

广西广电 (600936. SH)

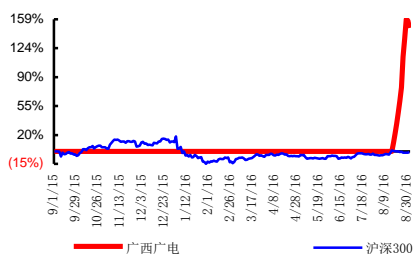
积极布局增值业务，渗透率提高是看点

评级: 前次: 首次覆盖
目标价 (元):
 分析师 联系人
 康雅雯 臧琨
 S0740515080001 zangkun@r.qizq.com.cn
 021-20315097
 kangyw@r.qizq.com.cn
 2016年09月01日

基本状况

总股本(百万股)	1,671
流通股本(百万股)	300
市价(元)	16.85
市值(百万元)	5,055
流通市值(百万元)	28,200

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,019.5	2,443.5	2,669.5	2,889.6	3,110.2
营业收入增速	11.13%	21.00%	9.25%	8.25%	7.63%
归属于母公司的净利润	359.48	380.39	390.39	442.97	489.31
净利润增长率	5.96%	5.82%	2.63%	13.47%	10.46%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.28	0.23	0.27	0.29
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	0.00	0.00	52.39	46.17	41.80
PEG	0.00	0.00	19.91	3.43	4.00
每股净资产(元)	1.76	1.46	2.26	2.52	2.82
每股现金流量	0.65	0.62	0.46	0.53	0.58
净资产收益率	14.90%	18.95%	10.35%	10.51%	10.40%
市净率	0.00	0.00	5.42	4.85	4.35
总股本(百万股)	1,371.0	1,371.0	1,671.0	1,671.0	1,671.0

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 广西广电: 整合省内有线广播资源, 业务覆盖广西全省, IPO 募资 13.5 亿用于网络优化改造和服务平台升级。** 广西广电是广西省有线广电网络运营商, 业务覆盖广西全省, 截至 2015 年底, 公司有线电视用户 498 万, 数字电视用户 478 万 (高清用户 100 万, 互动用户 34 万), 宽带用户 102 万, 传输 31 个卫视频道、部分购物频道、卡通频道以及区内非卫视频道。公司 IPO 募集资金 13.5 亿元, 主要是对新一代广播电视网 (NGB) 标准实施建设、对现有网络的优化完善和数字化双向化改造以及对现有全媒体综合信息服务平台的扩容升级。
- 传统业务: 短期数字化改造收尾, 中长期渗透率提高是看点。** 广西广电传统业务包括收视维护费用, 节目传输、安装业务。主营业务毛利率稳定, 三费率逐步下降, 投入资本回报率高于可比公司, 固定资产成新率适中, ARPU 处于较高水平。公司 2015 年 ROIC 在 9 家上市广电公司中排名第一; 公司单用户固定资产以及固定资产成新率在可比公司中处于中间水平, 资本开支压力不大; 2015 年 ARPU 值为 464.9 元处于第二梯队排名第三, 显示出较好的盈利能力, 未来 ARPU 还具备一定上升空间。广西省有线电视用户整体覆盖率相对较低, 未来存在较大增长空间。2015 年广西全省常住人口 4796 万人, 广电用户渗透率 31.13%, 在上市公司中排名第八, 仅高于湖南地区, 而相同口径计算下江苏有线渗透率已经达到 93%, 全国平均水平为 55%。由于中西部地区经济增速较快, 我们认为相对于东部地区, 广西地区的有线电视用户依然具有较大增长空间。以公司目前 ARPU 值计算, 若达到全国平均水平收入可增加 13.11 亿, 若达到东部地区 70% 左右, 则收入可增加 23.35 亿元, 空间依旧较大。

- **积极转型:大力发展增值服务和专网业务。**传统业务以外,广西广电还提供基于广播电视网络的增值服务(主要包括付费频道、高清双向互动、互联网宽带接入等业务)以及专网业务。
 - **增值服务:**公司客户数字化改造基本完成,目前高清机互动客户增长正在进入快轨道,有望为未来增值服务打开空间。2015年底全广西高清用户数 99.8 万,互动用户数 34.2 万,渗透率分别达到了 20.87% 和 7.15%。由于公司主要增值业务来自于宽带用户和高清付费用户,因此伴随高清互动用户渗透率的提高,其增值业务增长也进入快轨道,2011 年至今复合增长率在 40%以上。我们认为,伴随广西全省高清付费用户的规模逐步增大,其增值业务收入还将保持较快增长。
 - **数据专网业务:**依托公司在广西全省的有线网络布局,广西广电为企业和政府机关等客户提供数据专网服务,主要包括电路出租业务、高清视频会议系统和视频监控业务,这部分收入有望保持稳步增长。
- **盈利预测:**我们预测公司 2016-2018 年实现营业收入 26.69、28.89、31.10 亿元,同比增长 9.2%、8.2%、7.6%;实现归属于母公司净利润 3.90、4.43、4.89 亿元,同比增长 2.63%、13.47%、10.46%,我们预计公司 2016-2018 年实现摊薄后 EPS 分别为 0.23、0.27、0.29 元。
- **风险提示:**1) 用户渗透率不及预期风险;2) 三网融合不及预期风险;3) 互联网对传统有线业务替代风险

内容目录

广西广电：完成省内资源整合，大力拓展增值业务.....	- 5 -
整合省内有线广播资源，业务覆盖广西全省.....	- 5 -
募资 13.5 亿用于网络优化改造和服务平台升级.....	- 5 -
传统业务：短期数字化改造收尾，中长期渗透率提高是看点.....	- 6 -
主营业务收入结构持续优化，盈利能力位于行业前列.....	- 6 -
模拟向数字转档基本完成，未来提高总体渗透率是看点.....	- 7 -
积极转型：大力发展增值服务和专网业务.....	- 9 -
高清及互动客户占比提高，为增值服务打开空间.....	- 9 -
数据专网业务：依托全省线路布局，收入稳步增长.....	- 10 -
盈利预测.....	- 11 -
盈利预测假设及结果.....	- 11 -
风险提示.....	- 13 -
用户渗透率不及预期的风险.....	- 13 -
三网融合不及预期风险.....	- 13 -
互联网对传统有线业务替代风险.....	- 13 -

图表目录

图表 1：广西广电股权结构及主要参控股公司.....	- 5 -
图表 2：广西广电 IPO 募投项目.....	- 5 -
图表 3：广西广电主营业务收入及增长情况.....	- 6 -
图表 4：广西广电收入结构持续优化.....	- 6 -
图表 5：广西广电毛利率及三费率.....	- 7 -
图表 6：各上市广电公司投入资本回报率 (ROIC).....	- 7 -
图表 7：上市广电公司单用户固定资产及成新率.....	- 7 -
图表 8：2015 年上市广电公司 ARPU 值 (元/户).....	- 7 -
图表 9：广西广电传统广电业务收入及增长情况.....	- 8 -
图表 10：广西广电数字电视用户数量及增长情况.....	- 8 -
图表 11：上市广电公司所处地区及全国广电用户信息汇总.....	- 8 -
图表 12：渗透率与人均 GDP.....	- 8 -
图表 13：公司增值业务收入及增长情况.....	- 9 -
图表 14：广西广电高清、互动用户数量及渗透率.....	- 9 -
图表 15：广西广电 HiTV 高清互动电视.....	- 10 -
图表 16：广西广电三屏互动业务.....	- 10 -
图表 17：广西广电专网业务收入.....	- 10 -
图表 18：广西广电盈利预测核心假设.....	- 11 -
图表 19：公司分项目收入预测 (万元).....	- 12 -

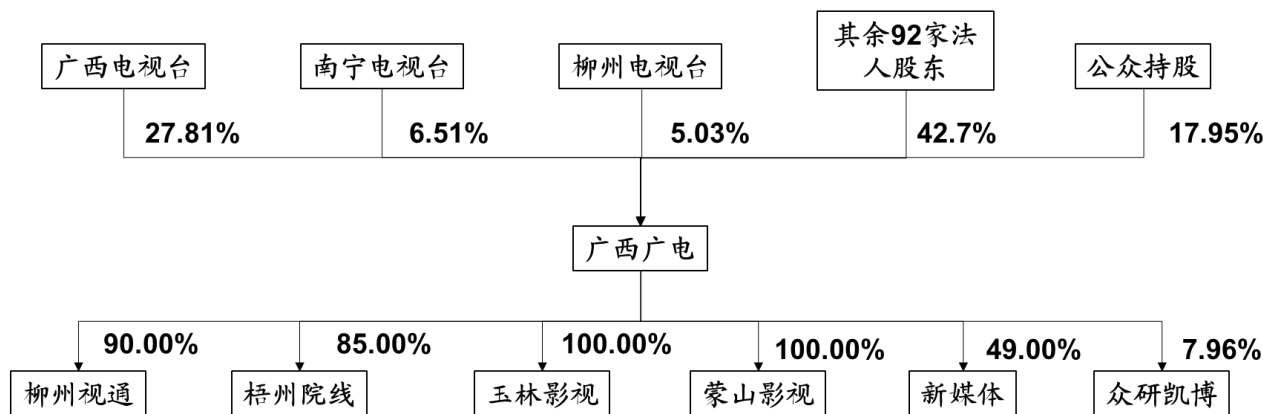
图表 20: 公司盈利预测 (万元) - 13 -
图表 21: 财务报表及预测..... - 14 -

广西广电：完成省内资源整合，大力拓展增值业务

整合省内有线广播资源，业务覆盖广西全省

- 广西广电是广西省有线广电网络运营商，业务覆盖广西全省。公司 2004 年基本完成全区县级广电网络整合，2008 年完成县级以上数字电视整体转换；目前全区所有市、县和 95% 以上的乡镇广电网络均通过增资扩股等方式纳入公司资产范围。截至 2015 年 12 月 31 日，公司有线电视用户数达 498 万户，其中数字电视用户 478 万户（高清电视用户 100 万户，互动电视用户 34 万户），模拟电视用户 19 万户，宽带用户 102 万，传输 31 个卫视频道、部分购物频道、卡通频道以及区内非卫视频道。公司是在整合全区广电网络资产、改革广电网络经营管理体制基础上，经自治区人民政府批准，由广西电视台等 93 家股东共同发起设立的国有股份制文化企业，公司拥有控股子公司 4 家（柳州视通、梧州院线、玉林影视、蒙山影视），参股公司 2 家（新媒体、众研凯博）。

图表 1：广西广电股权结构及主要参控股公司



来源：Wind，中泰证券研究所

募资 13.5 亿用于网络优化改造和服务平台升级

- 公司 IPO 募集资金 13.5 亿元，主要是对新区网络按下一代广播电视网（NGB）标准实施建设、对现有网络的优化完善和数字化双向化改造以及对现有全媒体综合信息服务平台的扩容升级。全媒体支撑网络建设项目可为增值业务的开展提供良好的网络基础，增加公司潜在的数字电视用户数，为开展增值业务夯实基础；全媒体综合信息服务平台项目顺应三网融合发展趋势，促进公司从单一的电视服务提供者向集视频、宽带、多媒体于一体的多业务运营商转型，增强内容储备，丰富内容资源，利用自身优势推出为客户量身定做的多媒体应用系统，使之成为新的收入增长点，提升公司核心竞争力。

图表 2：广西广电 IPO 募投项目

序号	项目名称	预计投资额	募集资金投入额(万元)	建设期
----	------	-------	-------------	-----

		(万元)		
1	全媒体支撑网络建设项目	140,088.86	120,000.00	3年
2	全媒体综合信息服务平台项目	35,946.00	15,766.89	3年
3	补充流动资金	20,000.00	-	-
合计		196,034.86	135,766.89	-

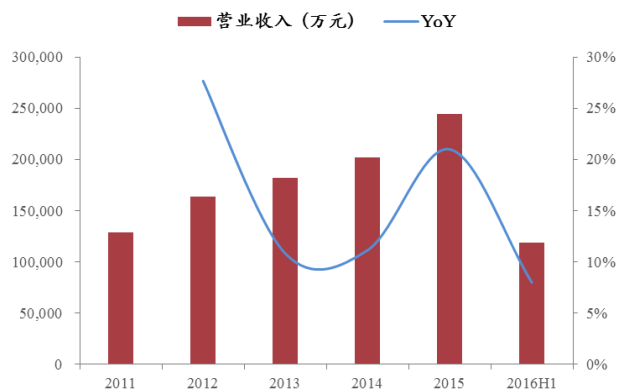
来源：招股说明书，中泰证券研究所

传统业务：短期数字化改造收尾，中长期渗透率提高是看点

主营业务收入结构持续优化，盈利能力位于行业前列

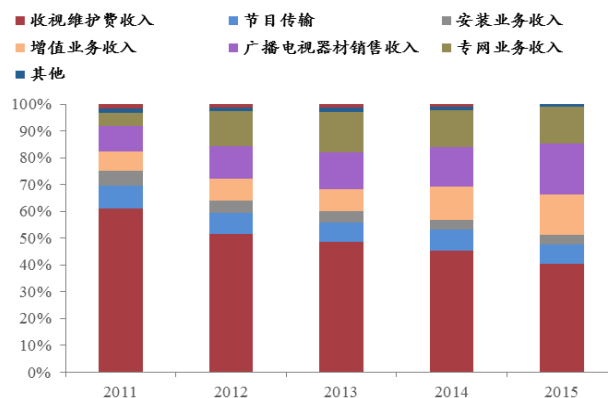
- 广西广电主要营业收入来自终端家庭用户支付的收视维护费用，其他收入主要包括节目传输、安装业务收入、增值业务收入、器材收入、专网业务收入。2015年公司营业收入增长21%，2016年上半年增长7.98%，收入增长稳健；在结构方面，收视维护费用占比由2011年的60.9%下降至2015年的40.29%，同期增值业务收入、专网收入和器材收入等占比逐步提高，在“三网融合”的大背景下，公司的收入结构持续优化。

图表3：广西广电主营业务收入及增长情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表4：广西广电收入结构持续优化

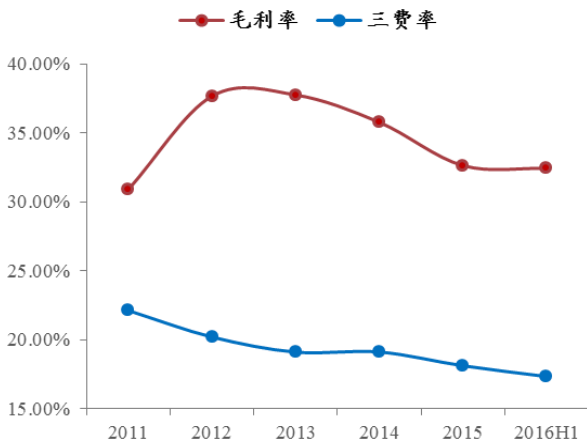


来源：Wind，中泰证券研究所

- 主营业务毛利率稳定，三费率逐步下降，投入资本回报率高于可比公司，固定资产成新率适中，ARPU处于较高水平。广西广电主营业务毛利率在从2012年逐步下降，并保持在32%左右的稳定水平，主要原因来自资本开支先扩张后趋稳，毛利率水平预计未来会保持稳定，三费率伴随公司规模效应持续走低，预计未来依然有小幅下降空间。公司2015年ROIC在9家上市广电公司中排名第一，预计伴随公司IPO，ROIC将小幅下降但依旧保持较高水平。在资本开支方面，公司单用户固定资产以及固定资产成新率在可比公司中处于中间水平，未来资本开支压力不大。公司2015年ARPU值为464.9元处于第二梯队排名第三，显示出其较

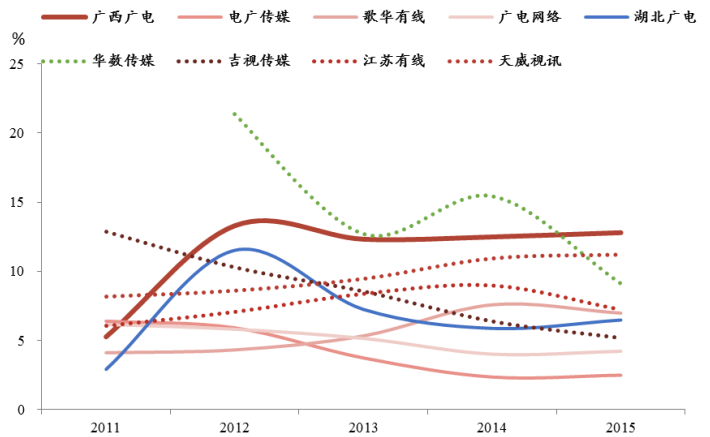
好的盈利能力，未来 ARPU 还具备一定上升空间。

图表 5：广西广电毛利率及三费率



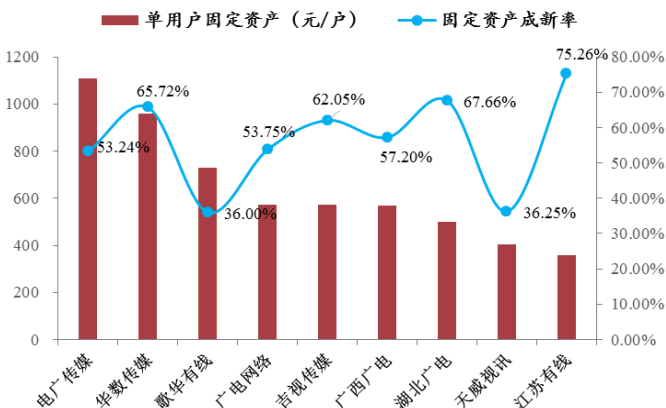
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：各上市广电公司投入资本回报率 (ROIC)



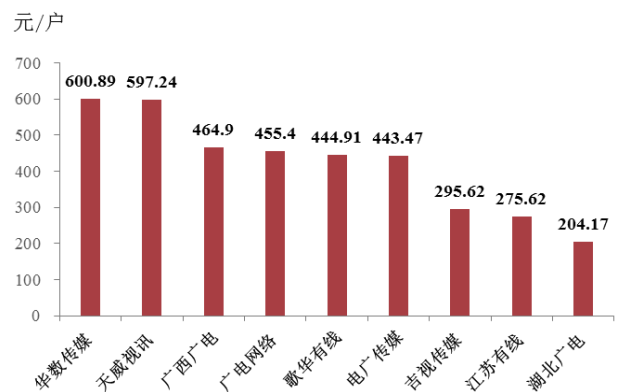
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：上市广电公司单用户固定资产及成新率



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 8：2015 年上市广电公司 ARPU 值 (元/户)



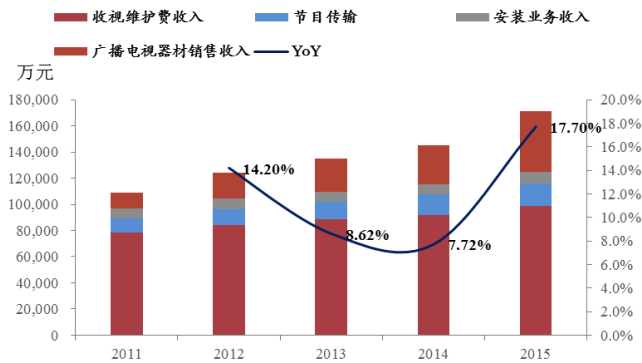
来源：招股说明书，中泰证券研究所

模拟向数字转档基本完成，未来提高总体渗透率是看点

- 受益于数字用户和宽带用户的快速增长，2011 年以来传统广电业务保持较快增速。与传统广电业务相关的收入主要包括收视维护费、节目传输、安装业务和广播电视器材销售收入。收视维护费收入主要为公司向有线电视用户收取的基本收视维护费，数字电视用户主终端每月缴纳 25 元-26 元，副终端每月缴纳 5 元；模拟电视用户每月缴纳 10-14 元；节目传输主要包括卫视频道落地服务和区内有线电视传输服务，收费标准与区内用户数量、消费能力等一系列指标确定；安装业务是根据城市建设发展需要及居民的入网需求规划建设干线网和分配网，收取入网安装费；广播电视器材销售收入主要包括数字电视一体机、高清机顶盒、三网融合机顶盒等广播电视器材等的销售。2015 年公司传统业务收入 17.1 亿，同比增长 17.7%，公司传统业务保持较快增长，主要原因是 2009 年以

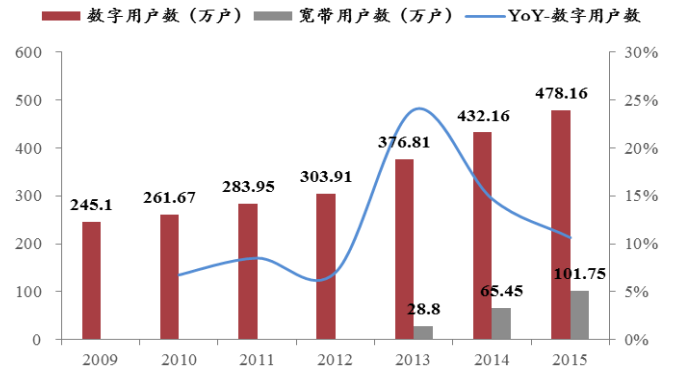
来数字用户数及宽带用户数的大量增加，截至 2015 年，其用户数字化率 96.09%；同期其宽带用户数为 101.75 万，同比增长 55.45%。

图表 9：广西广电传统广电业务收入及增长情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 10：广西广电数字电视用户数量及增长情况



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 广西省有线电视用户整体覆盖率相对较低，未来存在较大增长空间，有望在中长期内为公司带来增长。广西广电 2015 年用户数量为 497.64 万，全省常住人口 4796 万人，广电用户渗透率为 31.13%，在上市公司中排名第八，仅高于湖南地区，而相同口径计算下江苏有线渗透率已经达到 93%，全国平均水平为 55%。经济因素是影响渗透率的重要因素，对比发现人均 GDP 较高的地区渗透率也搞，同时地形地貌原因也造成广西和湖南等地渗透率不高。由于中西部地区经济增速较快，我们认为相对于东部地区，广西地区的有线电视用户数依然具有较大增长空间。以公司目前 ARPU 值计算，达到全国平均水平收入可增加 13.11 亿，若达到东部地区 70%左右，则收入可增加 23.35 亿元，公司依然有相对较大的增长空间。

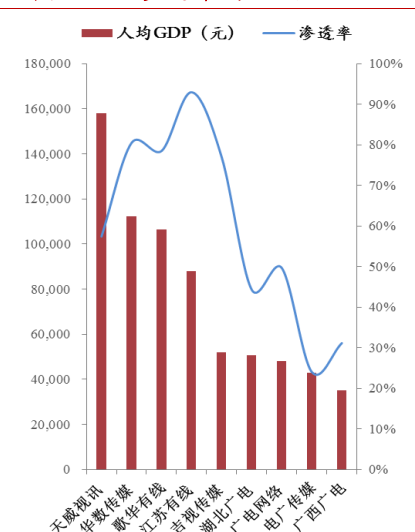
图表 11：上市广电公司所处地区及全国广电用户信息汇总

公司	地区	用户数 (万户)	高清用户 (万户)	交互用户 (万户)	宽带用户 (万户)	总人口 (万人)	渗透率
江苏有线	江苏	2,472.65	311.91	402.19	-	7,976.30	93.00%
华数传媒	杭州	242.00	-	-	60.00	901.80	80.51%
歌华有线	北京	568.00	460.00	460.00	41.50	2,170.50	78.51%
吉视传媒	吉林	706.50	-	-	-	2,753.30	76.98%
天威视讯	深圳	217.72	-	89.56	28.67	1,137.89	57.40%
广电网络	陕西	628.00	152.70	126.50	75.00	3,792.87	49.67%
湖北广电	湖北	864.51	-	148.86	53.62	5,851.50	44.32%
广西广电	广西	497.64	99.80	34.20	101.75	4,796.00	31.13%
电广传媒	湖南	543.38	147.06	-	91.83	6,783.00	24.03%
全国		25,200	6,617.8	-	2,000.00	137,462	55.00%

附注：渗透率计算方法中，默认各省每一户平均人口为 3 人，实际可能有些许偏差，其中华数传媒用户数为 2012 年数据。

来源：Wind，国网公司，中泰证券研究所

图表 12：渗透率与人均 GDP



来源：Wind，中泰证券研究所

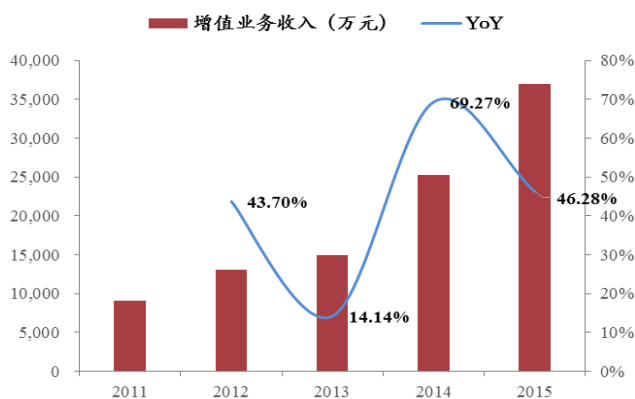
积极转型：大力发展增值服务和专网业务

- 传统业务以外，广西广电还提供基于广播电视网络的增值服务（主要包括付费频道、高清双向互动、互联网宽带接入等业务）以及专网业务。

高清及互动客户占比提高，为增值服务打开空间

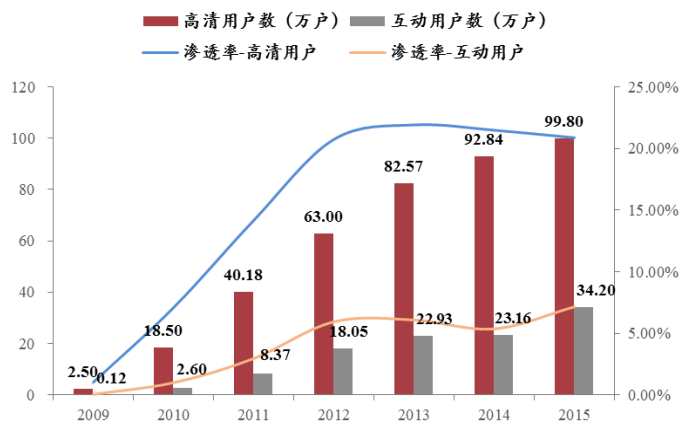
- 公司客户数字化改造基本完成，目前高清机互动客户增长正在进入快轨道，有望为未来提供增值服务打开空间。广西广电自 2009 年开始进行高清和互动用户布局，2015 年底全广西高清用户数 99.8 万，互动用户数 34.2 万，渗透率分别达到了 20.87%和 7.15%。与此同时，由于公司主要增值业务来自于宽带用户和高清付费用户，因此伴随高清互动用户渗透率的提高，其增值业务增长也进入快轨道，2011 年至今复合增长率在 40%以上。我们认为，伴随广西全省高清付费用户的规模逐步增大，其增值业务收入还将保持较快增长。

图表 13：公司增值业务收入及增长情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 14：广西广电高清、互动用户数量及渗透率



来源：招股说明书，中泰证券研究所

- 公司数字电视增值业务主要包括，括付费频道、高清双向互动、互联网宽带接入等业务。付费频道集合数字电视和专业频道的优点，以精准独特的视角、特色鲜明的内容、无广告干扰的服务满足用户的个性视听需求。目前，公司提供影视类、体育类、探索类、生活类、教育类等 46 套标清付费频道、17 套高清付费频道的收视服务。双向互动业务平台是一个采用先进技术、通用标准与协议构造的开放性高、集约性强、易灵活扩展、集中分布式的多业务综合运营平台。公司一直不断丰富高清互动平台的内容，自启动 HiTV 高清互动电视业务以来，陆续推出港剧专区、电视阅览室、八桂讲坛、电视彩票、亲子乐园、iHD 高清速递、多媒体信息业务及电视营业厅等新栏目。2011 年 12 月，三网融合第二批试点名单确定，包括南宁在内的 42 个城市（地区）入围，借助三网融合契机，互联网宽带接入业务成为公司重点发展的业务。

图表 15: 广西广电 HiTV 高清互动电视



来源：招股说明书，中泰证券研究所

图表 16: 广西广电三屏互动业务

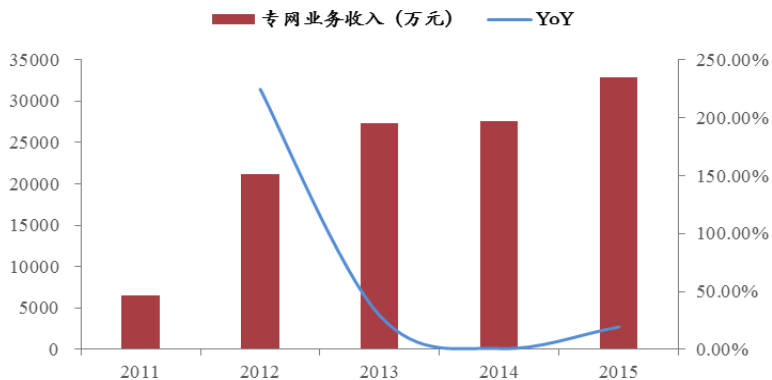


来源：招股说明书，中泰证券研究所

数据专网业务：依托全省线路布局，收入稳步增长

- 依托公司在广西全省的有线网络布局，广西广电为企业和政府机关等客户提供数据专网服务，主要包括电路出租业务、高清视频会议系统和视频监控业务。
 - **电路出租业务：**随着信息化的深入，金融系统、国家机关及企事业单位需实现各地内部网络的互联，为了顺应客户需求，公司依托遍布全广西的先进骨干光网络及地域接入网，推出大容量 SDH/MSTP 电路出租业务；VPN 电路是对传统 SDH 数字电路出租业务的仿真，使用 IP 网络模拟 SDH 数字电路，提供非对称、低成本的 VPN 电路业务。
 - **高清视频会议系统：**高清视频会议系统是一项充分利用广西数字电视平台资源、结合 IP 数据网推出的可同时传送语音、图像、图文信息的全新多媒体服务，可应用于远程教学、远程医疗、产品展示、新闻发布、异地会商、远程监控、远程调度、应急通信等领域。
 - **视频监控业务：**用户利用广电网络的光纤资源在覆盖范围、传输安全性方面的优势，实现小区安防视频监控、智能家居视频监控、城市治安视频监控、金融系统安全监控等视频监控业务。

图表 17: 广西广电专网业务收入



来源: Wind, 中泰证券研究所

盈利预测

盈利预测假设及结果

- 根据公司现有业务分类方式, 我们将公司主营业务进行以下分类: 收视维护费收入、节目传输、安装业务收入、增值业务收入、广播电视器材销售收入、专网业务收入和其他收入。结合公司情况, 我们给出以下核心假设:
 - **假设一:** 传统业务方面, 伴随广西省内数字化改造基本完成, 增长将趋缓, 未来主要的增长点来自总用户渗透率的提高, 以及 ARPU 值的提高 (目前收视维护费 ARPU 为 203 元, 远低于 312 的理论上限); 转型业务方面, 增值业务有望保持快速增长, 专网业务伴随体量扩大未来增长将趋缓。

图表 18: 广西广电盈利预测核心假设

		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	核心假设: 用户数及 ARPU 小幅增长, ARPU 理论上限制为 312 元
收视维护费收入	用户数 (万户)	478	490	495	500	
	每个用户平均付费 (元)	203	205	210	215	
	合计 (万元)	97034.00	100450.00	103950.00	107500.00	
节目传输	落地费	360 万/台	台数	30	总落地费 (万元)	10800.00
	省内转播费	广西卫视	1500.00	约 5000 万差额部分暂时无法解释但是根据历史数据, 其增长基本与维护费保持一致		
		市级电视台	366.20			
总计		12666.20				
安装业务收入	安装业务主要是对新接入用户的安装费用, 这部分预计随着数字化改装完毕以及宽带用户的增长, 收入将趋于稳定不再大幅增长					
增值业务收入		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	核心假设: 每年宽带用户保持 30 万增长
	宽带用户数 (万户)	101.75	131.75	161.75	191.75	
	每个用户平均付费 (元)	363.6	365	368	370	
	合计 (万元)	36996.30	48088.75	59524.00	70947.50	
广播电视器材销售收入		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	核心假设: 保持平稳

	收入 (万元)	46,147.38	50,000.00	54,000.00	58,000.00	增长
专网业务收入		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	核心假设: 由于规模的扩大, 未来增速逐渐放缓
	收入 (万元)	32,898.78	37,000.00	39,000.00	41,000.00	
其他		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	核心假设: 与 2015 年持平
	收入 (万元)	3,539.85	3,600.00	3,650.00	3,700.00	

来源: 中泰证券研究所

- **假设二:** 广西广电资本支出保持平稳增长, 毛利率保持稳定, 三费率小幅下降。

图表 19: 公司分项目收入预测 (万元)

项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收视维护费收入								
销售收入	78,232.96	83,908.37	88,435.56	91,778.01	98,447.30	100,450.00	103,950.00	107,500.00
增长率 (YOY)	-	7.25%	5.40%	3.78%	7.27%	2.03%	3.48%	3.42%
节目传输								
销售收入	10,887.03	12,596.92	13,181.83	15,964.21	17,549.55	18,500.00	19,500.00	20,500.00
增长率 (YOY)	-	15.71%	4.64%	21.11%	9.93%	5.42%	5.41%	5.13%
安装业务								
销售收入	7,415.54	7,644.57	8,179.60	7,409.32	8,819.20	9,312.00	9,344.00	9,376.00
增长率 (YOY)	-	3.09%	7.00%	-9.42%	19.03%	5.59%	0.34%	0.34%
增值业务收入								
销售收入	9,099.13	13,075.62	14,925.16	25,263.15	36,955.96	48,088.75	59,524.00	70,947.50
增长率 (YOY)	-	43.70%	14.14%	69.27%	46.28%	30.12%	23.78%	19.19%
广播电视器材销售收入								
销售收入	12,163.65	19,981.14	25,036.65	30,097.04	46,147.38	50,000.00	54,000.00	58,000.00
增长率 (YOY)	-	64.27%	25.30%	20.21%	53.33%	8.35%	8.00%	7.41%
专网收入								
销售收入	6,525.30	21,174.89	27,326.43	27,546.71	32,898.78	37,000.00	39,000.00	41,000.00
增长率 (YOY)	-	224.50%	29.05%	0.81%	19.43%	12.47%	5.41%	5.13%
其他								
销售收入	4,133.58	5,606.32	4,640.33	3,895.50	3,539.85	3,600.00	3,650.00	3,700.00
增长率 (YOY)	-	35.63%	-17.23%	-16.05%	-9.13%	1.70%	1.39%	1.37%
销售收入小计	128457.19	163987.83	181725.56	201953.94	244358.02	266950.75	288968.00	311023.50
销售成本小计	88,763.29	102,229.87	113,149.23	129,743.17	164,637.51	182,982.61	197,868.21	212,353.64
毛利	39693.90	61757.96	68576.33	72210.77	79720.51	83968.14	91099.79	98669.86
平均毛利率	30.90%	37.66%	37.74%	35.76%	32.62%	31.45%	31.53%	31.72%

来源: 中泰证券研究所

图表 20：公司盈利预测（万元）

项目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	181,726	201,954	244,358	266,951	288,968	311,024
YoY	10.82%	11.1%	21.0%	9.2%	8.2%	7.6%
营业成本	-113,149	-129,743	-164,638	-182,983	-197,868	-212,354
营业税金及附加	-4,360	-1,586	-671	-534	-578	-622
营业费用	-10,763	-13,439	-16,776	-18,687	-20,228	-21,772
管理费用	-20,272	-22,371	-24,306	-26,161	-28,319	-30,169
财务费用	-3,664	-2,790	-3,150	-2,769	-1,487	-1,235
资产减值损失	-20	-1,111	-412	-839	-547	-593
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-31	87	456	600	900	1,200
营业利润	29,465	31,001	34,861	35,579	40,842	45,480
营业外收支	4,451	4,965	3,128	3,500	3,500	3,500
税前利润	33,916	35,967	37,989	39,079	44,342	48,980
所得税	-18	-33	10	-39	-44	-49
净利润	33,898	35,933	37,999	39,039	44,297	48,931
少数股东损益	-26	-15	-40	0	0	0
归属于母公司的净利润	33,924	35,948	38,039	39,039	44,297	48,931
净利率	18.7%	17.8%	15.6%	14.6%	15.3%	15.7%

来源：Wind，中泰证券研究所

- 我们预测公司 2016-2018 年实现营业收入 26.69、28.89、31.10 亿元，同比增长 9.2%、8.2%、7.6%；实现归属于母公司净利润 3.90、4.43、4.89 亿元，同比增长 2.63%、13.47%、10.46%，我们预计公司 2016-2018 年实现摊薄后 EPS 分别为 0.23、0.27、0.29 元。

风险提示

用户渗透率不及预期的风险

- 若广西省内广电用户渗透率增长较为缓慢，或者高清和互动用户渗透率增长不及预期，会对其传统业务和增值业务带来较大负面影响。

三网融合不及预期风险

- 公司目前正积极对新区网络按下一代广播电视网(NGB)标准实施建设、对现有网络的优化完善和数字化双向化改造以及对现有全媒体综合信息服务平台的扩容升级，若三网融合速度不及预期或公司不能正确把握用户需求，则会对公司业务造成较大冲击。

互联网对传统有线业务替代风险

- 目前伴随互联网和移动互联网的普及，可能会对公司的有线电视业务造成较大冲击。

图表 21: 财务报表及预测

损益表 (人民币万元)							资产负债表 (人民币万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	181,726	201,954	244,358	266,951	288,968	311,024	货币资金	33,020	33,850	43,677	140,204	110,594	97,093
增长率	10.82%	11.1%	21.0%	9.2%	8.2%	7.6%	应收款项	8,169	14,172	17,144	19,016	20,584	22,155
营业成本	-113,149	-129,743	-164,638	-182,983	-197,868	-212,354	存货	25,249	28,906	35,071	37,599	40,116	42,471
% 销售收入	62.3%	64.2%	67.4%	68.5%	68.5%	68.3%	其他流动资产	63,761	76,161	35,666	36,058	37,100	38,114
毛利	68,576	72,211	79,721	83,968	91,100	98,670	流动资产	130,199	153,089	131,559	232,877	208,394	199,833
% 销售收入	37.7%	35.8%	32.6%	31.5%	31.5%	31.7%	% 总资产	29.9%	31.0%	24.9%	33.3%	28.1%	24.7%
营业税金及附加	-4,360	-1,586	-671	-534	-578	-622	长期投资	13,947	18,452	25,196	25,196	25,196	25,196
% 销售收入	2.4%	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	265,956	283,297	318,046	379,096	434,880	499,128
营业费用	-10,763	-13,439	-16,776	-18,687	-20,228	-21,772	% 总资产	61.1%	57.3%	60.2%	54.2%	58.7%	61.8%
% 销售收入	5.9%	6.7%	6.9%	7.0%	7.0%	7.0%	无形资产	25,286	39,441	53,130	61,720	72,776	83,821
管理费用	-20,272	-22,371	-24,306	-26,161	-28,319	-30,169	非流动资产	305,209	341,190	396,373	466,013	532,853	608,146
% 销售收入	11.2%	11.1%	9.9%	9.8%	9.8%	9.7%	% 总资产	70.1%	69.0%	75.1%	66.7%	71.9%	75.3%
息税前利润 (EBIT)	33,181	34,815	37,967	38,587	41,975	46,107	资产总计	435,408	494,280	527,932	698,890	741,246	807,978
% 销售收入	18.3%	17.2%	15.5%	14.5%	14.5%	14.8%	短期借款	22,884	35,182	69,074	49,074	29,074	29,074
财务费用	-3,664	-2,790	-3,150	-2,769	-1,487	-1,235	应付款项	121,999	163,132	186,677	198,968	215,272	231,364
% 销售收入	2.0%	1.4%	1.3%	1.0%	0.5%	0.4%	其他流动负债	11,510	15,528	19,649	21,792	23,548	25,258
资产减值损失	-20	-1,111	-412	-839	-547	-593	流动负债	156,393	213,842	275,399	269,835	267,894	285,696
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	33,400	18,400	29,690	29,690	29,690	29,690
投资收益	-31	87	456	600	900	1,200	其他长期负债	20,906	20,596	22,060	22,060	22,060	22,060
% 税前利润	—	0.2%	1.2%	1.5%	2.0%	2.4%	负债	210,699	252,838	327,149	321,585	319,644	337,446
营业利润	29,465	31,001	34,861	35,579	40,842	45,480	普通股股东权益	224,577	241,330	200,711	377,233	421,530	470,461
% 营业收入	16.2%	15.4%	14.3%	13.3%	14.1%	14.6%	少数股东权益	133	112	72	72	72	72
营业外收支	4,451	4,965	3,128	3,500	3,500	3,500	负债股东权益合计	435,408	494,280	527,932	698,890	741,246	807,978
税前利润	33,916	35,967	37,989	39,079	44,342	48,980	比率分析						
利润率	18.7%	17.8%	15.5%	14.6%	15.3%	15.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-18	-33	10	-39	-44	-49	每股指标						
所得税率	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	每股收益(元)	0.247	0.262	0.277	0.234	0.265	0.293
净利润	33,898	35,933	37,999	39,039	44,297	48,931	每股净资产(元)	1.638	1.760	1.464	2.257	2.523	2.815
少数股东损益	-26	-15	-40	0	0	0	每股经营现金净流(元)	0.580	0.652	0.624	0.464	0.534	0.584
归属于母公司的净利润	33,924	35,948	38,039	39,039	44,297	48,931	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	18.7%	17.8%	15.6%	14.6%	15.3%	15.7%	回报率						
							净资产收益率	15.11%	14.90%	18.95%	10.35%	10.51%	10.40%
							总资产收益率	7.79%	7.27%	7.21%	5.59%	5.98%	6.06%
							投入资本收益率	14.17%	14.33%	16.46%	13.26%	12.17%	11.32%
							增长率						
							营业总收入增长率	10.82%	11.13%	21.00%	9.25%	8.25%	7.63%
							EBIT增长率	15.41%	4.92%	9.05%	1.63%	8.78%	9.84%
							净利润增长率	0.97%	5.96%	5.82%	2.63%	13.47%	10.46%
							总资产增长率	6.52%	13.52%	6.81%	32.38%	6.06%	9.00%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	11.0	14.4	18.1	20.0	20.0	20.0
							存货周转天数	79.3	76.2	70.9	75.0	74.0	73.0
							应付账款周转天数	160.0	176.0	165.9	165.0	165.0	165.0
							固定资产周转天数	467.8	451.9	404.9	422.9	451.2	476.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	10.35%	8.17%	27.44%	-16.28%	-12.29%	-8.15%
							EBIT利息保障倍数	9.1	12.5	12.1	13.9	28.2	37.3
							资产负债率	48.39%	51.15%	61.97%	46.01%	43.12%	41.76%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。