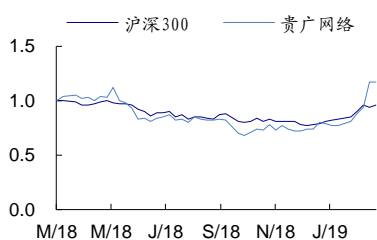


证券研究报告—深度报告
传媒
广播与电视
贵广网络(600996)
买入

合理估值: 12.61-16.52 元 昨收盘: 11.16 元 (首次评级)

2019年03月20日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,043/298
总市值/流通(百万元)	10,853/3,102
上证综指/深圳成指	3,096/9,843
12个月最高/最低(元)	11.88/5.62

证券分析师: 张衡

 电话: 021-60875160
 E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060002

联系人: 谢琦

 电话: 021-60933157
 E-MAIL: xieqi2@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

智慧广电标兵

● 贵州省内广播电视网络的建设运营主体

公司是贵州文化产业唯一上市平台, 近年来收入结构不断优化, 拓展了宽带、智慧广电等新业务, 传统业务用户数持续稳定增长。公司正着力打造“一云、双网、三用”的智慧广电新体系: 依托广电全光网和广电智能终端进村入户的优势, 重点推广“2B”、“2G”业务, 开发推出雪亮工程、智慧旅游、远程医疗、党员干部学习大讲堂、全省电子集抄集采等智慧广电新业务。

● 网络资源覆盖省内领先, 基础业务稳定成长

1) 通过广电云“村村通”、“户户用”项目, 率先实现省、市、县、乡、村五级广电光缆全程全网覆盖, 在全国有线电视用户数下滑的情况下实现用户规模逆势增长; 2) 推进有线无线、宽带窄带融合网协同覆盖。建有全国最大一张LoRa窄带物联网网络, 煤气采抄商用项目已落地。

● 一网多用, 智慧广电业务进展迅猛

作为智慧广电建设的排头兵(全国第一个综合实验区花落贵州), 公司秉承一云、双网、三用的发展思路(一云: 广电云; 双网: 有线无线、宽带窄带融合网; 三用: 民用、商用、政用), 着力拓展农村安防、智慧城市(雪亮工程)、窄带物联网(煤气采抄)、智慧旅游(平塘县“天眼”综合信息平台)等多种应用。5G及高清视频时代, 广电系有望把握政策机遇, 迎来更大成长空间。

● 投资建议: 首次覆盖给予“买入”评级

我们预计在增量收入开始体现、折旧摊销趋于稳定的情况下, 2019/2020年归母净利润为3.5/4.7亿元, 对应EPS0.34/0.45元, 当前股价对应同期PE31/23倍; 我们认为在公司一网多用的智慧广电战略推动及5G及高清视频利好政策下, 公司有望迎来良好发展空间, 首次覆盖予以“买入”评级。

● 风险提示

基础广电光缆铺设进度不及预期, 有线电视用户规模增长不及预期, 智慧广电项目落地情况不及预期, 估值风险, 盈利预测的风险等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,573	3,206	3,678	4,442	4,767
(+/-%)	12.4%	24.6%	14.7%	20.8%	7.3%
净利润(百万元)	442	320.26	351.26	471.00	513
(+/-%)	-0.3%	-27.5%	9.7%	34.1%	8.9%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.31	0.34	0.45	0.49
EBIT Margin	17.0%	11.0%	10.6%	11.8%	12.1%
净资产收益率(ROE)	10.5%	7.2%	7.5%	9.4%	9.5%
市盈率(PE)	24.6	33.9	30.9	23.0	21.2
EV/EBITDA	21.9	19.4	16.2	13.1	11.9
市净率(PB)	2.58	2.45	2.31	2.15	2.01

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

投资摘要	4
估值与投资建议	5
绝对估值: 11.23-16.52 元	5
绝对估值的敏感性分析	6
相对法估值: 12.61-16.59 元	6
投资建议: 合理估值为 12.61-16.52 元, 首次覆盖给予“买入”评级	7
公司概况: 贵州文化产业唯一上市平台	8
公司简介	8
业务概要: 从事贵州省内广播电视网络的建设运营	8
传统核心业务: 用户规模持续稳定增长	9
财务状况	10
网络资源优秀, 智慧广电业务进展迅猛	11
公司网络资源覆盖省内领先, 基础业务稳定成长	11
一网多用, 智慧广电主力公司持续成长	12
5G 及高清视频时代, 广电系有望迎来更大成长空间	16
盈利预测与投资评级	20
假设前提	20
未来 3 年盈利预测	21
风险提示	23
附表: 财务预测与估值	24
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 控股股东及实际控制人	8
图 2: 营业收入构成.....	9
图 3: 基本收视业务收入占比 (%)	9
图 4: 18 年 6 月末用户收视用户地区分布	9
图 5: 收视用户规模 (万户)	9
图 6: 营收及增速 (万元, %)	10
图 7: 归母净利润及增速 (万元, %)	10
图 8: 期间费率.....	10
图 9: 毛利率及净利率	10
图 10: 2018 年以来新增及累计广电光缆长度 (万公里)	11
图 11: 有线电视用户数 (贵州 v.s.全国)	12
图 12: 有线电视综合人口覆盖率 (贵州 v.s.全国)	12
图 13: 智慧广电发展思路.....	13
图 14: 智慧广电综合实验区花落贵州.....	13
图 15: 贵广网络基于广电云平台建设的“智慧广电+”应用案例	13
图 16: 提供直播卫星电视的区域维护服务	14
图 17: 推动 4K 传输和覆盖.....	14
图 18: 雪亮工程 (公共安全视频监控)	15
图 19: 打造智慧旅游服务平台	15
图 20: 非基础收视业务收入规模及增速	15
图 21: 非基础收视收入占比 (%)	15
图 22: ITU-R 对 5G 三大应用场景的定义	16
图 23: 5G 将丰富网络场景应用, 实现万物互联.....	18
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	6
表 4: 同类公司估值比较.....	7
表 5: 2018 年 9 月末十大股东	8
表 6: 业务分类及其描述.....	8
表 7: 主要业务的用户规模 (万户, %)	9
表 8: 基础网络铺盖项目一览	11
表 9: 有线电视用户规模及增速 (贵州 vs 全国)	12
表 10: 公司宽带业务收入及用户规模.....	16
表 11: 5G 在性能上的提升.....	17
表 12: 《计划》中涉及广电板块的内容一览	17
表 13: CCDI 项目历史进展.....	19
表 14: 公司盈利预测假设条件 (%)	21
表 15: 未来 3 年盈利预测表.....	22

投资摘要

关键结论与投资建议

贵广网络是贵州省内广播电视网络建设运营的主体。公司网络资源覆盖广泛，在有线电视全行业用户规模下滑的情况下，公司收视用户数逆势上涨，带动基础收视业务稳定成长。此外，公司正着力打造“一云、双网、三用”的智慧广电新体系：依托广电全光网和广电智能终端进村入户的优势，重点推广“2B”、“2G”业务，开发推出雪亮工程、智慧旅游、远程医疗、党员干部学习大讲堂、全省电子集抄集采等智慧广电新业务。

我们预计在增量收入开始体现、折旧摊销趋于稳定的情况下，2019/2020 年预计净利润为 3.5/4.7 亿元，对应 EPS0.34/0.45 元，当前股价对应同期 PE31/23 倍；我们认为在公司一网多用的智慧广电战略推动及 5G 及高清视频利好政策下，公司有望迎来良好发展空间，首次覆盖予以“买入”评级。

核心假设或逻辑

1) 传统业务稳定成长：广电云“户户通”项目和贵州省广电光缆铺设稳定有序推进，带动全省用户规模的增长和贵州省广播电视综合人口覆盖率的提升，实现基础收视业务稳定成长。

2) 智慧广电业务贡献增量收入，弹性较高：在“一云、双网、三用”的发展战略下，公司借助在省内优质而广泛的网络资源覆盖，拓展 2B、2G 业务，推动农村安防、远程医疗、智慧旅游平台等“智慧广电+”业务，贡献增量收入。

与市场预期的差异之处

1. 市场或认为有线电视板块整体用户规模下滑，基础收视业务不具备成长性。我们认为，贵广网络的用户规模未来具备一定程度的增长空间，原因如下：1) 贵州的电视综合人口覆盖率依旧低于全国平均水平，存在上升空间；2) 贵州于 2017 年启动广电云“户户用”工程，基础网络的铺设将帮助公司进一步提高在贵州省内市场的渗透率，获得用户规模和基础收视业务的稳定成长。

2. 市场或认为公司近年来业绩表现不佳（2018 年度归母净利率出现下滑，毛利率下降）。我们认为，上述业绩表现是由于公司正处于智慧广电项目建设期，计提的折旧摊销比较多。支撑我们上述观点的理由如下：1) 自 2017 年以来在建工程规模迅速增长，主要是智慧光电项目建设及户户用基础网络铺设带来的；2) 广电公司人工成本及折旧摊销成本占比超过 50%，项目前期建设会推高公司该部分营业成本，相关项目尚需等待一段时间才会体现为收入的增长。因此，我们预计在增量收入开始体现、折旧摊销趋于稳定的情况下，2019 年有望实现业绩反转。

股价变化的催化因素

第一，超高清视频行业政策及监管细则出台

第二，智慧广电试验区建设进度及阶段性成果

第三，广电申请 5G 牌照的进程及结果

核心假设或逻辑的主要风险

第一，基础广电光缆铺设进度不及预期

第二，有线电视用户规模增长不及预期

第三，智慧广电项目落地情况不及预期

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：11.23-16.52 元

我们认为公司各主要业务变动趋势及原因如下：

1、有线电视服务：短期内收入增速或将承压

近年来，公司收视用户规模小幅增长，但单用户基础收视收入有所下滑，主要系三网融合竞争加剧，城区的续费用户数减少，同时，增加的用户大多来自农村，农网开通可享受政府补贴，其有线电视收视费低于城区（贵州有线电视基本收视费：市县 26-27 元/月；农村 17 元/月）。未来，公司有线电视增量用户主要来自农村，预计短期内单用户付费值将持续降低，结合用户增量及单用户价值情况，我们判断 2018-2019 年公司有线电视服务收入增速或将承压。

2、工程及安装：短期内仍将保持较高速增长

工程安装业务收入主要由新装工料费和“户户用”安装工程费两部分构成。由于新接入用户的增长，2017 年该部分收入增速超过 100%。公司公告显示，“户户用”项目在 2018-2019 年将继续推进，推进期内，我们判断公司工程及安装收入仍将保持高速增长。

3、数据业务：预计保持小幅平稳增长

数据业务是指个人宽带和企业专网接入业务，公司通过绑定有线电视顶盒和宽带来推广，宽带业务自 2014 年上线后用户规模迅速增长，2017 年，该业务同比增速开始放缓（同比增长 10%），2018 年 7 月末贵州省的广电宽带用户数市占率已达到 19%。结合当前数据及市占率，我们判断后续公司数据业务将保持平稳增长。

4、增值业务收入：用户规模稳中有升

增值收视主要包括付费频道（标清付费频道、高清付费频道）、互动点播等业务。2017 年该部分收入同比下滑 14%，主要原因系部分用户流失及三网融合竞争下公司下调了增值业务收费标准。预计未来在新业务持续推进之下，用户规模及收入有望稳中有升。

5、销售业务收入：公司主动减少低毛利率业务，该部分业务收入或将下滑

销售业务收入主要来源于有线电视顶盒和数字电视的销售。该部分收入下滑的主要原因是公司为了应对新媒体冲击而推出了电视销售与收视业务相结合的套餐，该套餐本身毛利较低，公司预计未来将减少类似业务。我们认为，未来销售业务收入将继续将下滑。

表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入增长率	20.2%	8.9%	12.4%	24.6%	14.7%	20.8%	7.3%	9.0%	9.0%
毛利率	56.3%	56.9%	60.9%	67.2%	67.2%	65.7%	65.7%	65.7%	65.7%
管理费用/营业收入	14.5%	14.6%	14.2%	14.1%	14.5%	14.5%	14.4%	14.5%	14.5%
销售费用/销售收入	8.8%	7.6%	7.2%	7.2%	7.4%	7.4%	7.3%	7.4%	7.4%
营业税及附加/营业收入	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
所得税税率	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
股利分配比率	9.4%	13.7%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%

资料来源: 公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.90	T	10.00%
无风险利率	2.20%	Ka	7.83%
股票风险溢价	6.25%	有杠杆 Beta	1.08
公司股价 (元)	10.41	Ke	8.92%
发行在外股数 (百万)	1,043	E/(D+E)	82.18%
股票市值(E, 百万元)	10,853	D/(D+E)	17.82%
债务总额(D, 百万元)	4,273	WACC	8.17%
Kd	5.20%	永续增长率 (10 年后)	2.3%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理价值区间为 11.23-16.52 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.2%	7.7%	8.17%	8.7%	9.2%
永续 增长 率 变 化	3.8%	24.01	20.27	17.40	15.12	13.27
	3.3%	21.18	18.18	15.81	13.88	12.28
	2.8%	19.00	16.52	14.51	12.84	11.44
	2.3%	17.27	15.17	13.43	11.97	10.73
	1.8%	15.86	14.05	12.52	11.23	10.11
	1.3%	14.69	13.10	11.75	10.59	9.57
	0.8%	13.71	12.29	11.08	10.02	9.10

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 12.61-16.59 元

我们选取与有线电视行业可比公司, 采用单用户市值法进行估值。当前有线电视行业平均单用户市值为 1696 元, 三大运营商平均单用户市值为 1378 元, 结合用户规模、创新业务发展潜力等因素, 我们认为公司理应享受相对较高估值, 参考平均单用户市值, 给予 12.61-16.59 元目标价, 对应单用户市值为 1900-2500 元, 高于行业平均估值水平但低于天威视讯、歌华有线估值水平。

表 4: 同类公司估值比较

证券名称	用户数量 (万)	市值 (亿元)	单用户市值 (元)	2017ARPU (元)	2017ROE	PE (TTM)	PB (LF)	EV/EBITDA
贵广网络	692	116	1,676	372	10.90%	36.26	2.65	14.31
天威视讯	205	69	3,366	776	8.70%	35.1	2.49	12.62
歌华有线	589	168	2,852	458	6.00%	25	1.3	8.54
吉视传媒	568	98	1,725	360	5.80%	28.99	1.48	11.52
广西广电	690	86	1,246	393	5.70%	51.25	2.32	12.84
广电网络	585	65	1,111	488	6.10%	38.11	1.8	10.01
江苏有线	2,676	295	1,102	303	6.00%	46.64	1.01	8.48
湖北广电	1,300	61	469	201	5.90%	20.67	1.02	7.48
平均值	945	120	1,696	426	0	35	2	10
中国移动	89,000	17,322	1,946	833	11.60%	12.46	-	4.59
中国电信	25,000	3,423	1,369	1,465	5.80%	15.09	-	-
中国联通	28,400	2,328	820	968	0.40%	90.1	1.67	3.21
平均值	47,467	7,691	1,378	1,089	0	39	2	4

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议: 合理估值为 12.61-16.52 元, 首次覆盖给予“买入”评级

公司网络资源覆盖广泛, 通过对用户数及单用户付费值情况的判断, 我们预计其传统业务将保持平稳, 新增业务弹性较高, 结合绝对估值与相对估值, 我们认为公司股票价值在 12.61-16.52 元之间, 对应 2019 年 PE 37-49x, 对应单用户市值 1900-2500 元, 相对于公司目前股价有 21%-59% 的增长空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

公司概况：贵州文化产业唯一上市平台

公司简介

2008年3月成立，2016年12月上市，贵州文化产业唯一上市公司。贵广网络是按照贵州省委、省政府深化文化体制改革的要求，整合全省广电网络、实行资产重组，于2008年3月成立的国有股份制文化企业，主要从事全省广电网络建设、开发、运营和管理。2016年12月，公司在上交所上市，成为贵州省文化产业唯一的上市公司，募集资金总额18.7亿元，公司总股本增至10.4亿股。截至2018年9月末，第一大股东及其控股股东持股比例44.59%。

表 5： 2018 年 9 月末十大股东

排名	股东名称	持股数量 (万股)	比例 (%)
1	贵州广播影视投资有限公司	44,327.47	42.52
2	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	12,142.37	11.65
3	中国中化集团有限公司	6,475.93	6.21
4	贵州电信实业有限公司	6,126.38	5.88
5	北京歌华有线电视网络股份有限公司	3,996.33	3.83
6	华数传媒控股股份有限公司	2,664.22	2.56
7	贵州广电传媒集团有限公司	2,163.11	2.07
8	全国社会保障基金理事会转持一户	2,100.00	2.01
9	航天科工资产管理(有限)公司	1,112.61	1.07
10	贵州省文化产业发展基金(有限合伙)	832.57	0.80
	合计	81,940.98	78.60

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1： 控股股东及实际控制人


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

业务概要：从事贵州省内广播电视网络的建设运营

公司从事广播电视网络的建设运营，业务区域覆盖贵州省全境。主要包括收视业务、数据业务（数据专网和宽带接入）、工程及安装服务等。

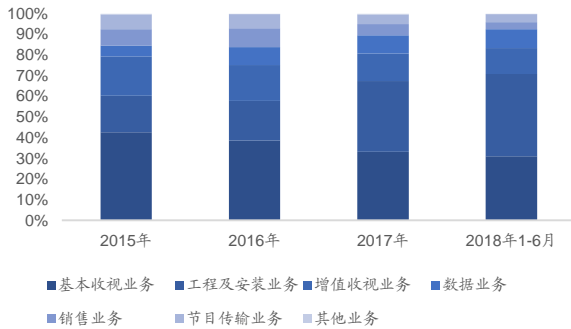
表 6： 业务分类及其描述

业务分类	描述
基本收视业务	向全省用户提供基本广播电视节目，收取基本收视维护费
增值收视业务	付费频道（标清付费频道、高清付费频道）、互动点播等
数据业务	基于数字电视平台的信息发布（有偿发布邮件、游动字幕等） 数据专网业务 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专用接入服务 宽带接入业务 向企事业单位或个人用户提供宽带接入服务
工程及安装业务	为个人用户、单位（主要是房地产开发商、酒店）建设有线电视接入网络或提供安装服务，收取网络建设、安装费用
节目传输业务	将卫视频道、购物频道及省内各省市县自办频道信号传送到用户终端，收取落地频道传输费用
销售业务	销售机顶盒和数字电视机等
智慧广电	依托公司基础网络及用户终端，利用云计算、物联网等技术，建设智慧旅游、智慧社区、公安物联网及智慧教育等

资料来源：2018年半年报，国信证券经济研究所整理

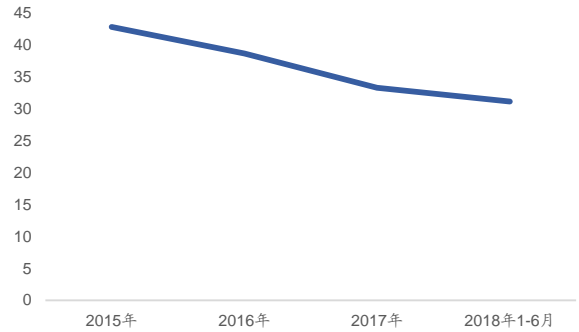
基本收视业务占比降低，收入结构优化。近年来，公司在巩固发展基本收视、工程及安装、节目传输等传统业务的同时，积极推进增值收视、数据宽带、智慧广电等融合创新型业务。2015年至2018H1，公司基本收视业务收入占比从42%逐步下调至31%。

图 2: 营业收入构成



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 基本收视业务收入占比 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

传统核心业务: 用户规模持续稳定增长

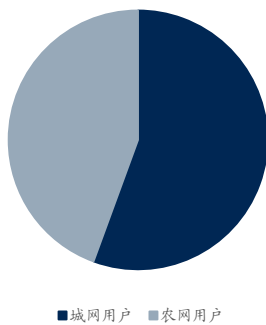
数字电视终端数稳定增长, 高清终端占比持续提升, 宽带接入用户数增快。截至 2018 年 9 月 30 日, 公司拥有数字电视终端用户数 734 万户, 同比增长约 23%; 高清终端 431 万户, 同比增长约 95%; 宽带 214 万户, 同比增长约 160%。

表 7: 主要业务的用户规模 (万户, %)

	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	18 年 9 月末
收视业务用户数	394.28	431.54	470.97	505.18	631.21	734
YOY		9%	9%	7%	25%	23%
高清终端用户	61.28	99.12	134.18	177.71	315.65	431
YOY		62%	35%	32%	78%	95%
高清终端占比	16%	23%	28%	35%	50%	59%
宽带接入用户数				43.22	144	214
YOY					233%	160%
节目传输业务	截至 2018 年 6 月末, 提供 134 套标清数字电视节目、11 套以上立体声调频广播节目、54 套高清频道					

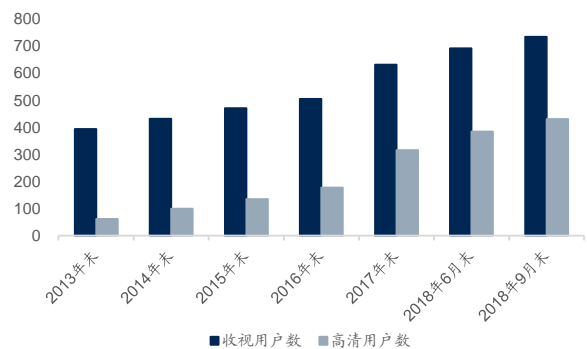
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 18 年 6 月末用户收视用户地区分布



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 收视用户规模 (万户)

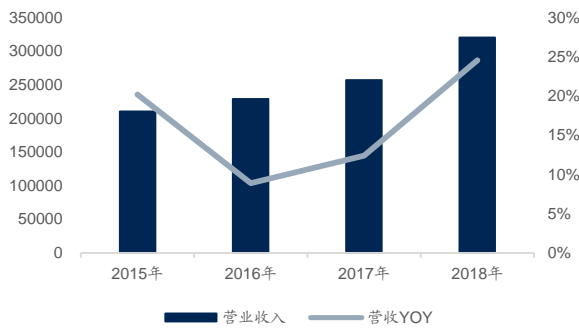


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务状况

积极扩展智慧广电业务，营收稳健增长。2015年至2018年，公司营业收入分别为21亿元、22.9亿元、25.7亿元及32亿元，CAGR达115%。18年营收同比增长25%。2015年至2018年，归母净利润分别为4.1亿元、4.4亿元、4.4亿元及3.2亿元。18年归母净利润同比下滑28%，主要原因是智慧广电业务正处于前期投入期。

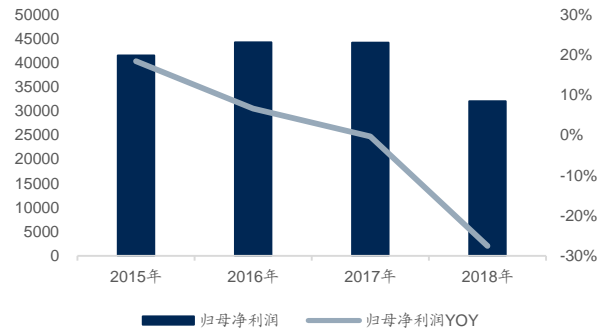
图6: 营收及增速 (万元, %)



*2018年数据来自业绩快报

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 归母净利润及增速 (万元, %)

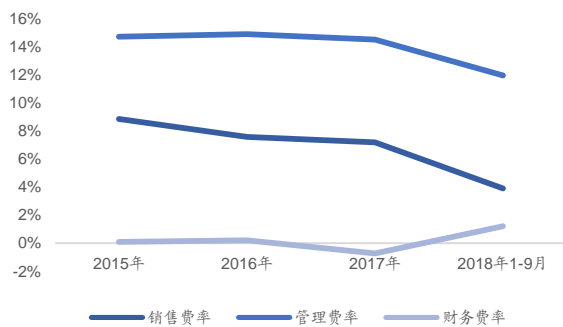


*2018年数据来自业绩快报

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

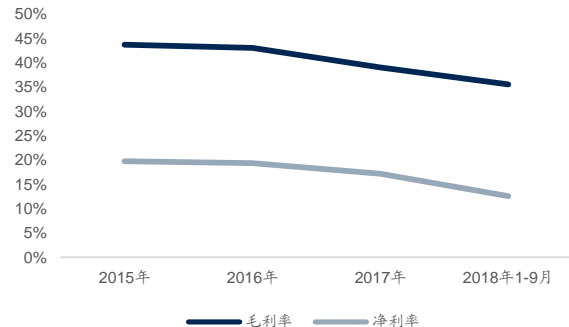
期间费率保持稳定，毛利率略有下滑。2015年以来，公司的销售费率和管理费率基本保持在15%和8%左右，财务费率维持在1%左右。毛利率从2015年的44%下滑至36%。毛利率下滑的主要原因为1)受“三网融合”、互联网电视以及直播卫星的竞争影响，为提高业务竞争力，公司对原有套餐进行了降价促销；2)公司于2016年起连续实施“广电云”村村通及户户用工程，并陆续签订了全省“雪亮工程”、施秉县“智慧城市”、平塘县“智慧旅游”及播州区“天网工程”等“智慧广电”新业务实施协议，但是用户仍在获取过程中，尚未体现在收入中。

图8: 期间费率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图9: 毛利率及净利率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

网络资源优秀，智慧广电业务进展迅猛

公司网络资源覆盖省内领先，基础业务稳定成长

贵州省唯一的广电网络运营商，网络资源覆盖广泛。1) 公司率先实现省、市、县、乡、村五级广电光缆全程全网覆盖。通过实施民生工程(村村通、户户用)，采用光纤到户技术，2016年在全国率先实现省、市、县、乡、村五级广电光缆全程全网覆盖，建成全省目前覆盖城乡密度最高、范围最广的信息传输光纤网络，带动农村用户规模增长。2) 正努力推进有线无线、宽带窄带融合网协同覆盖。有线无线卫星融合网试点项目2016年10月率先通过广电总局验收；率先建设窄带物联网并商用，现已建成窄带物联网基站1000多座，覆盖全省9个市(州)城区，是目前全国最大一张LoRa物联网网络。

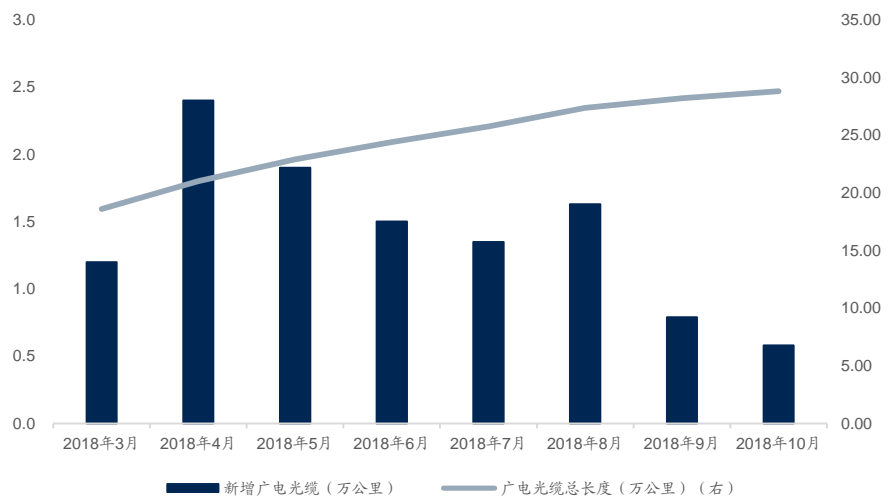
表 8: 基础网络铺盖项目一览

项目	实施/完成时点	项目简介	目前进展
广电云“村村通”	2016年完成	1998年，国务院启动广播电视村村通工程，通过对无广播电视信号覆盖地区的行政村、自然村安装直播卫星广播电视接收设施，收听收看卫星广播电视节目	2016年完成，实现了省、市、县、乡、村五级全程全网覆盖及农村130多万用户的光纤联网
广电云“户户用”	2017年开始	贵州省政府启动，将新增用户120万户和新建乡镇广播影视综合服务站300个作为“十件民生实事”之一	计划到2020年，“广电云”户户用和有线电视城乡入户率达到60%
雪亮工程	2018年开始	基本实现“全域覆盖、全网共享、全时可用、全程可控”的公共安全视频监控建设联网应用目标	截至18年6月末，全省已完成21个区县的协议签署，已完成约2,000个行政村的监控点建设 将在两年内覆盖全省所有行政村

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

广电光缆持续铺设，户户用项目稳定推进。1) 广电光缆铺设情况：依据贵州大数据发展管理局公布的广电云项目推进情况，2018年3-10月新增广电光缆11.35万公里，18年10月末广电光缆总长度达28.8万公里，相比于2017年末的17.4万公里增加66%。2) 户户用项目情况：2017年户户用项目正式实施，2017年单年度新增户户用133万户。截至2018年11月末，户户用总数达240万户，18年1-11月新增户户用107万户，提前完成年度目标(新增100万户)。

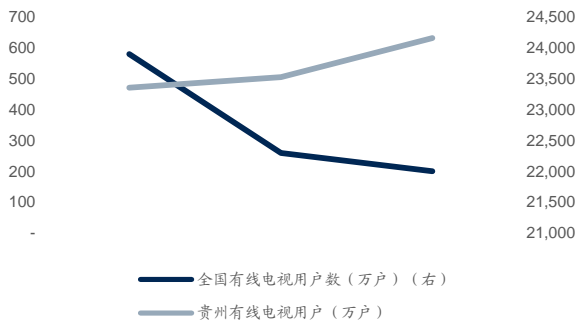
图 10: 2018年以来新增及累计广电光缆长度(万公里)



资料来源：贵州大数据发展管理局、国信证券经济研究所整理

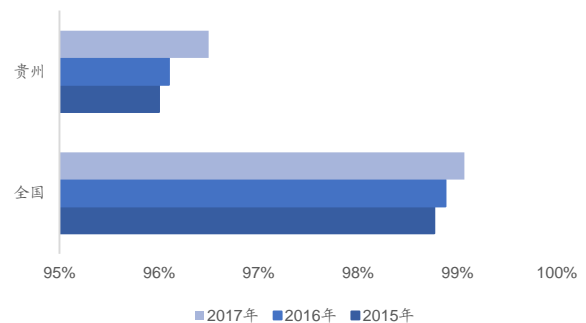
有线电视用户规模逆势增长，基础业务尚存成长空间。1) 从用户规模看，2015年以来，全国有线电视实际用户数逐年下滑，2015年至2017年分别为2.39亿户、2.23亿户 (YoY-7%)、2.2亿户 (YoY-1%)。同期贵州全省有线电视用户数逐年递增，2015年至2017年分别为470万户、505万户 (YoY+7%) 和631万户 (YoY+25%)。2018年6月末贵州省有线电视用户达691万户，相比年初增加60万户。2) 综合人口覆盖率存上升空间：从历史数据的角度看，全国和贵州电视综合人口覆盖率的差距逐年缩小(2015年至2017年分别为2.77pct、2.77pct和2.57pct)，说明公司推行的广电云村村通和户户用工程(2017年开始实施)在提高广播电视覆盖率上收效显著。横向比较看，贵州的覆盖率依旧低于全国平均2.57pct，公司在基础收视业务领域依旧存在成长空间。

图 11: 有线电视用户数 (贵州 v.s.全国)



资料来源：公司公告、广电总局统计公报，国信证券经济研究所整理

图 12: 有线电视综合人口覆盖率 (贵州 v.s.全国)



资料来源：公司公告、广电总局统计公报，国信证券经济研究所整理

表 9: 有线电视用户规模及增速 (贵州 vs 全国)

项目	2015 年	2016 年	2017 年
贵州有线电视用户 (万户)	470.97	505.18	631.21
yoy		7%	25%
全国有线电视用户数 (万户) (右)	23,900	22,300	22,000
yoy		-7%	-1%

资料来源：公司公告、广电总局统计公报，国信证券经济研究所整理

一网多用，智慧广电主力公司持续成长

公司发展战略：一云、双网、三用

一云：构建多彩贵州“广电云”。通过平台 IT 化（按 T3 标准建设了数据中心，打造了智慧服务聚合云平台、全 IP 新媒体播出云平台等）、网络 IP 化（省、市、县、乡、村五级贯通的全光网络采用全 IP 化建设）、终端智能化（研发“广电精灵”等全 IP 智能机顶盒，成为国内第一个 TVOS 2.0 规模化商用的省级网络）技术手段，构建云管端一体化的智慧应用新技术体系，实现内容、服务、资源云化供给。公司目前数据中心一期容量达 200PB，正在贵安新区选址建设公司云数据中心，并在此基础上建设中国文化（出版广电）大数据中心（CCDI 项目）。

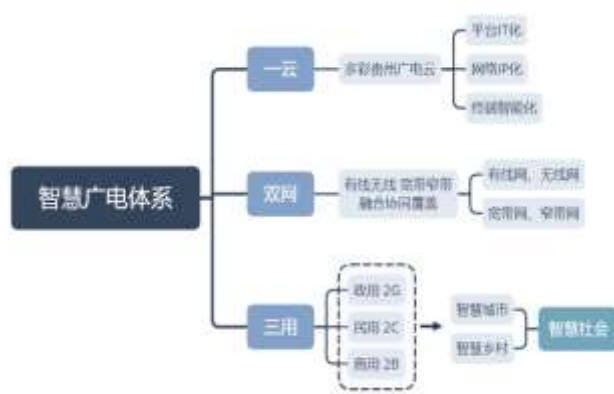
双网：实现有线无线、宽带窄带融合网协同覆盖。首先，有线网实现广电光纤

到户。其次，以有线网络为基础，抢抓融合网建设先机，建设互联互通、宽带交互、智能协同、可管可控的有线无线、宽带窄带融合传输覆盖网。

三用：构建政用、民用、商用智慧广电生态链。努力推进贵州城乡综合信息服务均等化，推动智慧广电在城市和农村同步发展。

全国第一个智慧广电综合试验区花落贵州。2018年11月22日，国家广播电视总局在贵阳召开推进全国“智慧广电”建设现场会。旨在加快推进“智慧广电”自主科技创新，加快推进智慧融媒体发展，加快推进下一代广播电视网建设，加快提升监管智能化水平。

图 13: 智慧广电发展思路



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14: 智慧广电综合试验区花落贵州



资料来源：同花顺财经，国信证券经济研究所整理

“智慧广电+”应用案例

布局智慧广电融合创新业态。目前，公司已组建三家控股子公司（贵安天广、贵广惠教、中安云网），聚合优质社会资源，着力大数据、云计算、智慧城市、智慧教育、窄带物联网等多种应用。

图 15: 贵广网络基于广电云平台建设的“智慧广电+”应用案例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

案例 1: 综合信息服务全面推向农村:2016年、2017年、2018年，依托多彩贵州“广电云”村村通、户户用工程，将广电宽带、无线 WIFI、回看点播、视频通

话、远程教育、农家书屋等综合信息服务全面推向农村千家万户，助推乡村振兴战略的实施，新增农村用户 247 万户。

案例 2: 推动央视 4K 专区全覆盖: 以央视 4K 专区在北京、上海、广东、贵州有线电视网络试播为契机，推动 4K 传输、服务协同一体化发展。目前全国第一批落地的广电网络 4K 用户 1360 万户，贵州就有 380 万，位居全国首位。

图 16: 提供直播卫星电视的区域维护服务



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 17: 推动 4K 传输和覆盖



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

案例 3: 雪亮工程: 雪亮工程由贵州省综治办、省发改委、省公安厅、省农委、省质监局联合下文，依托多彩贵州广电村村通户户用工程，建设覆盖全省所有行政村（1.7 万个）的公共安全视频监控，实现乡村实时监控、一键报警、群防群治，推动“平安贵州”建设。截至 2018 年 6 月末，雪亮工程全省已完成 21 个区县的协议签署，已完成约 2000 个行政村的监控点建设。

案例 4: 远程医疗: 依托多彩贵州“广电云”聚合全省健康医疗大数据，上联省市县，打通乡镇卫生院到村卫生室和农户的可视化医疗卫生服务渠道，构建全天候在线的网络远程医疗服务系统。现已完成全省健康医疗平台及 200 个县级以上、1500 个乡镇社区、10000 个村级医疗卫生服务机构线路建设

案例 5: 新时代大讲堂: 依托多彩贵州“广电云”建设新时代党员干部学习大讲堂，建成省、市、县、乡、村分会场和学习点 1.8 万个，定期进行视频专题讲座，促进全省党员干部不断提高理论水平和服务本领。同时，开办农村党员干部远程教育“云上讲习所”。

案例 6: 智慧旅游服务平台: 总结平塘县“天眼”天文旅游智慧综合信息平台的创建经验，打造全省综合性全域智慧旅游服务平台，提供游客预判、疏导、风险预警和游览查询等服务，助推全省旅游井喷式发展。

图 18: 雪亮工程 (公共安全视频监控)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 19: 打造智慧旅游服务平台

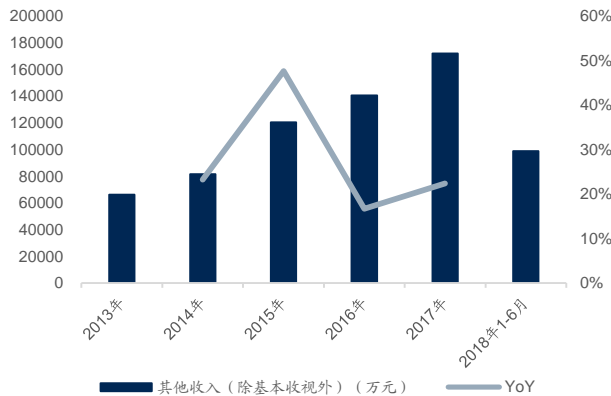


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

业绩表现: 非基础收视业务表现优秀

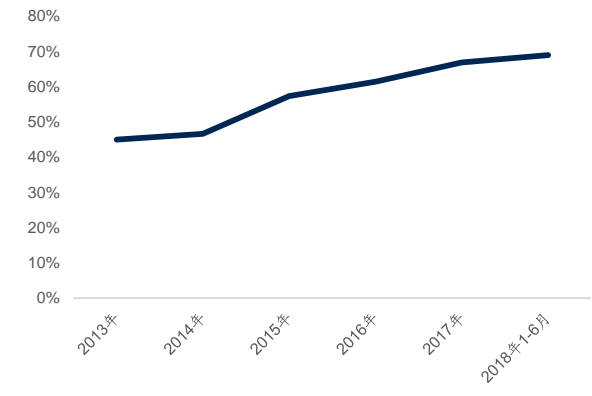
增值业务表现优秀, 非基础收视收入规模及占比逐年增加。公司非基础收视业务收入占比主要由增值收视、工程及安装、数据业务构成, 收入规模从 2013 年的 6.6 亿元增加至 2017 年的 17 亿元, CAGR 达 27%; 占比从 2013 年的 45% 增长至 2018 年上半年的 69%, 增幅 24pct。

图 20: 非基础收视业务收入规模及增速



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

图 21: 非基础收视收入占比 (%)



资料来源: 公司财报, 国信证券经济研究所整理

积极拓展非基础收视业务, 智慧广电有望进一步提振业绩。IPTV 及 OTT 对广电传统有线电视业务产生了一定程度的冲击, 但是公司在基础收视业务以外积极探索业务空间。比如宽带业务 (归入“数据业务”一项), 公司借助有线电视的网络优势推广宽带业务, 通过机顶盒同时提供数字电视和宽带两种服务, 自 2014 年正式推广以来发展迅速, 占收入的比重从 2015 年的 5% 提升至 2018 年上半年的 9%, 用户规模增长迅速, 2018 年上半年同比增速达 160%。智慧广电业务目前尚在建设期, 财务报表上暂未得以体现, 未来几年有望成为公司业务新的贡献点。

表 10: 公司宽带业务收入及用户规模

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
数据业务收入 (万元)	3,897.5	10,942.60	19,933.39	22,860.04	12,983.45
占比	2.23%	5.20%	8.71%	8.88%	9.05%
宽带接入用户数 (万户)			43.22	144	214
宽带用户 YOY				233%	160%

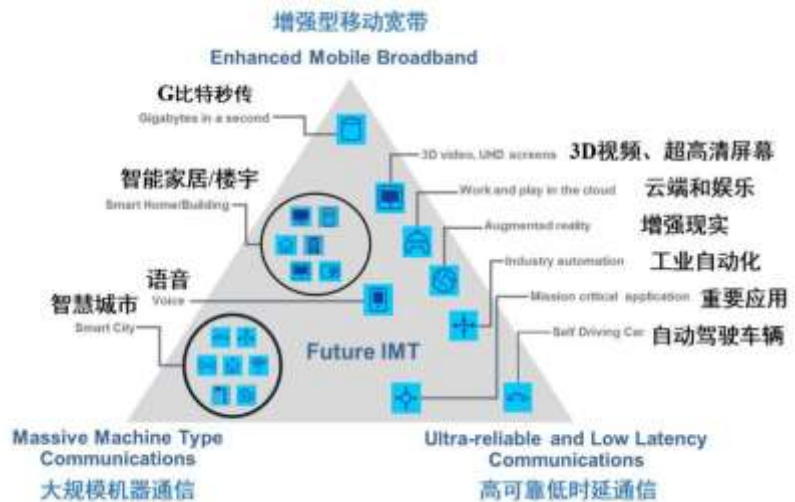
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

5G 及高清视频时代, 广电系有望迎来更大成长空间

工信部 2018 年已经同意广电网参与 5G 建设, 国网公司正在申请移动通信资质和 5G 牌照。目前预计牌照获取主体为国网公司, 而从落地来看, 大概率会采取国网公司牌照授权+地方有线电视公司落地运营的模式。

国际电信联盟 (ITU) 定义了 5G 的三大应用场景: 低时延高可靠通信 (uRLLC, Ultra-Reliable and Low Latency Communications)、低功耗大连接 (mMTC, Massive Machine Type Communications)、增强型移动宽带 (eMBB, Enhanced Mobile Broadband)。

图 22: ITU-R 对 5G 三大应用场景的定义



资料来源: ITU-R、国信证券经济研究所整理

场景 1: 4K/8K 超高清电视 (eMBB)

4K/8K 超高清视频是 eMBB 特性的一个细分场景, 在该场景下数据传输速度显著提升。4K 超高清电视 (UHDTV) 是 HDTV 的下一代技术。4K 超高清技术能够最好地还原画面的真实, 观众在使用超高清技术观看电视时, 展现出 4 倍于全高清的画面信息量画质更加清晰细腻, 细节表现更加充分, 消费者可以得到更逼真的观感, 会产生与肉眼直接观看类似的效果。

表 11: 5G 在性能上的提升

项目	用户/终端速率	移动性	空口时延	终端连接数
4G	0.05-0.1Gbps	最高 350km/h 的移动	10-100 毫秒	10,000 个/平方千米
5G	0.1-1Gbps	500km/g 以上移动	小于 1 毫秒	10,000,000 个/平方千米

资料来源：德勤，国信证券经济研究所整理

三部委发布《超高清视频产业发展计划》，2020 年产业总体规模超 4 万亿元。2019 年 3 月 1 日，工信部、国家广播电视总局、中央广播电视总台印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》。按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元。

表 12: 《计划》中涉及广电板块的内容一览

		4K 先行、兼顾 8K
发展目标	到 2020 年	2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元 中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办 4K 频道，不少于 5 个省市的有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务，实现超高清节目制作能力 超过 1 万小时/年 4K 超高清视频用户数达 1 亿 在文娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域开展基于超高清视频的 应用示范
	到 2022 年	4K 电视终端全面普及，8K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 5% 4K 频道供给能力大幅提升，有线电视网络升级改造和监测监管系统建设不断完善，实现超高清节目制作能力 超过 3 万小时/年 超高清视频用户数达到 2 亿 在文娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域实现超高清视频的 规模化应用
重点任务	(三) 提升网络传输能力	加快 全国有线电视网络互联互通平台建设 ，同步建设 4K 超高清电视监测监管系统
	(四) 丰富超高清电视节目供给	持续推进 4K 超高清电视内容建设 ，创新内容生产，丰富超高清电视节目有效供给
	(五) 加快行业创新应用	加大超高清电视采集制作、总控播出、互动分发、数据中心、管理平台等系统建设投入，推动超高清电视直播频道建设。加强超高清视频点播平台建设，构建支撑超高清视频生产、聚合、分发、应用的融合业务平台。 推动超高清电视在有线电视、卫星电视、IPTV 和互联网电视的应用。
	1. 广播电视领域	

资料来源：东方财富网，国信证券经济研究所整理

贵广网络首批试点央视 4K

贵州于 2018 年成为首批通过央视 4K 平台验收的省份。2018 年 9 月，中央广播电视总台 4K 超高清电视频道播出平台已完成验收测试，包括贵州在内的 13 个省市已于 2018 年 10 月 1 日开通 CCTV-4K 频道。

2018 年 10 月，贵广网络实现 380 万用户收看 CCTV-4K 频道。4K 意味着画质的提高，与此同时也意味着网络需求大、终端要求高。贵广网络 2014 年 5 月 4K 智能终端项目成立（父母乐 1 代），2016 年 12 月 4K 点播专区上线，2018 年 1 月 25 日央视 4K 专区上线，2018 年 10 月 1 日 CCTV4K 频道直播开通，贵广网络实现了 380 万户实时收看央视 4K 超高清频道。

场景 2: 物联网（智慧广电）

5G 技术有望让万物互联成为可能。ITU 定义的 5G 三大应用场景中，低功耗大链接（mMTC）的重要应用之一就是物联网。物联网的机器规模巨大，对网络连

接的承载能力、速度和低时延要求较高。

图 23: 5G 将丰富网络场景应用, 实现万物互联



资料来源: 易观、国信证券经济研究所整理

贵广网络建有国内最大规模省级 LoRa 物联网

有线无线融合网商用——公安物联网项目: 依托有线无线融合网, 贵广网络与贵阳市公安局合作“万物互联—智能警务”项目, 成为有线无线融合网第一个商用项目, 首期已实现 20 多万台电动车轨迹跟踪、关联录像、布控预警等功能, 构建全方位、立体化的打、防、管、控体系, 扎实推进智慧警务发展。

窄带物联网商用——煤气表采抄: 目前, 贵广网络控股的中安云网实施的国内最大规模省级 LoRa 物联网, 已覆盖全贵州省市(州)级以上城市, 窄带物联网第一个商用项目——贵州省燃气集采集抄项目, 现已建成窄带物联网基站 1000 多座, 覆盖全省 9 个市(州)城区, 已在贵阳市安装近 20 万只智能燃气表, 成为目前全国最大的 LoRa 窄带物联网规模化应用案例; 南方电网集采集抄、都柳江水文监测、山体滑坡、重点工程、森林防火等项目也在推进中。

场景 3: 移动通信

广电手握 700MHz 优质频谱资源, 拥有渠道、网络及政府资源储备。 低频谱组网传播特性好, 覆盖范围广, 建网成本低。广电手握非常优质的 700MHz 频谱资源, 对于发展 5G 业务具备比较强的优势。此外, 广电系在渠道、基础的网络管线资源以及地方政府资源等方面有一定储备, 为未来发展 5G 业务奠定良好基础。

贵广网络资源整合的能力在广电系统内显著领先。 如前文所述, 广电系统相对比较分散, 但是贵广网络资源整合的能力在广电系统内来看名列前茅。**1) 公司开创全国省级广电网络整合“贵州模式”, 率先在全国实现一省一网的广电网络彻底整合。** 中宣部、国家广电总局作为省网整合样板向全国推广。**2) 承接 CCDI 项目把握战略机遇。** 2016 年, 公司与中国广电共同牵头, 联合 10 余家省级网络公司在贵州共同发起设立的 CCDI 广电云项目开发管控实体——中广投。中广投聚合全国 1/2 以上有线电视用户资源(超 1.5 亿用户)。

表 13: CCDI 项目历史进展

时间	描述
2015 年 10 月	国家新闻出版广电总局与贵州省人民政府签署合作协议，共同推进中国文化（出版广电）大数据产业项目（CCDI 项目）建设
2016 年 6 月	公司与中国广电共同牵头，联合 10 余家省级网络公司在贵州共同发起设立 CCDI 广电云项目开发管控实体——中广投
2017 年 1 月	CDI 项目被正式列入《国家“十三五”时期文化发展改革规划纲要》，确定为“国家重大文化产业工程”。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测与投资评级

假设前提

按假设前提，我们预计公司18-20年归属母公司净利润3.2/3.5/4.7亿元，增速分别为-27.5%/9.7%/34.1%。每股收益分别为0.31/0.34/0.45元

我们的盈利预测基于以下假设条件：

- 1、有线电视基础收视业务用户规模将保持小幅增长，其主要增量来自于农村，导致单用户付费值短期内小幅下滑
- 2、2018-2019年，“户户用”项目将持续推进，公司工程及安装收入保持高速增长
- 3、公司增值收视业务由于部分用户流失及三网融合竞争日益激烈，用户规模短期承压
- 4、公司数据业务接入用户数保持小幅稳定增长，致业务收入维持小幅增长
- 5、2018年折旧摊销成本较高，造成毛利率较低，2019年增量收入开始体现，预计毛利率将有所回升
- 6、公司期间费用率基本保持稳定

表 14: 公司盈利预测假设条件 (%)

科目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2103	2289	2573	3206	3678	4442	4767	5197
营业收入 YoY	20%	9%	12%	25%	15%	21%	7%	9%
营业总成本 (百万元)	1701	1845	2161	2155	2460	2918	3132	3414
归母净利润 (百万元)	415	443	444	320	351	471	513	553
毛利率	43.7%	43.1%	39.1%	32.8%	33.1%	34.3%	34.3%	34.3%
净利率	20%	19%	17%	10%	10%	11%	11%	11%
基础收视业务 (百万元)	897.86	882.92	852.58	852.97	752.32	665.05	658.27	658.27
收入 YoY	-4%	-2%	-3%	0%	-12%	-12%	-1%	0%
付费用户数(万户)	470.97	505.18	631.21	750.00	787.50	819.00	827.19	827.19
付费用户数 YoY	9%	7%	25%	20%	5%	4%	1%	0%
人均 ARPPU 值(元)	190.64	174.77	135.07	113.73	95.53	81.20	79.58	79.58
人均 ARPPU 值 YoY	-12%	-8%	-23%	-16%	-16%	-15%	-2%	0%
工程及安装业务 (百万元)	369.07	439.15	882.80	1,544.90	2,162.85	3,028.00	3,330.80	3,663.88
YoY	56%	19%	101%	75%	40%	40%	10%	10%
增值收视业务 (百万元)	401.88	396.89	340.40	323.38	291.05	261.94	235.75	212.17
YoY	13%	-1%	-14%	-5%	-10%	-10%	-10%	-10%
数据业务 (百万元)	109.43	199.33	228.60	251.46	256.49	261.62	264.24	264.24
YoY	181%	82%	15%	10%	2%	2%	1%	0%
销售业务 (百万元)	167.33	208.16	140.68	112.54	84.41	63.31	47.48	35.61
YoY	304%	24%	-32%	-20%	-25%	-25%	-25%	-25%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

未来 3 年盈利预测

按上述假设条件,我们预计公司 2018-2020 年收入分别为 32.1/36.8/44.4 亿元, 归属母公司净利润 3.2/3.5/4.7 亿元, 利润年增速分别为-27.5%/9.7%/34.1%。2018-2020 年每股收益分别为 0.31/0.34/0.45 元。

表 15: 未来 3 年盈利预测表

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2573	3206	3678	4442
营业成本	1568	2155	2460	2918
销售费用	185	230	272	329
管理费用	373	456	536	646
财务费用	(19)	(4)	(6)	(10)
营业利润	427	340	374	508
利润总额	445	357	392	526
归属于母公司净利润	442	320	351	471
EPS	0.42	0.31	0.34	0.45
ROE	10.5%	7.2%	7.5%	9.4%

盈利预测情景分析
表: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
乐观预测					
营业收入(百万元)	2,573	3,269	3,798	4,667	5,042
(+/-%)	12.4%	27.0%	16.2%	22.9%	8.0%
净利润(百万元)	442	428.23	511.42	720.91	805
(+/-%)	-0.3%	-3.1%	19.4%	41.0%	11.7%
摊薄 EPS	0.42	0.41	0.49	0.69	0.77
中性预测					
营业收入(百万元)	2,573	3,206	3,678	4,442	4,767
(+/-%)	12.4%	24.6%	14.7%	20.8%	7.3%
净利润(百万元)	442	320.26	351.26	471.00	513
(+/-%)	-0.3%	-27.5%	9.7%	34.1%	8.9%
摊薄 EPS(元)	0.42	0.31	0.34	0.45	0.49
悲观的预测					
营业收入(百万元)	2,573	3,143	3,559	4,224	4,503
(+/-%)	12.4%	22.1%	13.2%	18.7%	6.6%
净利润(百万元)	442	214.75	197.20	234.99	239
(+/-%)	-0.3%	-51.4%	-8.2%	19.2%	1.8%
摊薄 EPS	0.42	0.21	0.19	0.23	0.23
总股本(百万股)	1043	1043	1043	1043	1043

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

基础广电光缆铺设进度不及预期的风险

目前，“户户用”工程仍在积极推进中。光纤入户建设实施计划 2019 年计划城区、农村分别新建 15 万户和 10 万户，2020 年计划城区、农村分别新建 15 万户、5 万户。若建设资金不到位或者建设工程由于不可抗力被迫中断，则公司基础广电光缆铺设进度将无法实现预期目标。

有线电视用户规模增长不及预期的风险

当前，公司新增有线电视用户规模主要来自农村，部分城市居民选择不再续费。受三网融合竞争环境下 IPTV 等冲击，城市居民的有线电视续费率或许将进一步下滑，进而拖累整体有线电视用户规模的增长速度。

智慧广电项目落地情况不及预期的风险

智慧广电项目包括远程医疗、农村电商、窄带物联网建设等。这些项目尚处于开拓获客期，如果落地或者大规模推广遇到来自市场竞争者的阻碍，那么有可能影响公司智慧广电业务的收入增速。

估值风险

我们采取相对估值法计算出公司的合理估值在 12.61-16.59 元之间，但该估值是建立在公司有线电视基础收视业务用户规模保持小幅增长、“户户用”项目持续推进的基础上得来的，考虑到公司用户规模、创新业务发展潜力较高等因素，我们给予单用户高于市场平均水平的估值（1900-2500 元），可能未充分考虑到有线电视类上市公司整体估值偏高的风险。

盈利预测风险

- 1、若有线电视基础收视业务推进不及预期，叠加单用户收入减少，可能导致有线电视业务收入不及预期的风险
- 2、“户户用”项目推进不及预期的风险
- 3、若“三网融合”的竞争环境持续恶化，公司增值收视业务的降低幅度可能超出预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	715	1440	1440	1198	营业收入	2573	3206	3678	4442
应收款项	973	483	554	669	营业成本	1568	2155	2460	2918
存货净额	131	96	108	131	营业税金及附加	10	12	18	22
其他流动资产	567	42	48	58	销售费用	185	230	272	329
流动资产合计	2386	2060	2150	2056	管理费用	373	456	536	646
固定资产	5079	5522	5346	5134	财务费用	(19)	(4)	(6)	(10)
无形资产及其他	57	54	52	50	投资收益	1	1	1	1
投资性房地产	953	953	953	953	资产减值及公允价值变动	(44)	(19)	(24)	(29)
长期股权投资	53	67	81	94	其他收入	14	0	0	0
资产总计	8527	8657	8581	8288	营业利润	427	340	374	508
短期借款及交易性金融负债	420	2153	1567	554	营业外净收支	18	18	18	18
应付款项	1960	311	345	420	利润总额	445	357	392	526
其他流动负债	1442	1215	1386	1683	所得税费用	1	36	39	53
流动负债合计	3822	3679	3297	2657	少数股东损益	2	1	2	2
长期借款及应付债券	200	200	200	200	归属于母公司净利润	442	320	351	471
其他长期负债	251	290	340	342					
长期负债合计	451	490	540	542	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4273	4169	3837	3199	净利润	442	320	351	471
少数股东权益	51	51	51	52	资产减值准备	35	23	1	(2)
股东权益	4203	4437	4693	5037	折旧摊销	252	423	515	549
负债和股东权益总计	8527	8657	8581	8288	公允价值变动损失	44	19	24	29
					财务费用	(19)	(4)	(6)	(10)
					营运资本变动	39	(765)	166	224
					其它	(34)	(22)	(0)	2
					经营活动现金流	779	(2)	1057	1274
					资本开支	(2222)	(905)	(362)	(362)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(2235)	(919)	(376)	(376)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(119)	(86)	(95)	(127)
					其它融资现金流	244	1733	(587)	(1013)
					融资活动现金流	5	1647	(682)	(1140)
					现金净变动	(1451)	725	0	(242)
					货币资金的期初余额	2165	715	1440	1440
					货币资金的期末余额	715	1440	1440	1198
					企业自由现金流	(1494)	(929)	672	885
					权益自由现金流	(1250)	805	85	(128)

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.42	0.31	0.34	0.45
每股红利	0.11	0.08	0.09	0.12
每股净资产	4.03	4.26	4.50	4.83
ROIC	10%	5%	5%	8%
ROE	11%	7%	7%	9%
毛利率	39%	33%	33%	34%
EBIT Margin	17%	11%	11%	12%
EBITDA Margin	27%	24%	25%	24%
收入增长	12%	25%	15%	21%
净利润增长率	0%	-28%	10%	34%
资产负债率	51%	49%	45%	39%
息率	1.1%	0.8%	0.9%	1.2%
P/E	24.6	33.9	30.9	23.0
P/B	2.6	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	21.9	19.4	16.2	13.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032