上市公司天威视讯、歌华有线、广电网络、吉视传媒、电广传媒，从事互联网电视和手机电视的百视通。可比公司基于 2011 年净利润的市盈率在 19-51 倍范围，基于 2012 年预测净利润的市盈率在 23-35 倍范围。如果华数传媒基于 2012 年预测净利润的市盈率为 23-35 倍，对应的每股股价在 3.68 元-5.6 元区间内。

按照可比有线网络公司的有线电视用户数计算，当前的平均每用户市值在 735-3390 元之间。截至 2011 年 12 月 31 日，华数传媒在杭州地区的有线电视用户数为 234.60 万户（主终端）。考虑到杭州地区的经济发展和消费水平在全国处于较高水平，以及公司的互动电视和互联网电视业务已经扩展到杭州以外地区，如果公司的每用户市值在 1600 元-3300 元范围内，则对应的市值在 37 亿元-77 亿元区间内，对应的每股股价在 3.42 元-7.06 元区间内。

综合以上分析，我们已经公司复牌后的合理价格区间在 3.42 元-7.06 元范围内。暂无评级。

表 2、同行业公司估值对比

代码	名称	股价	总股本 (亿股)	EPS		PE		BPS	PB	ROE	总市值 (亿元)	有线 用户 数 (万)	每用 户市 值
				11A	12E	11A	12E						
002238.sz	天威视讯	12.02	3.20	0.37	0.39	33	31	4.33	2.8	8.6%	39	114	3390
600831.sh	广电网络	7.24	5.63	0.25	0.31	29	23	2.67	2.7	9.9%	41	555	735
600037.sh	歌华有线	6.40	10.60	0.26	0.28	25	23	5.03	1.3	5.3%	68	476	1426
601929.sh	吉视传媒	9.26	13.98	0.32	0.31	29	30	2.65	3.5	8.9%	129	431	3004
000917.sz	电广传媒	10.71	10.16	0.57	0.44	19	24	4.29	2.5	11.7%	109	400	2720
600637.sh	百视通	16.36	11.14	0.32	0.47	51	35	2.56	6.4	20.7%	182		
000156.sz	华数传媒		10.97	0.11	0.16			0.70		15.5%		235	

资料来源：iFinD、第一创业证券研究所



8 风险提示

经过长时间停牌，恢复交易后股票价格距离剧烈波动的风险。

浙江全省网络的整合时间进程和将来置入上市公司的方式和价格的不确定性。

互联网电视能否获得持续盈利模式的风险。



盈利预测

项目(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	1,018.59	1,293.77	1,485.81	1,768.00	2,109.31
减: 营业成本	619.82	753.55	832.05	981.24	1,181.21
营业税金及附加	31.70	41.74	44.57	53.04	63.28
销售费用	153.90	212.75	222.87	247.52	274.21
管理费用	109.40	139.47	178.30	203.32	232.02
财务费用	49.53	52.48	47.23	49.59	52.07
资产减值损失	9.23	6.58	9.87	10.37	10.89
加: 公允价值变动收益					
投资收益	-7.51	1.47	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	37.50	88.66	150.91	222.92	295.62
加: 营业外收入	29.10	48.09	50.50	53.02	55.68
减: 营业外支出	7.99	5.69	5.97	6.27	6.58
三、利润总额	58.60	131.07	195.43	269.67	344.71
减: 所得税费用	10.38	11.98	17.59	26.97	34.47
四、净利润	48.22	119.09	177.85	242.71	310.24
归属母公司净利润	50.96	119.23	179.09	243.43	311.17
少数股东损益	-2.74	-0.14	-1.24	-0.73	-0.93
五、总股本(百万股)	1,097.03	1,097.03	1,097.03	1,097.03	1,097.03
六、摊薄每股收益(元/股)	0.05	0.11	0.16	0.22	0.28

数据来源: 第一创业证券研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135