

贵广网络 (600996)

推荐

行业：文化传媒

增值业务提升盈利能力，大数据打开成长空间

贵广网络是西南地区的有线广电运营商，近年业绩增长稳健，未来增值业务的深化以及大数据业务的拓展将是实现成长的主要路径。公司作为贵州省内稀缺的文化领域的上市平台，存在国企改革预期。

投资要点：

- ◇ **向农村渗透，是未来驱动用户规模增长的主要途径。**当前贵广网络用户规模 488 万，渗透率为 42.8%，其中农村网络用户仅 132.24 万户，占比 27.1%，仍有较大的拓展空间。一方面，随着城镇化水平的提升（贵州省当前城镇化率约为 42.01%），贵州省有线电视用户渗透率有望进一步提升；此外根据《贵州省广播电视网络建设发展规划》，贵州省将加快广大农村地区有线电视网络建设，大力推进网络的数字化和双向化改造等工作，将为公司进一步向农村市场渗透提供有利的条件。
- ◇ **双向网改造基本完成，发展增值业务进一步提升 ARPU 值。**公司目前双向网改造基本完成+消费能力较强的城镇用户占比较高，为开展增值业务奠定了坚实的基础。IPO 募投项目（广电新媒体全业务系统建设、网络媒体融合内容建设等）有助于进一步丰富内容和服务质量，提升 ARPU 值，带动盈利能力的提升。
- ◇ **享受贵州大数据产业红利，B 端+G 端拓展将成公司重要增长引擎。**贵州省将大数据列为指导省内发展的“两大战略”之一，公司作为贵州省唯一的广电运营商，充分享受政策红利。公司 2014 年开始已经将“无线城市”、“食品安全云”、“智能交通云”等大数据业务列入发展规划，目前公司已成立市场营销团队，将 B 端和 G 端客户的拓展作为重点。开拓空间广阔的大数据业务，有助于广电企业打开成长瓶颈。
- ◇ **改革释放活力，集团拥有大量优质传媒资产。**上市前公司就推行“国有多元”股权模式，通过改革持续释放活力。贵广集团旗下拥有诸多与上市公司存在协同作用的资产，如广告、院线、影视制作、电视购物等。贵广网络作为贵州省内唯一的国有文化传媒上市平台，存在传媒类资产的内部整合和外延并购可能性。
- ◇ **给予推荐评级。**预计 16-18 年净利润为 4.44/5.20/5.88 亿，当前股价对应的 PE 为 42.89 /36.66/32.39 倍。
- ◇ **风险提示：**增值业务发展不及预期风险，新媒体加剧竞争的风险。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2103	2309	2571	2812
收入同比(%)	20%	10%	11%	9%
归属母公司净利润	415	444	520	588
净利润同比(%)	18%	7%	17%	13%
毛利率(%)	43.7%	42.9%	43.5%	43.2%
ROE(%)	24.8%	11.3%	11.7%	11.7%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：张镞

S0960511020006
0755-82026705
zhanglei@china-invs.cn

参与人：林起贤

S0960115080016
0755-82026823
linqixian@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 20.09

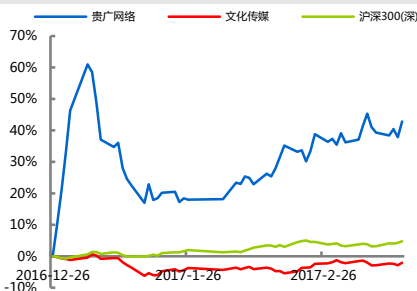
当前股价： 18.24

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	1,043
流通股本(百万股)	210
总市值(亿元)	190
流通市值(亿元)	38
成交量(百万股)	47.35
成交额(百万元)	885.31

股价表现



相关报告

每股收益(元)	0.40	0.43	0.50	0.56
P/E	45.85	42.89	36.66	32.39
P/B	11.37	4.85	4.28	3.78
EV/EBITDA	46	28	24	20

资料来源：中国中投证券研究总部

目 录

一、 业绩稳健的西南有线广电网络运营商	4
1. 股东结构：贵州广播电视台为实际控制人.....	4
2. 财务数据：盈利能力逐步提升，基本收视业务占比下降.....	4
3. 增值业务及大数据是公司未来战略重点.....	7
二、 用户规模仍有拓展空间，增值业务+大数据成主要增长点	7
1. 向农村渗透，是未来驱动用户规模增长的主要途径.....	7
2. 增值业务：双向网改造完成，提升 ARPU 值有助于提升盈利能力.....	8
3. 数据业务：享受贵州大数据产业红利，B 端+G 端将成公司重要增长引擎.....	10
三、 募投项目有利于继续深耕主业	11
四、 改革释放活力，集团拥有大量优质传媒资产	12
五、 盈利预测	13
六、 风险提示	13

图目录

图 1 贵广网络股东结构.....	4
图 2 贵广网络营业收入及归母净利润变化.....	5
图 3 贵广网络盈利能力变化.....	5
图 4 贵广网络营业成本构成（百万元）.....	5
图 5 贵广网络业务收入结构.....	6
图 6 贵广网络各业务收入同比变化.....	6
图 7 贵广网络基本收视用户规模.....	7
图 8 贵广网络增值业务的收入构成（万元）.....	8
图 9 贵广网络高清用户规模及占比.....	8
图 10 贵广网络 ARPU 值.....	8
图 11 贵广网络数据业务收入构成（万元）.....	10

表目录

表 1 贵广网络主营业务.....	5
表 2 募投项目.....	11
表 3 大股东贵广集团参股重点公司.....	12

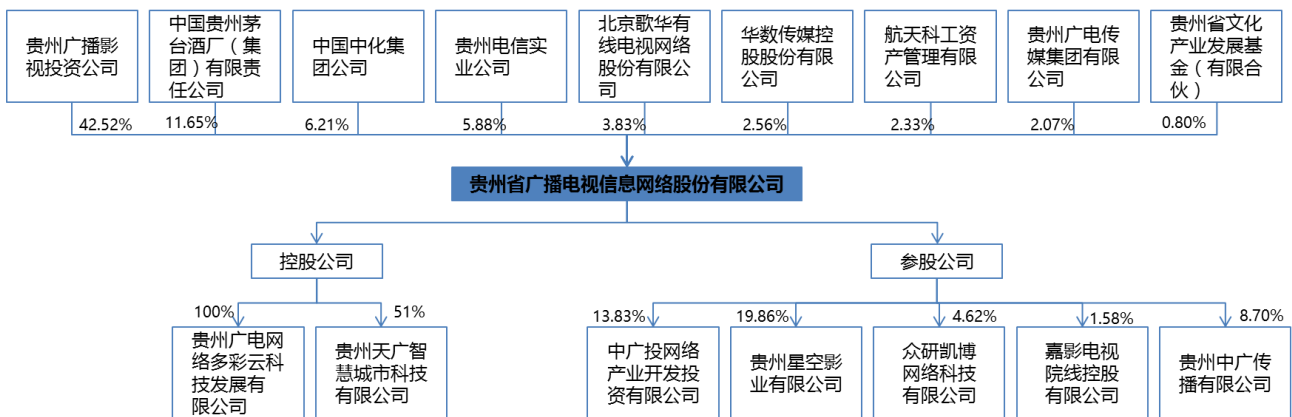
一、业绩稳健的西南有线广电网络运营商

1. 股东结构：贵州广播电视台为实际控制人

贵广网络是贵州省唯一的有线广电网络运营商，2016年12月26日贵广网络于上交所挂牌交易。

公司实际控制人为贵州广播电视台。贵州广播电视台持有贵广集团100%股权，贵广集团持有贵广投资100%股权；贵广投资持上市公司54.76%的股份，贵广集团持有上市公司2.67%股份。截止到2016年上半年，贵广网络拥有贵广网络多彩云科技发展有限公司和贵州天广智慧城市科技有限公司两家控股子公司并下设85家分公司。

图 1 贵广网络股东结构



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2. 财务数据：盈利能力逐步提升，基本收视业务占比下降

得益于贵州省内资产整合以及贵广网络业务快速拓展，12-15年贵广网络体现了良好的成长性，营收与净利润复合增速分别为22.1%，95.0%，根据公司业绩快报，2016年实现营业收入为22.1-23.1亿元，同比增加5%-10%；归属于母公司普通股股东的扣除非经营性损益前后孰低的净利润约为4.2-4.45亿元，同比增长5%-10%之间。

公司近年盈利能力逐步提升。公司的毛利率从12年的37.7%上升到16H1的47.5%，盈利能力提升的原因：(1)公司营业成本主要由折旧摊销成本、人工成本及网络运行维护成本等构成，占比在80%以上(公司各项业务基于统一的广电网络开展，营业成本难以与具体业务直接对应，在成本归集时难以按业务进行核算，故按照性质归集成本，符合有线广播电视传输行业惯例)，主要受资产规模、员工数量和工资水平影响，具有较强的刚性，因此随着收入规模扩大，毛利率提高(营业成本结构见图4)。(2)公司基本完成县级以上城市网络的双向化改造后，向用户提供高清互动节目的能力大幅提高，高清用户数量由2013年末的61.28万户上升到2015年末的134.18万户，而高清用户的ARPU值更高，高清用户占比的提升有利于毛利的提升。

图 2 贵广网络营业收入及归母净利润变化

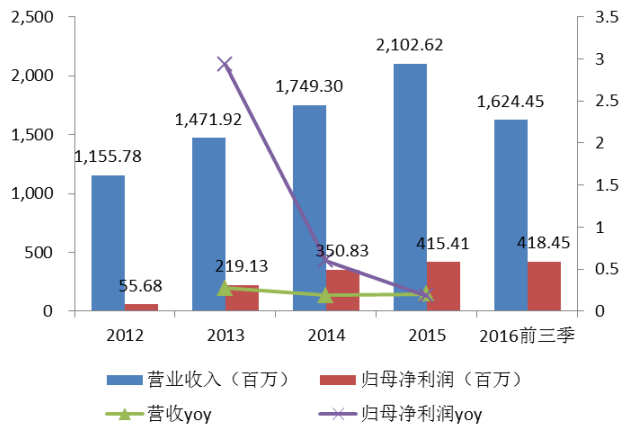
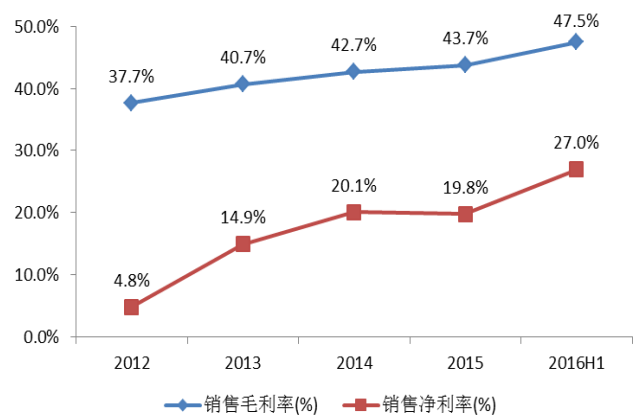


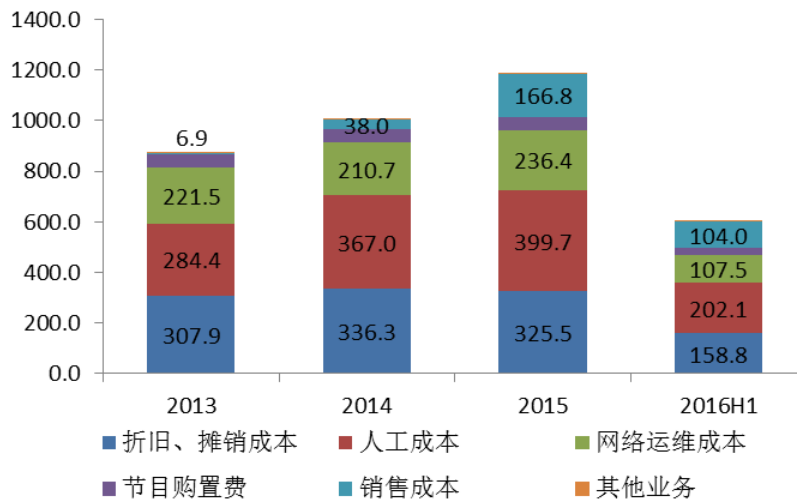
图 3 贵广网络盈利能力变化



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 贵广网络营业成本构成 (百万元)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

从业务结构来看，公司主营业务包括广播电视基本收视业务、增值业务、有线电视相关工程及安装业务、节目传输业务、数据业务、销售业务。基本收视业务作为公司最基础的业务，2012-2015 年占比均高于 50%，但随着公司增值业务，数据业务以及销售业务等的拓展，基本收视业务占比逐年下降。标清付费、高清付费、互动点播等增值业务和数据业务的出现，丰富了广电网络运营商的服务内容，正成为行业利润的重要增长点。

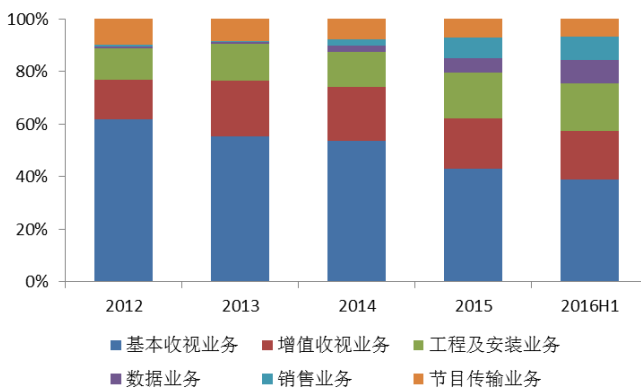
表 1 贵广网络主营业务

业务类型	业务介绍	盈利模式	收入确认
基本收视业务	该业务是向全省数字电视用户提供基本广播电视节目收取的基本收视维护费；另外，向全省村村通、户户通直播卫星电视用户收取的长效维护服务费	公司向用户提供基本广播电视节目内容传输服务，收取基本收视维护费	在收视服务已经提供时确认收入

增值收视业务	增值收视业务主要包括付费频道(标清付费频道、高清付费频道)、互动点播等。	有线数字电视用户在缴纳有线数字电视基本收视维护费的基础上,自愿付费收看的付费频道、互动点播(VOD)等。	在收视服务已经提供时确认收入。
工程及安装业务	公司在全省范围内规划建设广电网络干线网、用户分配网,为用户提供工程施工服务和安装服务。此外,公司承接村村通、户户通直播卫星电视用户接收设施的安装工作。	公司在开展有线电视网络建设时,向房地产开发商等业主收取管道建设、外线接入敷设、超长线路敷设费等;公司按照物价主管部门核定的收费标准向新装用户收取安装工料费。	工程项目竣工验收时确认收入。
节目传输业务	该业务主要包括省外频道落地传输服务和省内频道传输服务。	各地广播电视台向本公司支付节目传输费,以使用本公司有线电视网络向贵州省内用户传输特定有线电视节目信号。	根据合同约定在传输服务期内按服务归属期分摊确认收入。
数据业务	数据业务由数据专网业务和宽带接入业务组成。数据专网业务是指为政府和企事业单位提供高清监控、视频会议等的信息化专用接入服务。宽带接入业务是指向企事业单位或个人用户提供宽带接入服务。	公司向机关及企事业单位提供高清监控、视频会议、集团局域网等网络互联和数据传输服务,收取信息传输服务费	根据合同约定在传输服务期内按服务归属期分摊确认收入。
销售业务	公司销售的产品主要包括标清机顶盒、高清互动机顶盒、三网融合智能机顶盒和数字电视机等。用户主终端由公司免费配置,副终端机顶盒由用户自行购买	公司主要向用户销售标清机顶盒、高清互动机顶盒、三网融合智能机顶盒和数字电视机等获取差价。	在已将商品所有权上的主要风险和报酬转移给买方时确认收入。

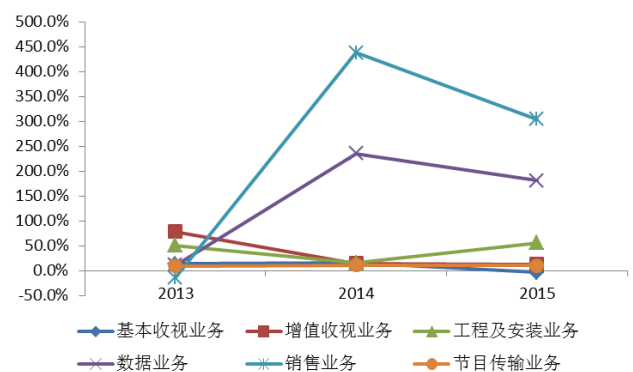
资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

图 5 贵广网络业务收入结构



资料来源:WIND、中国中投证券研究总部

图 6 贵广网络各业务收入同比变化



资料来源:WIND、中国中投证券研究总部

3. 增值业务及大数据是公司未来战略重点

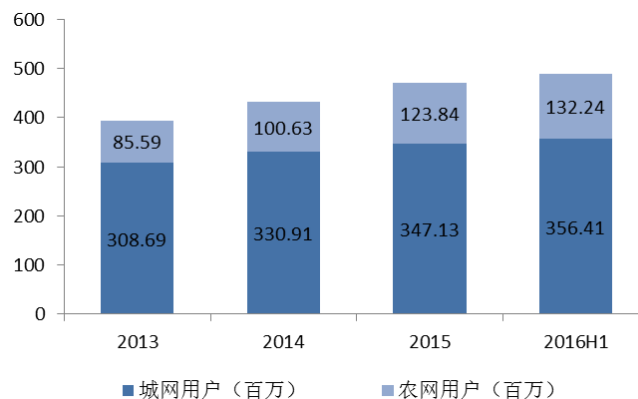
公司按照“统筹城乡广电网络同步发展；统筹广电事业、产业协调发展；统筹广电内容、渠道融合发展；统筹多种广电覆盖技术的综合利用；统筹广电网络企业内部搞活和对外开放经营”的原则，依托公司拥有的贵州省内全省统一、全程全网的广电网络，以及自身在贵州省内文化宣传领域的综合优势，通过对广电网络持续扩容、改造、优化、升级，**一方面大力发展高清互动、宽带接入、数据专网、电视教育、电视政务、多屏互动等增值业务**，不断丰富节目内容并提升服务质量，促进用户规模和 ARPU 值提升；**另一方面借助贵州省发展大数据的契机，努力创新技术、创新业务、创新管理，扩大服务范围，创新服务模式，积极开拓无线城市、数字园区、智慧社区等综合信息服务新业态**，促使公司收入和利润持续稳步增长。

二、 用户规模仍有拓展空间，增值业务+大数据成主要增长点

1. 向农村渗透，是未来驱动用户规模增长的主要途径

从总量上看，2015 年贵州省常住人口 3529.5 万人，若以 3.1 人/户计算，贵州省内约有 1139 万户家庭，截至 2016 年 6 月末，当前贵广网络旗下 488 万用户规模，渗透率为 42.8%，其中城镇家庭用户 356.41 万户，约占省内城镇家庭总户数的近 74.52%，未来开拓空间相对有限。但是农村网络用户仅 132.24 万户，占比 27.1%，仍有较大的拓展空间。**一方面**，随着城镇化水平的提升，渗透率有望进一步提升。贵州省当前城镇化率约为 42.01%，远低于全国平均城镇化 56.1%的水平，随着城镇化水平的提高，贵州省有线电视用户将随之增加。**另一方面**，农村有线电视网络建设的推进有助于农村市场的进一步扩张。根据《贵州省广播电视网络建设发展规划》，贵州省将加快广大农村地区有线电视网络建设，大力推进网络的数字化和双向化改造等工作。未来，随着贵州省有线电视网络布局的不断完善，特别是广电网络向农村地区的延伸，农村地区有线电视用户、付费电视用户等均有大规模增长的空间。

图 7 贵广网络基本收视用户规模

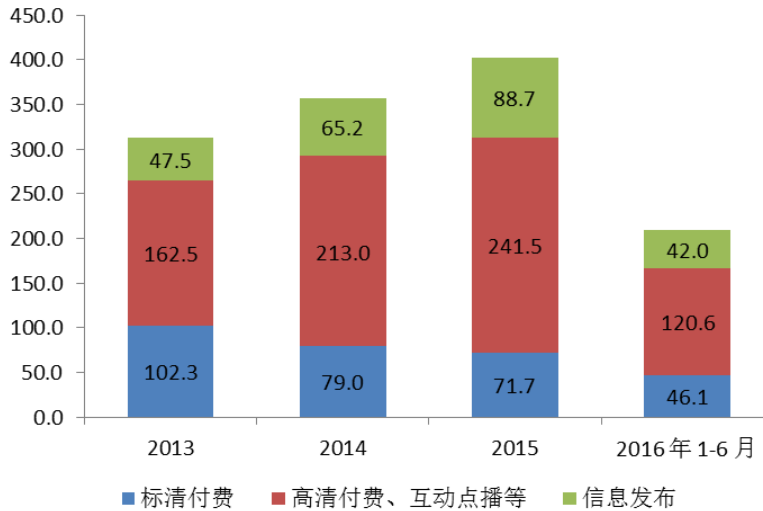


资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

2. 增值业务：双向网改造完成，提升 ARPU 值有助于提升盈利能力

增值业务包括标清付费，高清付费、互动点播以及信息发布业务，随着标清付费用户向 ARPU 值更高的高清付费、互动点播的转移，标清付费业务收入呈现下降趋势（16H1 标清付费业务同比上升，主要是因为公司 15 年下半年开始重点推广 ARPU 值更高的全业务套餐，导致标清业务订购数量及收入在 2016 年上半年均有较大幅度增长），而高清付费、互动点播，以及信息发布业务仍有较大的增长空间。

图 8 贵广网络增值业务的收入构成（万元）

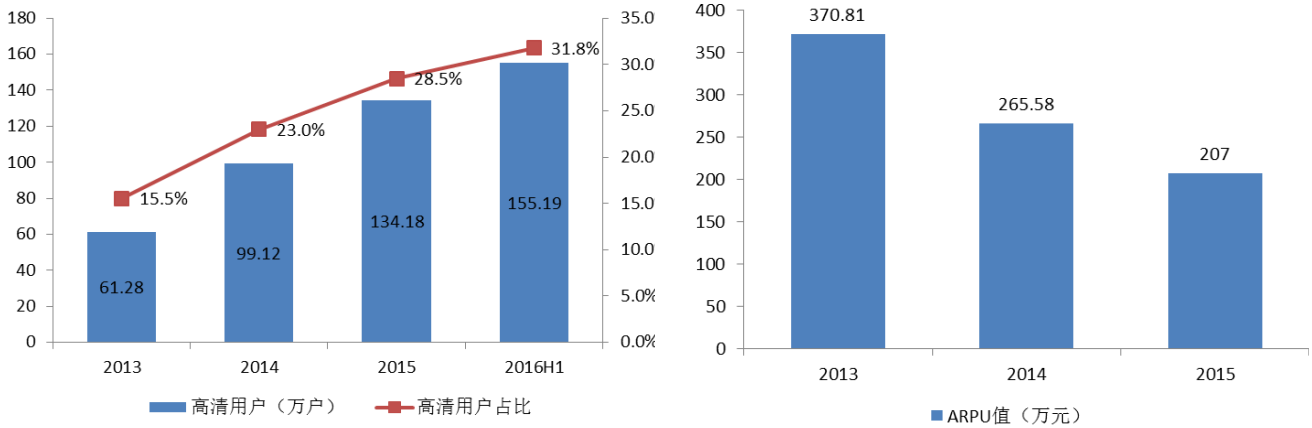


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

高清付费、互动点播业务今年增长较快，主要原因是：1) 在有线电视双向网络改造完成的基础上，公司加大广告投放力度以提高高清业务知名度；2) 随着居民人均可支配收入提高，用户逐渐从标清向高清、互动转移，高清用户规模不断扩大，高清用户规模近年增长较快，截止到 16H1，高清用户为 155.19 万，占比 31.8%。但是近年高清互动业务收入 ARPU 值呈下降趋势，从 13 年的 370.81 万下降到 15 年的 207 万，主要原因在于：1) 随着高清用户规模的扩大，高清互动业务推广的目标群体逐渐转向中低端客户；2) 公司为提高用户续费率对续约用户的收费标准有所降低。

图 9 贵广网络高清用户规模及占比

图 10 贵广网络 ARPU 值



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

信息发布业务仍有较大的增长空间。在网络建设、终端设备不断升级、用户规模持续扩大的背景下，为深挖现有资源的商业价值，公司向客户提供信息发布服务。信息发布业务则是依托于有线数字电视平台开展，主要包括基于数字电视电子菜单 EPG 信息发布及基于互动点播系统的交互式发布；以电视界面的飞字或开机画面、音量条、换台条广告的形式向电视用户推送信息，信息发布业务有助于进一步挖掘现有用户规模的商业价值。

未来公司将继续挖掘增值业务的潜力。(1) 进一步丰富内容，以满足用户多元化需求。公司将不断深化在影视、体育、生活、教育、金融服务、视频服务等方面服务栏目的开发；同时，在不断健全节目资源评选机制的基础上，加大从外部采购优质节目和视频内容的力度，满足更多用户个性化需求。**(2) 公司将通过业态创新，深挖增值业务拓展潜力。**目前，公司已立项合作开发“父母乐”产品（面向广电的传统用户群体，其中以老年用户为主要目标人群）、“魔方”产品（面向新兴电子产品有兴趣且有接受能力的年轻用户）及配套智能入口软件。如今，“父母乐”具有操作简便的特点，目前已经全面推向市场。“魔方”则整合了家庭的 ADSL Modem、无线路由器、机顶盒等设备的功能，把电视变成接入应用，通过“魔方”提供统一的 IP 化服务。“魔方”是家庭三网融合入户的统一终端入口，公司可向用户综合提供广电传统业务、新媒体融合业务、宽带互联网服务、IP 语音/视频通信服务等。

总体而言，目前公司的增值业务用户规模和收入规模均较小，未来增值业务用户规模仍有较大提升空间，增值业务的增长有助于公司整体 ARPU 值的提高。贵广网络具备进一步拓展增值业务的基础条件：(1) 城镇用户占比较高，公司城网用户共计 356.41 万户，占公司总用户的 72.9%，在贵州省城镇家庭总户数中的比重达到 64.52%，城网用户消费能力较强，较大基数的城网用户规模为开展增值用户，提升盈利能力提供了基础条件。(2) 贵广网络现已经基本完成县级以上的有线网络双向改造，使广电网络运营商开展高附加值业务具备了技术条件。

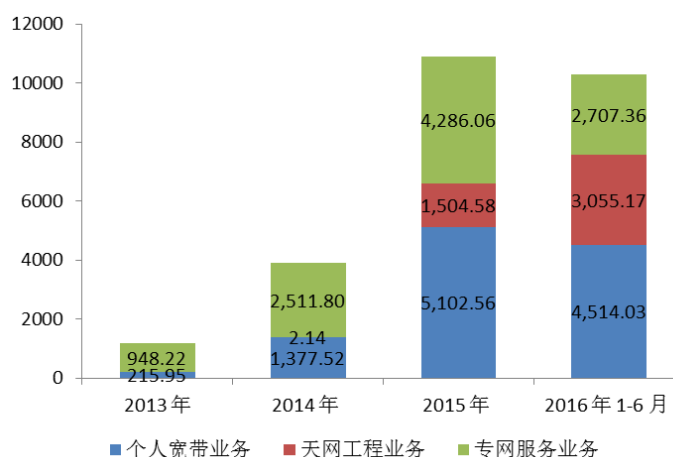
3. 数据业务：享受贵州大数据产业红利，B端+G端将成公司重要增长

引擎

数据业务增长较快的原因：自 2014 年，公司大力发展数据业务，今年增长较快，2016 年上半年数据业务已经实现收入 1.03 亿，系为北京中电兴发科技有限公司实施的“天网工程”项目提供的数据服务，带来收入 2093.01 万元。

数据业务除了个人宽带业务还包括天网工程以及专网服务业务。其中，天网工程业务：网工程是为城市报警和监控系统提供数据服务。截止到 16 年 6 月，贵广网络已经承接六盘水、铜仁、黔西南三个地区，以及大方、金沙、普定、平坝及施秉等五个县的天网业务。专网服务业务指为政府和企事业单位提供高清监控、视频会议、集团局域网等网络互联和数据传输等的信息化专用接入服务。目前专网业的主要客户包括贵州省审计厅、贵州银行及贵州中烟公司等政府部门和大型企事业单位。

图 11 贵广网络数据业务收入构成（万元）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

公司在大数据的发展上将充分享受贵州省区位优势与政策红利：2013 年 10 月，中国电信、中国移动、中国联通三大运营商分别与贵州省政府签约，三大通信运营商大数据中心落户贵州。2014 年以来，贵州省将大数据列为指导省内发展的“两大战略”之一。贵州省与贵阳市层面均先后出台了如《关于加快大数据产业发展应用若干政策的意见》、《贵州省大数据产业发展应用规划纲要》、《贵阳发展大数据产业行动计划》等文件，提出了在信息网络建设、大数据基础设施建设、人才团队培养和企业创新发展等方面的扶持政策。贵阳作为贵州省大数据产业发展的中心为公司提供产业资源红利。根据政府规划，贵阳市将力争在 2017 年建成全国首个全域公共免费 Wi-Fi 城；以数据产业集聚工程为抓手，建成全球首个块上集聚的大数据公共平台、全国首个大数据交易中心和全国政府数据开放示范区。至 2020 年，贵阳市将力争建成全球大数据交易中心、大数据产业集聚发展的中国数谷，成为全国生态文明与数据智慧融合发展的综合示范城市。政策的支持，将为公司大数据业务发展带来较广阔的发展空间。2015 年 2 月，工

请务必阅读正文之后的免责条款部分

信部批准创建贵阳贵安大数据产业发展集聚区，贵州成为首个国家级大数据发展集聚区。2015年4月，贵阳大数据交易所正式挂牌运营并完成首批大数据交易。

2014年以来，公司将“无线城市”、“食品安全云”、“智能交通云”等大数据业务列入发展规划，未来将持续打造覆盖电子政务、电子商务、智能交通、食品安全、智慧旅游、智慧社区、健康产业等领域的云平台应用项目，以提升公司在大数据业务方面的竞争力。为了发展大数据业务，公司近期进行了如下布局：

(1) 17年2月，公司公告出资1530万元与黔通智联（贵州高速公路集团有限公司旗下的全资子公司，是贵州省“智能交通云”大数据运营工作的平台公司）成立合资公司，以进入到智能交通、物联网领域中。

(2) 成立专门的B端、G端业务拓展团队，并利用上市企业和国有企业双重身份带来的信誉优势，对接本地资源展开如智慧旅游、智慧校园、视频会议等B端、G端业务已经加速试点。公司数据业务的拓展有望与贵州省整体发展融合，享受经济发展红利，为公司贡献新业务增量。贵广网络的天网工程即将于2017年上半年推出的“云上贵州”政务民生APP，这是公司联合政府加快推动宽带乡村建设、大扶贫项目建设取得的成果。

三、募投项目有利于继续深耕主业

公司将利用募集资金构建全省广播电视网与互联网融合新业务，包括广播电视综合信息基础网络建设、广电新媒体全业务系统建设、网络媒体融合内容建设。三个项目均于2015年开始推进，目前已完成三分之一。

广播电视综合信息基础网络建设项目主要是提升原有双向网络与宽带网络的承载能力，对原有网络进行新建、扩容与升级，以满足未来带宽扩展和高清互动用户、宽带用户的数量增长。广电新媒体全业务系统建设建设项目是扩大全网高清节目播出能力，增加全网用户管理容量，增加频道管理能力。网络媒体融合内容建设项目是建立并扩充公司媒体融合业务所需的影音节目的版权库。

此次募集资金投资项目通过提升网络承载能力与用户基数，提升广播电视泛互联网化的业务应用能力，整体提高企业创新技术水平和服务技术水平，构建一个面向三网融合的多屏互动创新平台，推动有线电视网与互联网的深度融合，实现业务转型升级。

表 2 募投项目

项目名称	项目总投资 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	建设期	项目简介
广播电视综合信息基础网络建设项目	118536	180951.38	36个月	项目计划完成3,899个行政村延伸覆盖和68万城镇新增数字电视用户的覆盖工程、开展全省县级以上城市约900公里埋管管道的建设，为新增47.4万城镇和76.1万农村数字电视用户配置数字电视机顶盒和智能卡。项目建设完成后公司旗下有线网络硬件更加完善全面，业务覆盖范围和用户量都将得到较大提升。

广电新媒体全业务系统建设项目	146109		36个月	项目计划为公司旗下数字高清系统增加系统高清节目播出能力至 105 套，系统用户并发管理能力至 100 万户；通过增加核心存储设备至 400T；实现 19 万户的双向网络延伸覆盖；实现约 49 万户的光纤入户。项目建成后公司增值业务种类将更加丰富、增值服务运营能力更强，有利于提升公司用户 ARPU 值。
网络媒体融合内容建设项目	50000		36个月	项目拟使用资金 50,000 万元建设媒体融合内容库，拟购买媒体融合业务所需的电影 4,800 部、电视剧 12,000 集、教育、体育、动漫、综艺娱乐以及纪录片等内容 7,200 部/集的版权。项目建成有利于公司在“内容为王”的大屏用户争夺战中缩小与互联网视频商在版权领域的差距，提高自身产品吸引力，增强公司盈利性。
合计	314645	180951.38	-	-

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

四、 改革释放活力，集团拥有大量优质传媒资产

对市场化改革保持开放态度，有助于使业务发展持续释放活力。公司的成立本身是体制改革的产物。2007 年，贵州省委办公厅、贵州省人民政府办公厅印发《贵州省有线广播电视网络整合暨数字化工作领导小组关于〈贵州省整合全省广播电视网络推进信息化发展方案〉的通知》，要求整合贵州省广电网络。08 年 3 月，为了解决多家实体经营而导致的重复建设、经营效率低下等问题，由贵州有线广播电视信息网络中心、贵州电视台、遵义市广播电视信息网络中心、贵州卫星电视收视管理中心及安顺广播电视网络中心五家单位牵头设立贵广网络。09 年 6 月，通过资产重组，公司股东由 5 家增至 88 家，并建立省、市、县三级贯通的网络，2011 年 6 月，公司完成贵州省网络资产整合的主体部分。2013 年 5 月，公司大股东贵广投资引入茅台集团、中化集团、歌华有线、华数传媒、航天资管、文产基金五大股东，以“国有多元”的模式，既优化了公司的股东结构，推动，企业治理规范化，又引进了强有力的外部资源。这一改革实践获得中宣部、文化部、广电总局等部门肯定，被评选为“全国文化体制改革先进企业（单位）”。

集团旗下拥有大量优质传媒类资产，与公司业务存在产业协同效应。贵广集团旗下拥有诸多与上市公司存在协同作用的资产，如广告、院线、影视制作、电视购物等。贵广网络作为贵州省内唯一的国有文化传媒上市平台，存在传媒类资产的内部整合和外延并购可能性。

表 3 大股东贵广集团参股重点公司

参股公司/大股东参股公司	持股比例	主营业务	2016H1 净利润（万元）	2015 净利润（万元）
贵州星空影业有限公司	贵广网络持有 19.86% 股权，贵广集	电影放映。贵州省唯一一家本土院线，当前在贵州省内拥有 6 家直营，37 家加	264.95	1,547.00

	团持有 50.52%股权	盟，省外 1 家直营影院。		
贵州中广传播有限公司	贵广网络持有 8.7% 股权，贵广集团持有 50.52%股权	移动多媒体广播电视业务	-7.98	29.41
贵州天马传媒有限公司	贵广集团间接持有 75%股权	广告业务，连续 5 年被评为“中国创意前 50 强企业”，是西部地区最大的 4A 广告公司之一	1,933.88	4,358.66
家有购物集团有限公司	贵广集团间接持有 39.10%股权	电视购物	2,158.25	1,721.77
贵州贵视数美广告有限公司	贵广集团间接持有 100%股权	广告业务	615.22	1,385.85
贵州广播影视投资有限公司	贵广集团持有 100%股权	广播影视投资	3,024.21	1,702.97
贵州大众广播传媒有限公司	贵广集团持有 100%股权	影视制作	613.27	174.90

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

五、 盈利预测

我们预计向农村市场的渗透推动基本收视业务稳步增长，随着公司 IPO 获得资金支持后不断丰富节目内容提升服务质量，增值业务亦将保持稳定增速，数据业务在贵州支持大数据产业发展及 IPO 募投项目提升网络硬件质量的背景，未来保持较快增长；设备销售、安装、节目传输业务等有线电视行业的附属业务维持稳定；预计 16-18 年净利润为 4.44/5.20/5.88 亿，当前股价对应的 PE 为 42.89/36.66/32.39 倍。

六、 风险提示

增值业务发展不及预期风险：若公司发展增值业务提升 ARPU 值不及预期，则存在盈利能力增长放缓的风险。

新媒体加剧竞争的风险：虽然当前贵州省内 IPTV 业务尚未对公司业务造成明显的冲击，但是 16 年 4 月贵州发布《贵州省三网融合推广实施方案》，文件要求省内宽带通信网、互联网具备面向全省用户提供 IPTV 业务的网络能力。若贵广网络未能及时采取积极的应对策略，则存在现有用户流失、在竞争中处于不利地位的风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	679	2363	1915	2027
现金	235	1748	1255	1323
应收账款	164	185	206	225
其它应收款	13	46	51	56
预付账款	30	40	44	48
存货	114	145	160	176
其他	123	200	200	200
非流动资产	2914	3792	5093	5947
长期投资	20	50	70	100
固定资产	2096	2261	2579	2791
无形资产	47	337	827	1117
其他	750	1144	1617	1939
资产总计	3593	6155	7009	7974
流动负债	1773	1986	2220	2496
短期借款	0	0	0	0
应付账款	583	677	720	797
其他	1190	1310	1499	1699
非流动负债	138	235	335	437
长期借款	0	100	200	300
其他	138	135	135	137
负债合计	1912	2221	2555	2932
少数股东权益	5	5	5	5
股本	833	1043	1043	1043
资本公积	2	1601	1601	1601
留存收益	842	1286	1805	2393
归属母公司股东权益	1676	3930	4449	5037
负债和股东权益	3593	6155	7009	7974

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	560	391	689	868
净利润	415	444	520	588
折旧摊销	0	239	299	356
财务费用	2	-12	-15	-7
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	0	-259	-101	-58
其它	146	-18	-10	-8
投资活动现金流	-468	-801	-1297	-907
资本支出	454	450	750	550
长期投资	14	54	40	50
其他	0	-297	-507	-307
筹资活动现金流	-110	1922	115	107
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	100	100	100
普通股增加	0	210	0	0
资本公积增加	0	1600	0	0
其他	-110	12	15	7
现金净增加额	-18	1513	-493	68

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2103	2309	2571	2812
营业成本	1183	1320	1452	1597
营业税金及附加	17	18	20	22
营业费用	186	203	218	228
管理费用	310	346	386	394
财务费用	2	-12	-15	-7
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
营业利润	405	433	509	577
营业外收入	23	23	23	23
营业外支出	12	12	12	12
利润总额	415	444	520	588
所得税	0	0	0	0
净利润	415	444	520	588
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	415	444	520	588
EBITDA	406	660	792	926
EPS (元)	0.50	0.43	0.50	0.56

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	20.2%	9.8%	11.3%	9.4%
营业利润	30.6%	7.1%	17.4%	13.5%
归属于母公司净利润	18.4%	6.9%	17.0%	13.2%
获利能力				
毛利率	43.7%	42.9%	43.5%	43.2%
净利率	19.8%	19.2%	20.2%	20.9%
ROE	24.8%	11.3%	11.7%	11.7%
ROIC	20.4%	13.8%	11.2%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	53.2%	36.1%	36.4%	36.8%
净负债比率	0.04%	4.53%	7.86%	10.25
流动比率	0.38	1.19	0.86	0.81
速动比率	0.32	1.12	0.79	0.74
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.47	0.39	0.38
应收账款周转率	15	13	13	13
应付账款周转率	2.24	2.09	2.08	2.10
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.43	0.50	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.38	0.66	0.83
每股净资产(最新摊薄)	1.61	3.77	4.27	4.83
估值比率				
P/E	45.85	42.89	36.66	32.39
P/B	11.37	4.85	4.28	3.78
EV/EBITDA	46	28	24	20

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：** 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：** 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镞,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
林起贤,中国中投证券研究总部传媒互联网行业研究员,北京大学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434