

传媒行业

广电行业：国网整合序幕拉开，5G 及超高清带来新机遇

核心观点：

● **“全国一张网”“智慧广电”改革持续推进，行政力量推动全国整合**
2019年是“全国一张网”整合的关键年，从广电总局到国网公司推动“全国一张网”建设的行政力量全面加强。为推进整合，在工作领导小组安排上，2018年8月份经中央领导统一，由中宣部牵头成立了全国有线电视网络整合发展领导小组。在配套政策上，《全国有线电视网络整合发展实施方案》有望落地，指导整合工作实质性开展。并且国网公司与中信集团、阿里巴巴于2019年3月21日签署战略合作协议，将在全国有线电视网络整合发展、改造升级、产品开发和运营管理中形成战略联盟，各方投入相关优势资源，“全国一网”融合发展再进一步。

● **有线电视受到互联网及新媒体冲击，5G 以及超高清视频带来新机遇**
根据《中国有线电视行业发展公报》，2018年我国有线电视用户规模2.23亿户，虽然收视份额仍排第一，但同比有所下降，而OTT、IPTV以及直播卫星的收视份额同比均呈现增长。在互联网及新媒体双重冲击导致有线电视用户流失严重的情况下，我们认为5G以及超高清视频或将为广电行业带来新的发展机遇。5G商用在即，国网公司有望获得5G牌照。5G发展与“智慧广电”推进相契合，对于破解广电的业务困境，寻求新模式和推进“智慧广电”计划都有着基础性的意义。而超高清视频产业发展将带动从硬件到传输渠道到内容全产业链的变革。超高清技术于电视端的应用，是突破电影大屏和手机小屏的有效路径，支撑电视屏幕于家庭场景的应用需求不被淘汰。对传统的广电系统来说，是对抗IPTV、OTT用户分流的有效手段。我们认为，目前广电行业正经历一场由技术革命出发的、由消费端（市场）主导、由政策保驾护航的变革。在超高清视频内容发展和5G产业协同的推动下，广电行业正迎来新的发展机遇。

● **广电上市公司梳理：业务多元化发展，行业改革持续推进，建议关注**
目前在A股上市的广电企业有11家，从业务数据来看，受互联网以及新媒体的冲击，部分省网的用户规模增长乏力，各省网均积极推进业务多元化发展以对冲有线电视业务下行的风险，数字化业务、IPTV、广告、内容等转型业务带来营收新增量。从有线电视主业来看，东方明珠、江苏有线以及贵广网络用户规模排前，其中贵广网络用户规模增长最快；渗透率方面，广电网络以及广西广电目前在省内的渗透率相对较低，未来有线电视业务仍有较大成长空间。从其他业务来看，湖北广电、电广传媒以及东方明珠有线电视业务占比相对较小，创新业务多元化发展。从估值水平来看，当前行业PB水平仍处于历史相对低位，其中江苏有线、华数传媒、歌华有线、吉视传媒、湖北广电、电广传媒以及东方明珠PB水平低于行业平均水平（Wind有线电视及卫星板块PB=1.69）。在行政推动力量全面加强的情况下，2019年广电整合将持续推进，建议关注广电行业优质标的（如贵广网络有较强的团队管理能力、前瞻战略布局、资源优势）以及相关低PB公司（江苏有线、湖北广电、歌华有线等）的估值提升机会。

风险提示

（1）政策落地不及预期；（2）互联网及新媒体对广电行业的冲击。

行业评级

买入

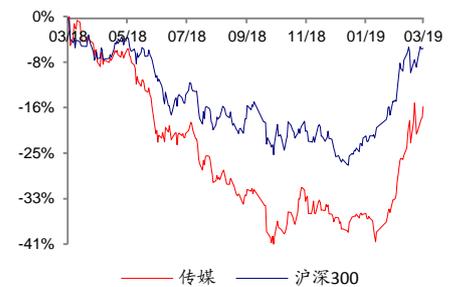
前次评级

买入

报告日期

2019-03-22

相对市场表现



分析师： 旷实



SAC 执证号：S0260517030002



SFC CE No. BNV294



010-59136610

kuangshi@gf.com.cn

相关研究：

传媒行业:北京春推会剧集数 2019-03-17

量同比下降 18.5%；可持续
关注游戏和有线板块

传媒行业:完美世界畅销免费 2019-03-10

双榜登顶，可配置优质龙头
与主题性中小市值个股

联系人： 叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表 (多家公司2018年实际净利润数据已披露, 如注释所示)

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/3/21	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
光线传媒	300251.SZ	买入	人民币	9.23	-	0.48	0.37	10.05	23.41	34.1	25.4	16.46	11.00
横店影视	603103.SH	增持	人民币	24.97	27.38	0.71	0.72	35.27	34.68	18.1	18.7	14.60	13.00
芒果超媒	300413.SZ	买入	人民币	47.31	45.5	0.90	1.20	52.43	39.47	14.5	9.2	16.40	18.20
视觉中国	000681.SZ	买入	人民币	28.31	30.8	0.55	0.72	51.38	39.32	41.8	31.6	13.00	15.00
平治信息	300571.SZ	买入	人民币	61.1	-	1.80	2.30	33.86	26.57	20.2	15.5	49.89	36.50
万达电影	002739.SZ	买入	人民币	23.27	-	0.73	0.92	31.71	25.29	17.4	14.8	10.63	11.00
完美世界	002624.SZ	买入	人民币	33.99	34.32	1.30	1.56	26.25	21.84	22.82	16.42	20.37	17.50
吉比特	603444.SH	买入	人民币	213.22	198	9.59	11.04	22.24	19.32	15.29	12.07	23.08	21.04
三垒股份	002621.SZ	增持	人民币	23.56	-	0.09	0.47	267.72	49.80	171.53	25.34	2.45	11.98
科斯伍德	300192.SZ	买入	人民币	10.99	-	0.31	0.50	35.15	21.80	19.44	10.97	10.19	13.12
分众传媒	002027.SZ	买入	人民币	7.03	-	0.40	0.46	17.71	15.15	14.32	11.62	46.61	19.43
新经典	603096.SH	买入	人民币	60.55	68.49	1.83	2.28	33.04	26.56	23.3	18.3	14.20	16.2
中南传媒	601098.SH	增持	人民币	13.58	-	0.69	0.7	19.70	19.40	7.4	6.2	9.30	8.00
美团点评	3690.HK	买入	港元	48.9	62.4	-1.92	-0.76	-	-	-	-	-135.70	-6.70
爱奇艺	IQ.O	买入	美元	26.02	30.52	-12.59	-10.98	-	-	-	-	-78	-110

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

- 注: 1) 光线传媒、芒果超媒、万达电影、完美世界、三垒股份、科斯伍德、分众传媒、中南传媒等 2018 年净利润为实际公布值
 2) 美团点评 2019 年预计亏损, 2019~2021 年参考 PS 估值分别为 2.6x、2.0x 和 1.7x
 3) 爱奇艺 2019 年预计亏损, 2018~2020 年参考 PS 估值分别为 3.8x、3.1x 和 2.6x
 4) 美团点评以及爱奇艺 EPS 数据为 Non-GAAP-EPS

目录索引

广电行业改革推进，行政推动力量全面加强.....	6
广电行业变革推进，技术出发，内容主导，政策护航.....	6
“全国一张网”推进，2019 年整合将加速.....	11
“智慧广电”建设，政用、民用、商用空间巨大.....	12
行业挑战与机遇并存，5G 及超高清视频推动发展.....	15
挑战：互联网及新媒体冲击下，有线电视用户正在流失.....	15
机遇：广电有望获得 5G 牌照，与“智慧广电”推进相契合.....	19
机遇：超高清视频产业发展，推动广电全产业链变革.....	21
广电上市公司梳理.....	22
业务表现：受互联网及新媒体冲击，部分省网用户增长乏力.....	22
财务表现：用户流失使营收增长放缓，数字化转型带来多元化营收.....	24
估值情况.....	29

图表索引

图 1: 广电行业产业链	6
图 2: 2017 年贵广营收结构	7
图 3: 2017 年广西广电营收结构	7
图 4: 广电体系	8
图 5: 中国广播电视行业十大科技关键词	9
图 6: 全国有线电视网络整合主要任务	11
图 7: “智慧广电”建设四个集中发力点	13
图 8: 中国家庭电视收视格局	15
图 9: 2015-2018 年中国有线电视用户发展进程	16
图 10: 2015-2018 年中国直播卫星用户发展进程	16
图 11: 2017Q4-2018Q4 中国有线电视用户发展进程	16
图 12: 2015-2018 年中国 IPTV 用户发展进程	17
图 13: 2015-2018 年中国 OTT 用户发展进程	17
图 14: 5G 的三大应用场景	19
图 15: 超高清视频产业发展对广电产业链各环节的目标规划	21
图 16: 截至 2018 年 9 月 30 日有线电视公司用户规模	22
图 17: 2017 年有线电视业务渗透率	23
图 18: 各公司收入及归母净利润分析 (2018Q1~2018Q3)	24
图 19: 2015-2017 年江苏有线营收结构	25
图 20: 2015-2017 年贵广网络营收结构	25
图 21: 2015-2017 年华数传媒营收结构	26
图 22: 2015-2017 年歌华有线营收结构	26
图 23: 2015-2017 年广电网络营收结构	26
图 24: 2015-2017 年吉视传媒营收结构	26
图 25: 2015-2017 年湖北广电营收结构	27
图 26: 2015-2017 年广西广电营收结构	27
图 27: 2015-2017 年天威视讯营收结构	27
图 28: 2015-2017 年电广传媒营收结构	27
图 29: 2015-2017 年东方明珠营收结构	28
图 30: A 股有线电视公司盈利能力 (2018/09/30)	28
图 31: 有线和卫星电视指数 PE-Bands	30
图 32: 有线和卫星电视指数 PB-Bands	30
表 1: 行政力量保障广电体系变革推进	9
表 2: 各省网智慧广电应用情况	13
表 3: 贵广网络智慧广电应用案例	14

表 4: 直播卫星、有线电视、IPTV、OTT 对比	17
表 5: 各省广电公司 5G 推进情况.....	20
表 6: A 股有线电视公司 ARPU 对比 (2017 年)	23
表 7: A 股有线电视公司盈利能力 (2018/09/30)	29
表 8: A 股有线电视现金持有分析 (2018/09/30)	29
表 9: A 股有线电视公司估值 (2019/03/21)	29
表 10: 可比公司估值水平 (股价为 2019 年 3 月 21 日收盘价)	30

广电行业改革推进，行政推动力量全面加强

广电行业变革推进，技术出发，内容主导，政策护航

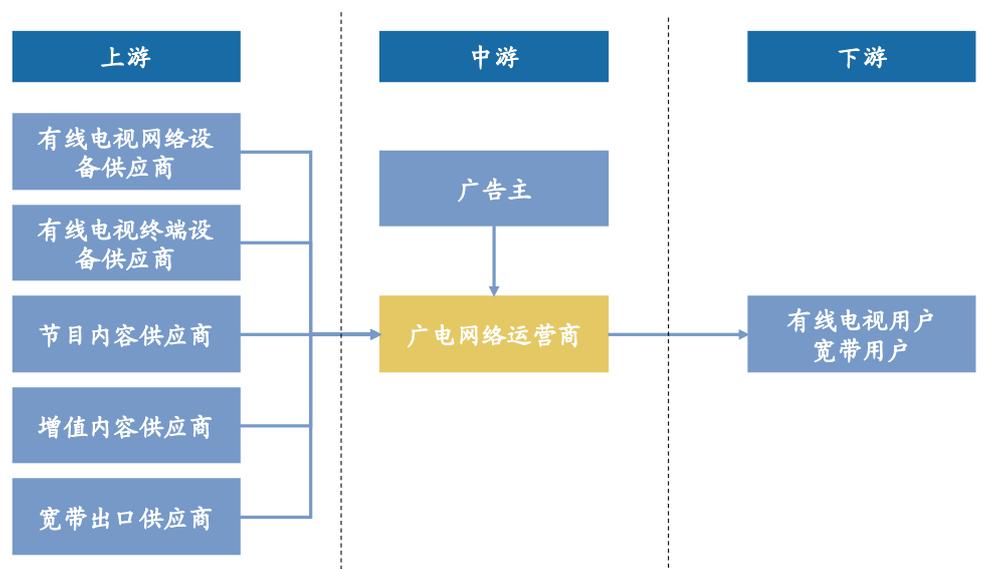
广电行业产业链上游包括有线电视网络设备供应商、有线电视终端设备供应商、节目内容供应商、增值内容供应商以及宽带出口供应商等。广电网络运营商处于产业链核心位置，建设有线网络，整合内容资源，向用户提供丰富多彩的电视节目和视频内容服务。行业下游主要包括有线电视用户以及宽带用户。

上游内容提供商，包括节目内容提供商和增值内容提供商。节目内容提供商主要是国内外电视台和收费专业频道。增值内容提供商主要提供包括视频内容、电视教育、电视游戏等增值服务业务内容，既可以与广电网络运营商合作运营并提供完整的解决方案，也可以仅为广电网络运营商提供某种增值服务内容支持。

设备供应商，包括有线电视网络设备供应商和终端设备供应商。网络设备供应商为广电网络运营商提供有线电视网络解决方案和系统设备，如EPON设备、光缆等。终端设备供应商主要是为广电网络运营商或用户提供机顶盒等终端设备。

宽带出口提供商，是指中国电信、中国移动等电信运营商。其向广电网络运营商提供宽带出口，由广电网络运营商向用户提供宽带接入服务。

图 1：广电行业产业链



数据来源：贵广网络招股说明书，广发证券发展研究中心

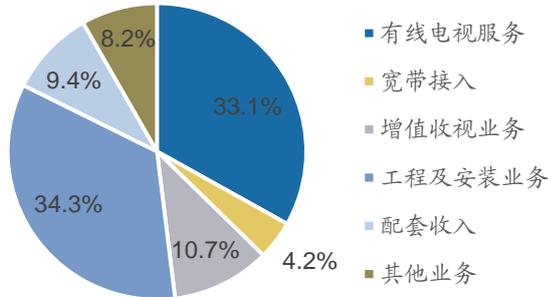
广电网络运营商的主要业务和盈利模式一般包括以下几个方面：

- 通过规划建设小区有线电视网络和提供有线电视入户服务，取得工程及安装收入；
- 通过传输节目向电视台或内容提供商提供节目传输服务，取得节目传输收入；
- 通过向用户提供电视节目、视频点播等基本业务和增值业务，向用户收取基本

收视业务收入和增值收视业务收入；

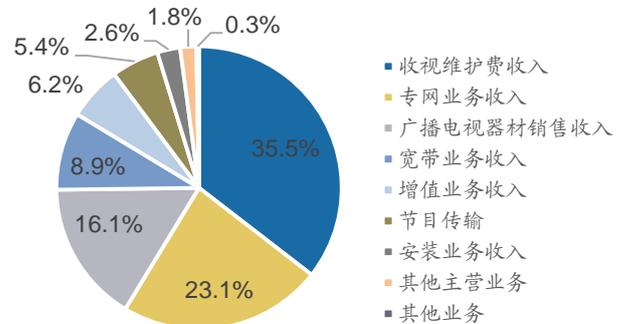
- 通过广电网络向用户提供互联网接入服务及其他用网服务，取得数据业务收入。

图 2：2017年贵广营收结构



数据来源：贵广网络公司年报，广发证券发展研究中心

图 3：2017年广西广电营收结构

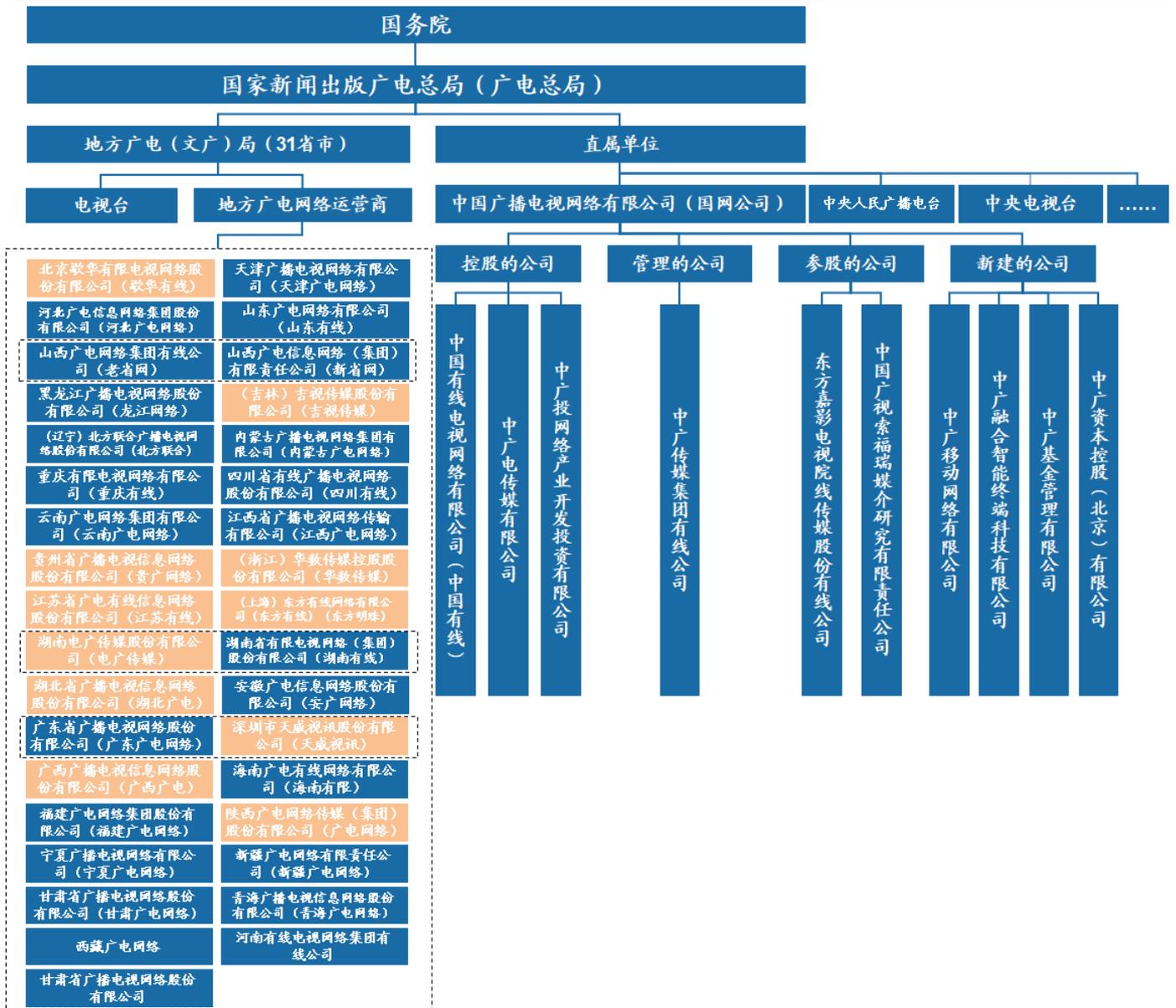


数据来源：广西广电公司年报，广发证券发展研究中心

国家对有线广播电视传输行业实行统一领导、分级管理，行政主管部门为广电总局及地方广电部门。2013年3月，国务院披露机构改革和职能转变方案，组建国家新闻出版广电总局，我国有线广播电视传输行业的主管部门由国家广电总局更换为国家新闻出版广电总局。广电总局全面负责行业管理工作，制定产业发展规划、政策并组织实施；广电总局下属机构包括中国广播电视网络有限公司（简称“国网公司”或“中国广电”），国网公司负责全国范围内有线电视网络有关业务，是三网融合的推进主体。若2019年“全国一网”股份公司组建完成之后，将按母子公司制管理运营，仍保持两级运营格局，各省网公司作为子公司仍是独立法人，各省的资产、人员仍保留在地方，国有资产的监督管理、人事任免、业务经营、税收等也保留在各省不变。

地方层面，1999年国务院发布《关于加强广播电视有线网络建设管理意见》，要求“推进地（市）、省级无线电视台和有线电视台的合并，进一步优化资源的合理配置，减少内部矛盾，进而组建广播电视集团，加快广播电视事业发展”。2000年6月根据国家统一要求，实行有线无线播出机构合并，全国有线电视实现“台网分离”运作，有线电视台的节目制作部分合并到无线电视台，网络部分组建有线电视网络公司企业化运营，可以上市。地方广电部门对有线广播电视传输业务进行分级管理，负责行政区域内相关业务的管理工作和事业发展规划。地方广电网络运营商目前上市的有11家，包括东方明珠、广电网络、湖北广电、电广传媒、华数传媒、歌华有线、天威视讯、吉视传媒、江苏有线、广西广电、贵广网络。

图 4: 广电体系



数据来源: 广电总局, 搜狐财经, 广发证券发展研究中心 (注: 橙色部分为上市公司)

技术革命，行政力量推动，广电变革开启。从1974年我国第一个共用天线系统安装至今，在引进并转化利用国外先进技术的基础上，我国广电行业飞速发展，已经形成了以双向数字化网络为主、覆盖全国的有限网络，和庞大的有限广播电视用户群体。而目前广电行业进入了新的变革时期，广电行业正经历一场由技术革命出发的、由消费端（市场）主导、由政策保驾护航的变革。在超高清视频内容发展和5G产业协同的推动下，广电行业正迎来新的发展机遇。

图 5：中国广播电视行业十大科技关键词

← 2012年 →	← 2013年 →	← 2014年 →	← 2015年 →	← 2016年 →	← 2017年 →
三网融合	三网融合	国家广播电视网络	“十三五”规划	智慧广电	智慧广电
互联网电视	互联网电视	移动互联网	中央无线数字化覆盖工程	网络视听/IPTV/OTT	“十九大”安全播出
3D电视	高清电视	4K超高清	4K超高清	超高清	4K超高清
“十八大”安全播出	信息安全	信息安全	智能网关	网络安全	网络安全
宽带接入	宽带接入	宽带接入	宽带广电	宽带广电	人工智能（AI）
智能终端	智能电视机	智能终端	“广电+”	“中国广电”	全国应急广播总体规划
高清电视	超高清	智能电视操作系统	智能电视操作系统2.0	有线无线卫星融合覆盖	有线电视互联互通平台
云计算	云计算应用	云平台	广电云平台	广电云平台	IP化
NGB	NGB	媒体融合	媒体融合	媒体融合	融合媒体云平台
直播卫星“户户通”	大数据	大数据	大数据	大数据	大数据

数据来源：CCBN，广发证券发展研究中心

表 1：行政力量保障广电体系变革推进

时间	部门	关键词	内容
2018.8	中宣部、国家广播电视总局	全国一张网	中宣部牵头成立全国有线电视网络整合发展领导小组，部署《全国有线电视网络整合发展实施方案》，进一步加大行政推动力度。
2018.8.15	国家广播电视总局	全国一张网	总局组织召开全国有线电视网络整合发展片区座谈会，31家省级有线电视网络公司分5个片区参加会议。
2018.1	国家广播电视总局、第二十六届媒体融合技术研讨会 (ICTC2018)	全国一张网	中国广播电视网络有限公司副总经理于保安做了演讲指出：整合方面，中宣部高度重视，广电总局全力推动，全面加强行政推动力量；拟定全国有线电视网络发展实施方案，为加快有线电视网络整合发展奠定了基础；国网公司与各省网公司进一步统一思想，在整合发展上基本达成了共识，大家越来越深刻地认识到只有整合发展才能复兴广电网络，网络整合已经不能再等。提出战略布局、网络升级改造和业务体系创新三方面的发展思路
2018.11.22	国家广播电视总局	智慧广电，5G	在贵阳召开推进全国“智慧广电”建设现场会，中宣部副部长、国家广播电视总局党组书记、局长聂辰席在会上发表讲话，指出四个发力方向：打造“智慧广电”媒体、发展“智慧广电”网络、培育“智慧广电”生态、加强“智慧广电”监管

2018.12.29	国家广播电视总局	5G	张宏森同志与中信集团董事长常振明就中信集团与国网公司合作有关事项进行会谈。中信集团表示愿意全力支持并积极参与广电网络转型升级的重大项目，与国网公司进一步深化战略合作、加快工作推进。
2019.1.6	国家广播电视总局	智慧广电	2019年全国广播电视工作会议上，聂辰席强调坚持创新，以实施“智慧广电”建设工程为抓手，推动事业产业强起来，坚定不移深化供给侧结构性改革，做优做强广播电视主流媒体，做优做强广播电视网络，做优做强广播电视公共服务，做优做强广播电视产业生态，加快行业优化升级、高质量发展。
2019.1.23	国家发展改革委、中宣部、工信部、财政部、广电总局等 18 部门	全国一张网	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量 促进形成强大国内市场的行动方案》中明确指出：“推动基本公共文化服务均等化”、“加快有线电视网络整合发展和互联互通。推动完成全国有线网络整合，形成全国一张网”、“加快智慧广电发展”。
2019.3.19	国家广播电视总局、有线数字电视运营商国际峰会	全国一张网，5G	中国广播电视网络有限公司副总经理曾庆军作题为“新形势下有线电视网络业务创新发展的考虑”的演讲，强调网络整合与5G发力，在“全国一网”的条件下高质量的发展有线电视行业。
2019.3.20	国家广播电视总局、第 27 届中国国际广播电视信息网络展览会 (CCBN2019)	智慧广电，高清超高清，全国一张网，5G	张宏森发表题为《立足新时代 展现新气象 推动广播电视高质量发展和创新性发展》的主旨演讲，提出要加快推进媒体深度融合，推进广播电视革新；要加快广电网络升级改造，提升广播电视核心竞争力；要加快广电创新体系建设，促进技术创新体系建设，加快监管体系建设
2019.3.21	中宣部、国家广播电视总局	全国一张网	全国有线电视网络融合发展战略合作签约活动在中国国际展览中心举行。中国广播电视网络有限公司与中国中信集团有限公司及阿里巴巴集团分别签署了战略合作框架协议，将在全国有线电视网络整合发展、改造升级、产品开发和运营管理中形成战略联盟，各自投入相关优势资源，共同进行规划设计，积极谋划探索，共同努力将广电网络打造成新型的媒体融合传输网、数字文化传播网、数字经济基础网和国家战略资源网。

数据来源：发展改革委网站、广电总局、ICTC2018，广发证券发展研究中心

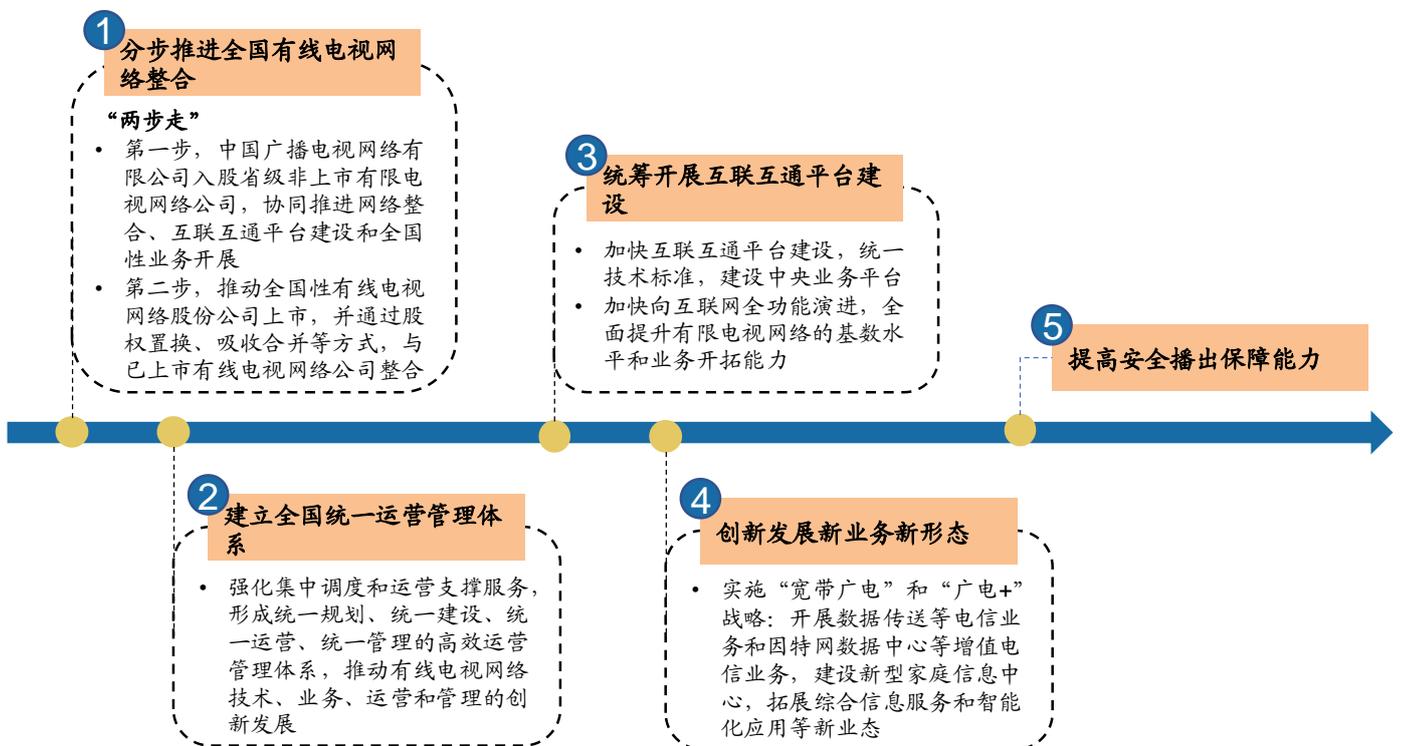
“全国一张网”推进，2019年整合将加速

2016年11月25日，中宣部、财政部、国家新闻出版广电总局联合印发《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》。《意见》对加快推进全国有线电视网络整合发展作出全面部署，明确到“十三五”末期，基本完成全国有线电视网络整合，成立由中国广播电视网络有限公司控股主导、各省级有线电视网络公司共同参股、按母子公司制管理的全国性股份公司，实现全国一张网。推进全国有线电视网络整合工作分为两步走，目前推进进程仍处在第一步。

- 第一步：中国广播电视网络有限公司入股省级非上市有线电视网络公司，协同推进网络整合、互联互通平台建设和全国性业务开展；
- 第二步：推动全国性有线电视网络股份公司上市，并通过股权置换、吸收合并等方式，与已上市有线电视网络公司整合。

从整合进度来看，目前还在第一步。尽管目前国网正在与非上市省网运营商（河北、青海、宁夏、内蒙古、黑龙江、重庆、新疆、山东、海南）达成战略投资协议，以此方式逐步形成全国一张网的局面，但仍然有9家上市广电运营商（湖北、陕西、北京、江苏、浙江、湖南、吉林、广西、贵州）以及13家省网公司并未签署协议，距离真正意义上的“全国一张大网”仍有一定距离。为了达到2020年的目标，我们预计2019年推进的速度会加快。

图 6：全国有线电视网络整合主要任务



数据来源：《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》，广发证券发展研究中心

从总局到国网，行政力量推动“全国一张网”，2019年整合将加快。中国广播电视网络有限公司董事长赵景春在推进全国“智慧广电”建设现场会上表示，国网公

司正在为组建“全国一网”股份公司积极开展各项工作。“全国一张网”将由国网公司、省网公司的相关股东、战略投资者共同发起组建。为推进整合，在工作领导小组安排上，2018年8月份经中央领导统一，由中宣部牵头成立了全国有线电视网络整合发展领导小组。我们认为在中宣部高度重视、广电总局全力推动下，“全国一张网”建设行政推动力量全面加强，推进步伐有望进一步加速。在配套政策上，2018年8月15日至8月21日，总局组织召开全国有线电视网络整合发展片区座谈会，31家省级有线电视网络公司分5个片区参加会议。座谈会就《全国有线电视网络整合发展实施方案》征求了意见，《全国有线电视网络整合发展实施方案》的落地在望。我们认为“实施方案”将在《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》的框架之内，是整合工作具体执行层面的细化方案。“实施方案”的实质落地将有效推动整合工作的开展，也有利于有线电视网络与5G新技术新业态的融合发展。

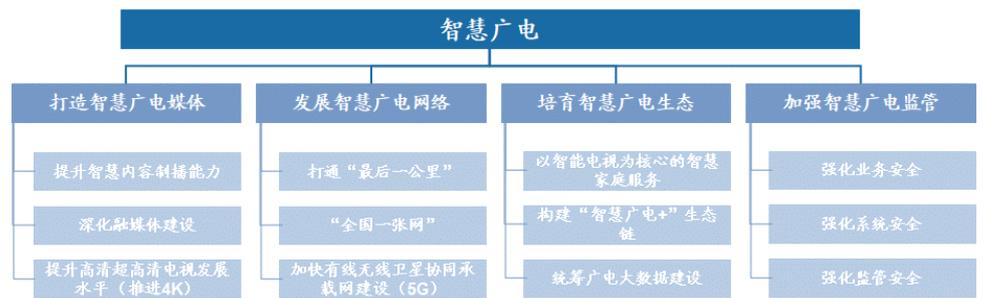
国网公司与中信集团、阿里巴巴签署战略合作协议，“全国一网”融合发展再进一步。2019年3月21日，国网公司与中信集团以及阿里巴巴分别签署战略合作协议，按照合作协议，国网公司与中信集团以及阿里巴巴将在全国有线电视网络整合发展、改造升级、产品开发和运营管理中形成战略联盟。我们认为，引进中信集团战略投资能为国网公司推进全国一网提供资本助力，而阿里巴巴则能够带来其在大数据、云计算等技术层面以及文娱产业链上的优势。各方投入相关优势资源，在战略合作之下，广电网络将进一步向新型的媒体融合传输网、数字文化传播网、数字经济基础网和国家战略网迈进。

“智慧广电”建设，政用、民用、商用空间巨大

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，中宣部副部长、国家广播电视总局党组书记、局长聂辰席在会上发言表示要全力推进“智慧广电”建设，在打造智慧广电媒体、发展智慧广电网络、培育智慧广电生态、加强智慧广电监管等四个方面集中发力。

同日国家广电总局印发《关于促进智慧广电发展的指导意见》，提出了“智慧广电”发展的总体目标：力争用3-5年时间，广播电视在内容制作、分发传播、用户服务、技术支撑、生态建设以及运行管理等方面的智慧化发展协同推进，智慧广电发展的广度、深度显著增强，智慧广电发展取得突破性进展，广播电视在国家数字经济总体战略中的地位作用进一步凸显。

图 7: “智慧广电”建设四个集中发力点



数据来源：贵阳推进全国“智慧广电”建设现场会，广发证券发展研究中心

智慧广电拓宽广电企业业务范围，**政务、民用、商用空间巨大**。我们认为智慧广电的推进能够极大提升广电政务、民用、商用同和服务能力，能够同时带来社会效益以及经济效益。在广电企业从传统业务转型的关键时点，广电企业依托有线、无线、卫星、互联网等多种手段，以云计算、大数据、物联网、IPv6、人工智能等技术为支撑，实现政务、民用、商用，推动构建智慧广电新生态。

表 2: 各省网智慧广电应用情况

省网	公告时间	应用案例
歌华有线	2017年9月22日	全资子公司北京歌华有线工程管理有限公司中标智慧城市通州区公共安全视频监控建设联网应用项目，中标金额 1.38 亿元
	2017年9月11日	全资子公司北京歌华有线工程管理有限公司为北京市大兴区黄村镇数字化精细管理体系的中标供应商，中标金额 5794.6 万元。
	2017年3月29日	公司中标北京市新闻出版广电局北京市高清交互数字电视普及项目单一来源采购，成交金额 1.17 亿元
吉视传媒	2017年12月15日	与吉林省水利厅在长春市共同签署战略合作协议。核心目的是为了持续深化吉林省水治理体系与现代信息技术的深度融合，不断促进水利信息资源共享与开发利用，通过“互联网+”、物联网、云计算与大数据分析、智能传感、无线通信、航天卫星、图像识别等信息技术手段在水利业务及管理中的应用，来扎实推进吉林省水利生态文明建设与信息化管理水平，并为水利改革发展及综合治理能力的提升奠定坚实的基础，从而全面实现“数字水利”向“智慧水利”的转型升级及水生态保护的核心目标。
	2018年半年报	公司“雪亮工程”、梅河口智慧城市建设、智慧乡村试点建设、科普中国、电视图书馆等社会信息化项目均取得良好成效。
	2015年7月26日	与吉林省教育厅正式签署了《吉林省教育信息化建设战略合作协议》
	2015年12月1日	吉林省公安厅交通警察总队与公司友好协商，就交通管理信息服务业务“警视通”项目的合作事宜签署了协议。
广电网络	2018年5月30日	公司“百兆乡村”示范及配套支撑工程”项目列入 2018 年中央预算内投资计划项目，获得国家投资补助 15,000 万元
	2018年6月15日	本公司与同方股份签订《“智慧城市”业务战略合作协议》
	2018年2月11日	公司以货币方式出资 1 亿元独资成立“陕西省视频大数据建设运营有限公司”
	2016年11月5日	公司与同方股份有限公司（简称“同方股份”）签订《“智慧韩城”PPP 项目合作协议》。
江苏有线	2017年5月10日	子公司江苏有线数据网络与广播电视集团、中兴智能交通股份、深圳迪威视讯股份三方成立丹阳

		市智慧城市投资建设有限公司
东方明珠	2015 年	公司承担了广电总局下达的“下一代广播电视无线试验网”建设项目，并率先以整体解决方案打造了物联网+社区精细化治理示范街道。目前，公司在该领域业务已覆盖杨浦、虹口、普陀三区 18 个街镇。未来将继续按照物联、数联、智联三位一体的智慧城市发展理念，持续推进新型城域物联专网建设，拓展区域覆盖。并通过产业生态的构建，实现模式的复制与全国推广。
电广传媒	2018 半年报	湖南有线已积极推进智慧城市、雪亮工程等专网建设，布局物联网应用市场。
湖北广电	2017 年 2 月 18 日	公司中标武汉市智慧交通示范工程通信链路项目，项目金额 5160 万元
	2015 年 9 月 30 日	与上海兆芯集成电路有限公司、上海联彤网络通讯技术有限公司签订智慧广电战略合作协议
广西广电	2018 年 5 月初	完成“智慧广电业务开发平台”方案设计，并开始申报立项。

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

贵州成为全国首个智慧广电综合试验区，构建智慧广电新生态。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，中宣部副部长、国家广电总局党组书记、局长聂辰席与贵州省委副书记、省长谌贻琴共同为中国（贵州）智慧广电综合试验区揭牌，贵州成为全国第一个智慧广电综合试验区。贵广网络目前已经组建了三家控股子公司，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。

表 3：贵广网络智慧广电应用案例

应用场景	应用案例
政用	<p>(1) 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”。</p> <p>(2) 依托有线无线融合网，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。</p>
民用	<p>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。</p>
商用	<p>目前，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，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。</p>

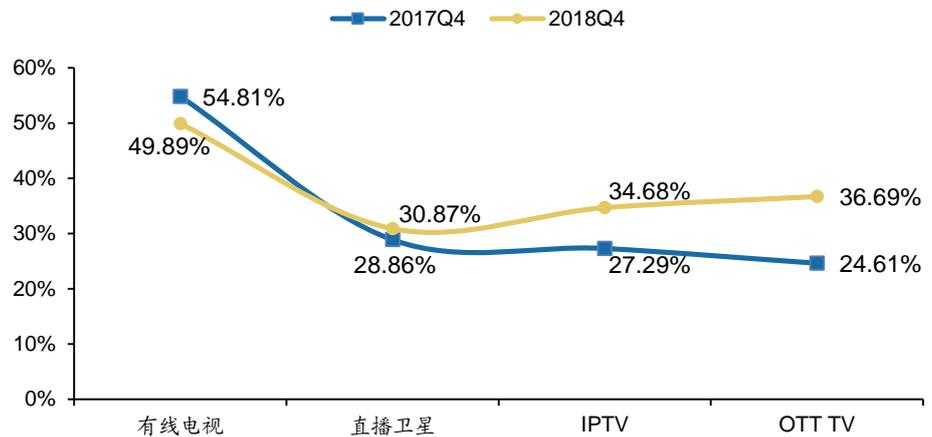
数据来源：贵广网络官网，广发证券发展研究中心

行业挑战与机遇并存，5G 及超高清视频推动发展

挑战：互联网及新媒体冲击下，有线电视用户正在流失

目前，我国电视用户接收广播电视节目的形式除有线广播电视外，还主要包括直播卫星电视、地面数字电视、IPTV、OTT等，但总体以有线广播电视为主。根据中国广播电视网络有限公司发布的《中国有线电视行业发展公报》，2018年我国有线电视用户规模2.23亿户，收视份额相比2017Q4有所下降，下探至49.89%；OTT用户同比增长12.08%，总量达到1.64亿户，收视份额36.69%，位居第二；IPTV用户同比增长7.39%，总量达到1.55亿户，收视份额34.68%，位居第三；直播卫星紧跟其后，收视份额30.87%，同比增长2.01%，用户总量近1.4亿户。在有线电视收视份额下降的情况下，OTT、IPTV以及直播卫星的收视份额同比均呈现增长，其中OTT增长最明显。

图 8：中国家庭电视收视格局

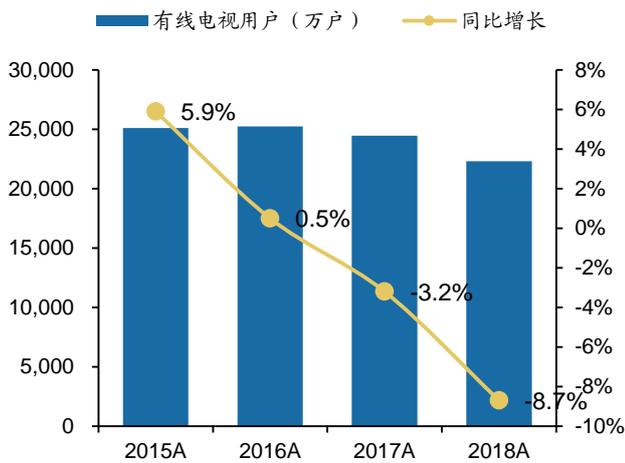


数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

(注：Base=我国家庭电视用户 4.47 亿户)

从具体用户数来看，2018年有线电视用户总量达到22,316万户，年度净减2,139.6万户，同比降幅达到8.7%。有线电视用户负增长加速。直播卫星用户净增847.5万户，同比增长6.5%，总量达到1.38亿户。新增用户放缓，但新一代户户通直播卫星机顶盒的测试和升级正在稳步推进。

图 9: 2015-2018年中国有线电视用户发展进程



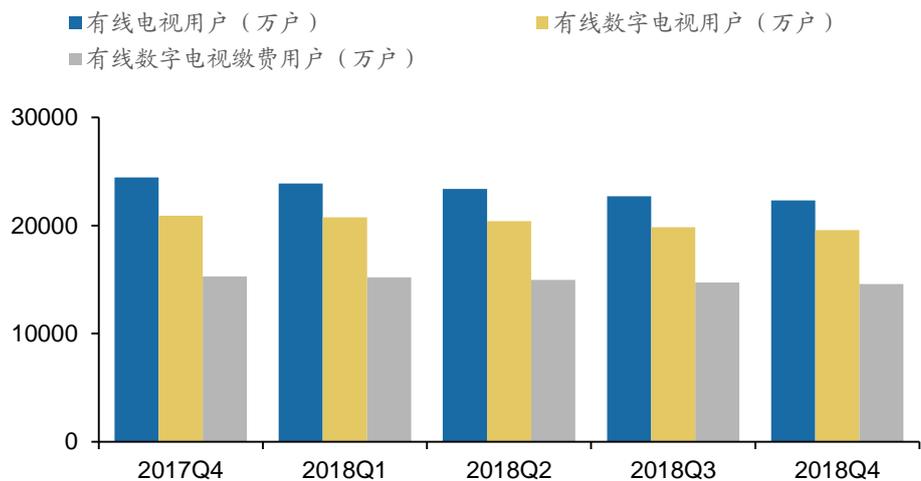
数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

图 10: 2015-2018年中国直播卫星用户发展进程



数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

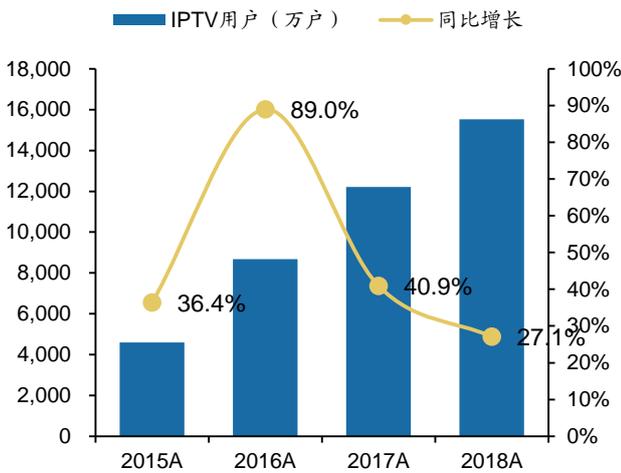
图 11: 2017Q4-2018Q4中国有线电视用户发展进程



数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

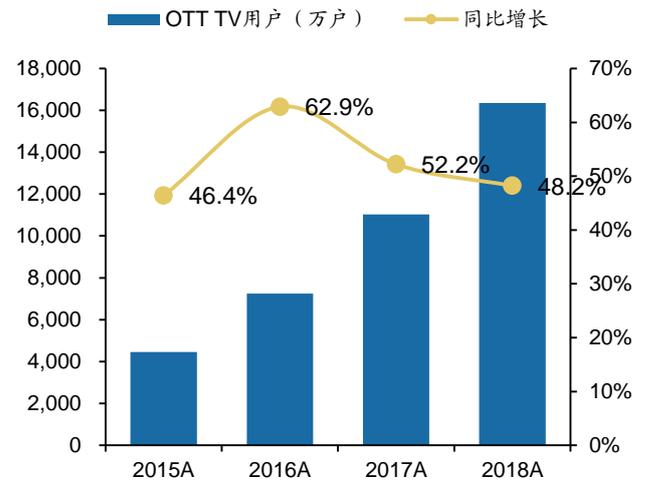
2018年IPTV用户净增3,315.9万户, 同比增长27.1%, 总量达到1.55亿户。电信运营商继续深挖家庭市场、发力融合业务, 推动IPTV用户持续增长。OTT用户净增超5,300万户, 同比增速48.2%, 总量达到1.64亿户。

图 12: 2015-2018年中国IPTV用户发展进程



数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

图 13: 2015-2018年中国OTT用户发展进程



数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

有线电视、直播卫星、IPTV、OTT同作为电视用户接收广播电视节目的方式, 但其在基本工作原理、分发环节、播放内容、运营方以及内容监管方面有较大差异。有线电视分发环节主要是广电通过光缆将内容分发给用户, 直播卫星则是通过卫星信号。而IPTV, 获得牌照的内容供应商则是通过运营商分发给用户, 内容监管可控。OTT上游内容供应商无需获得牌照, 可通过宽带网络直接将内容分发给用户。有线电视、直播卫星、IPTV内容可管控, OTT目前监管相对薄弱, 存在内容版权问题, 但也正是因此内容更开放。

表 4: 直播卫星、有线电视、IPTV、OTT 对比

	有线电视	直播卫星	IPTV	OTT TV
基本工作原理	对经过数字化压缩的图像和声音信号进行解码还原, 产生模拟的视频和声音信号。	通过卫星将视像、图文和声音等节目进行点对面的广播, 直接供广大用户接收 (“个体接收”或“集体接收”)	又称“交互式网络电视”, 采用机顶盒的方式, 利用IPTV 专网来收看电视直播、点播, 是集互联网、多媒体、通讯等技术于一体的媒体接受设备。	利用宽带网络来收看直播、点播, 其使用和工作方式与手机、电脑基本一致, 用户可以通过下载、安装各类电视软件来极大的拓展其内容和功能。
收费情况	开户费+每月收视费, 点播费	购买设施, 费用低。多数节目免费 (“户户通”为代表)	收视费往往与宽带资费绑定, 额外点播费	自行购买设备, 后期主要免费
操作难度	操作简单	操作简单	操作略微复杂	操作较复杂
内容丰富程度	内容较固定	内容较固定	内容较为多样	内容极大丰富
交互性	双向化改造后较强	单向为主	较强	最强
内容	直播为主	直播为主	支持直播、点播、回看	暂不可开展直播业务 (《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》), 可进行点播, 可自行安装游戏、教育、健身等各类软件

内容来源	广电制作	广电制作	专门提供商制作和供应，直播内容来自广电	提供商制作和供应+开放性新闻、视频、音乐
运营方	广电网络运营商	国家广电总局广播电视卫星直播管理中心（隶属于国家广电总局）	由电信、移动等运营商来运营	广电牌照方与家电厂商合作
分发环节	广电 ^{光缆} ⇒用户	广电 ^{卫星信号} ⇒用户	提供商⇒运营商⇒用户	提供商 ^{公共网络} ⇒用户
内容监管	可管控	可管控	可管控	缺乏监管，常存在版权问题
播放质量	图像质量最高，传输稳定	图像质量较高	网络较为稳定，质量较高	网络传输不稳定，质量波动
核心优势	用户基数大，操作简单，画面稳定、质量高	控覆盖范围广，抗灾害，运营成本低	内容相对丰富，质量有保障，安全可靠	用户费用低，自由度高

数据来源：知网《浅析 OTT-TV 工作原理及与 IPTV 的区别》、《有线电视、IPTV、OTT 运营方式与相关政策分析》，广发证券发展研究中心

运营商通过IPTV抢占广电收视份额，已成为有线电视最有力竞争。 IPTV从内容端到传输到播控环节都受到监管，需要有相应环节的牌照。IPTV运营商必须经广电总局和工信部向国务院三网融合工作协调小组提交申请。IPTV电视直播由集成播控平台提供，也就是广电播出机构提供，广电总局负责监管IPTV的电视直播与视频点播。随着网络家用带宽的提升，IPTV已经成为运营商提高市场竞争力的重要手段，目前，“手机+宽带+IPTV”已经成为运营商的主要资费方式，三费合一对用户而言减少了交费项目获得实惠，对商家而言通过增值服务而扩大市场，IPTV已经成为有线电视最有力的竞争对手。

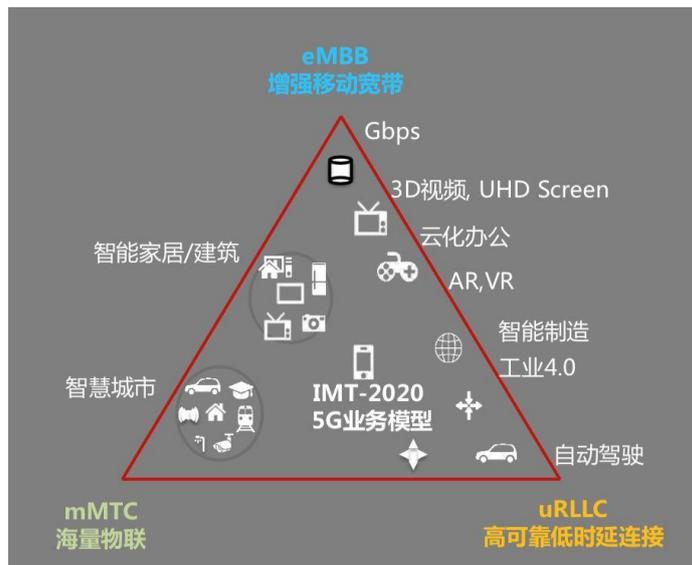
OTT牌照稀缺，版权问题后续将会规范，未来有线电视+OTT或是新的收视方向。 OTT牌照是互联网电视的管理和运营中枢，具有稀缺性。当前我国OTT牌照一共有七张，分别是CNTV、百视通、华数、南方传媒、湖南广电、中央人民广播电台、中国国际广播电台。IPTV是运营商对电视的挑战，而OTT作为基于互联网的视频服务，是互联网公司入侵电视屏，但目前OTT牌照集中在广电系，并且没有再发放的迹象，拥有牌照的有线电视运营商未来可以将有线电视与OTT互相补充，互通有无。随着行业规范化推进，OTT内容端以及设备盒子端的供给都会得到有效监管，有线电视+OTT的收视形式或许会成为主流。

机遇：广电有望获得 5G 牌照，与“智慧广电”推进相契合

5G网络是指第五代移动通信网络，峰值理论传输速度可达每秒数10Gb，比4G网络速度快百倍，这一技术能够提供强大的数据传输功能，其落地有望让终端用户保持联网状态，真正实现多种设备的连接，在物联网、VR/AR、远程医疗、智能制造、自动驾驶、智慧城市等对数据传输速度和稳定性需求较高的场景有着广泛应用。

工信部此前发布的《信息通信行业发展规划（2016-2020年）》明确提出，2020年将启动5G商用服务。根据工信部等部门提出的5G推进工作部署以及三大运营商的5G商用计划，我国将于2019年启动5G网络建设，最快2020年正式推出商用服务。

图 14：5G的三大应用场景



数据来源：搜狐科技，广发证券发展研究中心

广电有望获得5G牌照，建设具有先发优势。2016年5月，工信部正式向中国广电发放电信基础业务牌照，允许中国广电基于700MHz频率开展业务试点。此后广电曾在此频段进行测试，但未开展相关业务。2017年，由中国广电和中国中信集团有限公司合资组建的中广移动网络有限公司正式注册成立，负责广电700MHz频段业务运营。广电持有的700MHz频段被称为“黄金频段”，频率越低的无线信号传播的穿透性越好，非常适合覆盖型组网，对于广电对外合作以及移动通信业务开展有着独到优势。

2018年11月，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，总局局长聂辰席在会上透露，工信部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。考虑到国网公司之前曾获得4G牌照，广电获批5G牌照概率较大。而5G建设，投入是主要困难。2019年1月9日，国家广电总局与中信集团就广电5G网络建设进行了沟通，将共同探索广电5G网络顶层设计。我们认为此次沟通或为中信集团与广电联合建设5G网络的重要信号，广电引入战略合作伙伴，从而解决5G建设需要的庞大支出和无移动通信基础的问题。

5G为广电带来新的发展机遇，与“智慧广电”推进相契合。“智慧广电”追求打造智慧广电媒体，发展智慧广电网络，培育智慧广电生态，加强智慧网络监管，涉及到极大的数据处理，5G传输高效稳定，为无线移动网络传输提供新的想象空间。广电积极参与5G建设一方面对于“智慧广电”计划的4K视频，VR/AR，智慧城市相关应用等内容提供了技术支持；另一方面也与“智慧广电”涉及的物联网、大数据、云计算等技术基础存在交叉。因此5G的建设与应用是符合“智慧广电”建设思路，对于破解广电的业务困境，寻求新模式和推进“智慧广电”计划都有着基础性的意义。

自2018年以来，各省广电公司在5G建设方面积极布局，包括应用平台和产业生态、综合试验区、合作协议等多种形式。国网申请5G牌照进军移动网络市场的契机下，各省广电的整合是其必须的一环，而各省地方广电也充分抓住这次机会进行5G探索，已取得部分战略性成果。

表 5：各省广电公司5G推进情况

公司	时间	5G进展
东方明珠	2018年5月17日	东方明珠与中国电信上海公司、富士康联合发布“5G+8K”试验网，这是国内首个基于5G测试网络的8K视频应用平台。同时宣布，联合中兴通讯、烽火通信等上下游公司成立“5G+8K”产业联盟，共同完善产业链生态。
贵广网络	2018年11月22日	中国（贵州）智慧广电综合试验区揭牌，5G将在贵州先行先试
电广传媒（湖南）	2018年12月20日	公司与华为签署《战略合作协议》，将在5G技术等领域深入合作。
河北广电	2019年1月16日	省委宣传部对集团公司改革发展提出4点要求，首先提及把握5G牌照
山东有线	2019年1月29日	山东广电网络有限公司和華為技术有限公司“5G联合创新应用实验室”揭牌，双方将发挥各自优势，重点在5G规划与建设部署研究、5G行业业务孵化和示范推广、广电5G新媒体研究、全媒体云平台等方面开展研究。
四川有线	2019年2月27日	华为公司与四川广播电视台签署战略合作协议，启动双方在5G新技术、超高清产业、人工智能、媒体融合、区块链、微服务、云安全等领域战略合作，共同助推智慧广电建设，构建共赢生态圈。
福建广电	2019年3月6日	福建广电网络集团与华为公司就进一步深化战略合作进行深入交流，并就今后合作达成共识。集团党委委员、副总经理梁章林，集团党委委员、总工程师刘敏文及集团相关部门负责人参加活动。

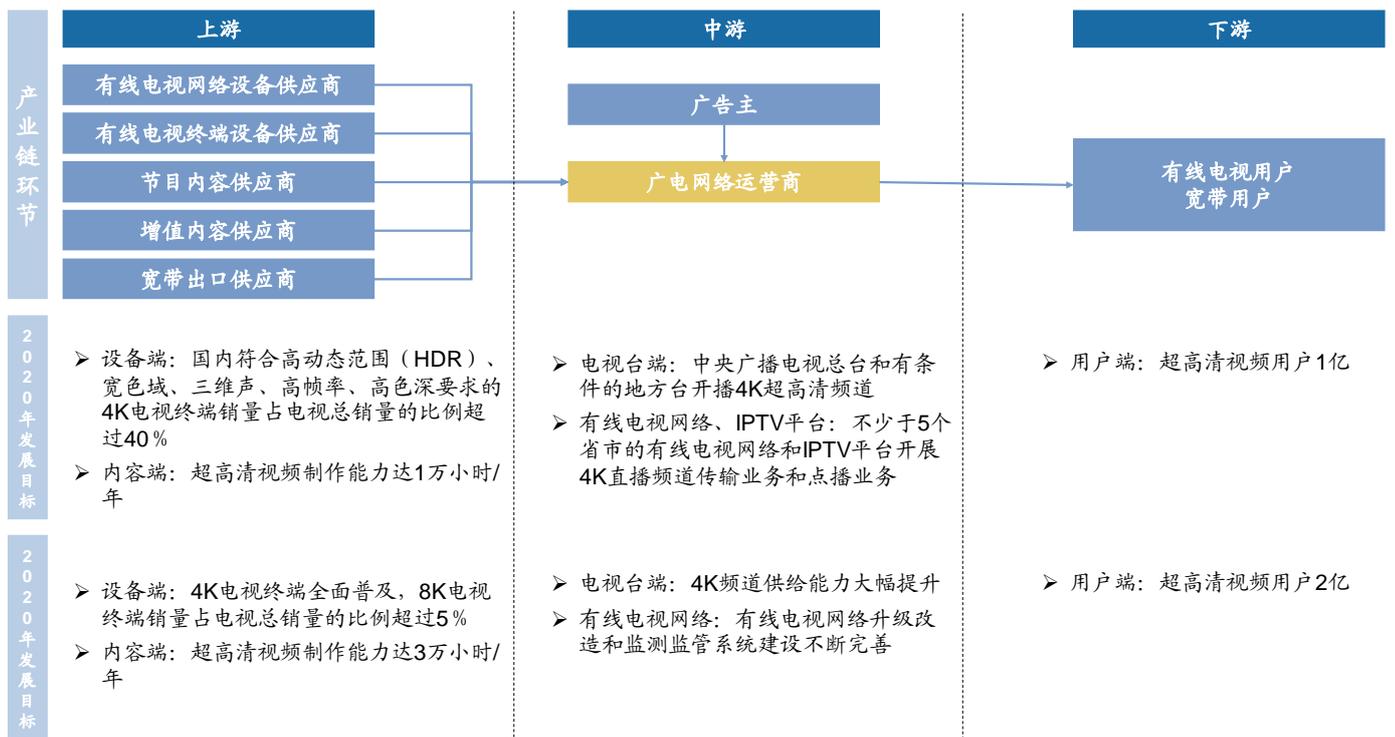
数据来源：广电总局，各省级广电公司，广发证券发展研究中心

机遇：超高清视频产业发展，推动广电全产业链变革

2019年3月1日，工信部印发《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。对于广播电视领域的创新应用，提出要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。

我们认为超高清视频产业发展将带动从硬件到传输渠道到内容全产业链的变革。对于广电系统来说，上游设备及内容的革新推动，下游市场的需求拉动，配合5G支撑，未来将迎来新的发展机遇。超高清技术于电视端的应用，是突破电影大屏和手机小屏的有效路径，支撑电视屏幕于家庭场景的应用需求不被淘汰。对传统的广电系统来说，是对抗IPTV、OTT用户分流的有效手段。

图 15：超高清视频产业发展对广电产业链各环节的目标规划



数据来源：工信部《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，广发证券发展研究中心

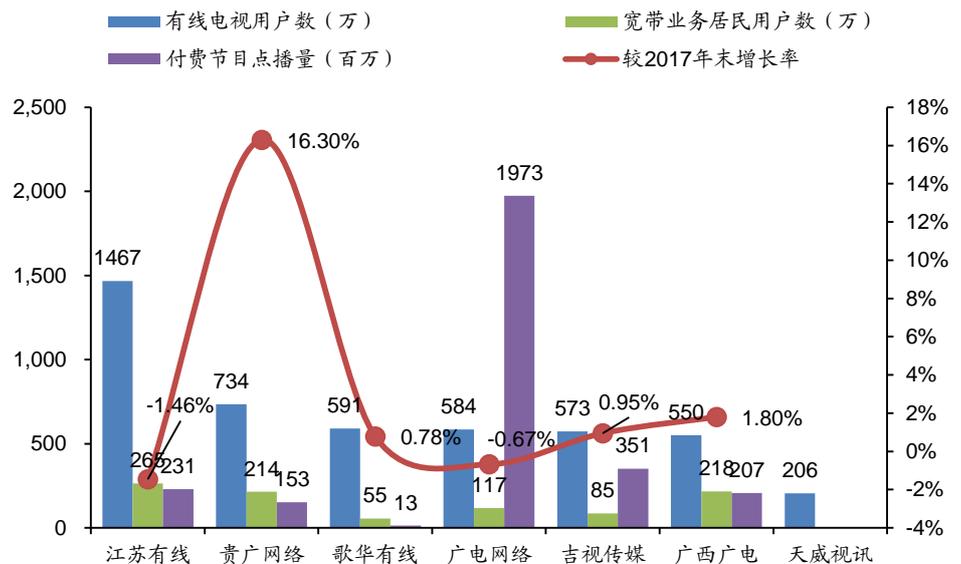
广电上市公司梳理

业务表现：受互联网及新媒体冲击，部分省网用户增长乏力

从用户规模上看，根据各公司财报披露的数据，截至2018年第三季度末：

- 有线电视业务方面，东方明珠有线电视覆盖超过6000万户，在11家上市公司中排名第一，较2017年末覆盖数增长15.38%，且其有线电视用户规模较其余各公司优势明显；江苏有线的用户为1467万，在排名第二；贵广网络用户为734万，排名第三，且较2017年末增长16.3%，增速表现亮眼，其余各公司增长率基本在1%以下；
- 宽带业务上，江苏有线、贵广网络、湖北广电、广西广电处于第一梯队，其宽带用户数均突破200万；
- 增值业务方面，陕西广电网络的付费节目点播量达19.7亿次，大幅领先其余各公司，第二梯队为吉视传媒、江苏有线、广西广电。

图 16：截至2018年9月30日有线电视公司用户规模

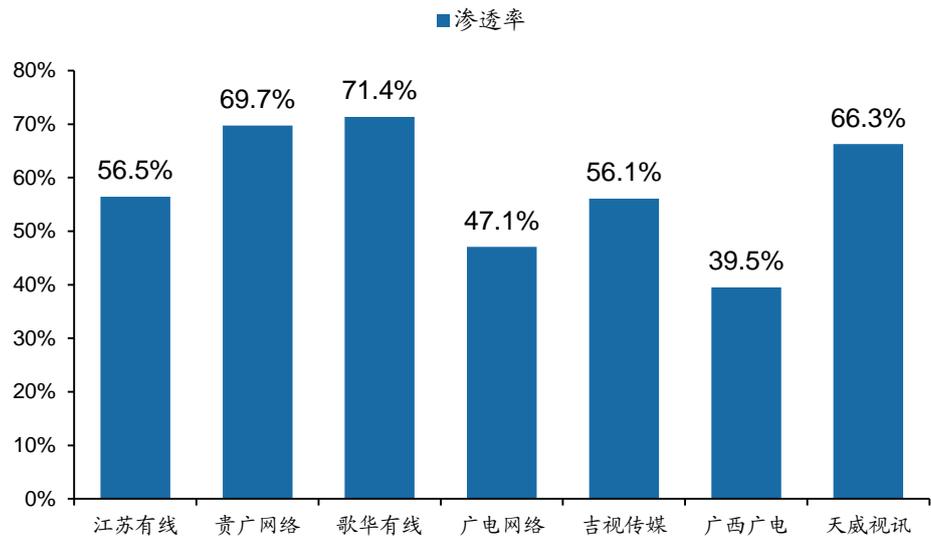


数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

（注：华数传媒、湖北广电、电广传媒、东方明珠未披露该数据；天威视讯数据为2017年底值）

渗透率来看，广电网络、广西广电仍有较大提升空间。由于有线电视公司业务普遍限于当地开展，通过比较公司有线电视用户数与该省（市）常住人口户数，可以得到其业务的渗透率。其中常驻人口户数以该省（市）统计年鉴披露的常住人口数除以平均每户人口计算。通过比较该数值，我们发现北京地区的歌华有线、贵州贵广网络、深圳天威视讯的渗透率表现较高，而陕西广电网络、广西广电的渗透率水平相对较低。

图 17: 2017年有线电视业务渗透率



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

(注: 渗透率=有线电视用户规模/当年省(市)常住人口户数)

从ARPU值角度看, 单看基本收视业务, 截至2017年12月31日, 江苏有线的收视业务ARPU值为18.32, 领先其他广电企业; 而贵广网络的基本收视业务ARPU显著低于其他公司, 结合其有线电视用户数量增速来看, 主要是因为缴费不满一年的新用户拉低了每月ARPU值。增值业务来看, 吉视传媒及广西广电的增值业务ARPU分别为17.24与8.79, 显著高于其余公司, 同时两家公司的付费用户比例分别为38.07%与43.90%, 也位于行业领先地位。较高的ARPU值与高付费用户比例, 推动两家公司的增值业务收入占比较高。从基本业务来看, 各家广电公司基本业务所包含的项目不尽相同, 贵广网络基本业务ARPU值最高, 主要是因为其基本业务所包含的项目相对更多。纵向对比来看, 贵广网络2017年基本业务ARPU值为416.24元, 相比2016年下降3.28%, 一是因为新增用户主体为农村用户, 二是因为“三网融合”、互联网电视以及直播卫星的竞争影响。

表 6: A股有线电视公司ARPU对比 (2017年)

项目	江苏有线	贵广网络	华数传媒	歌华有线	广电网络	吉视传媒	湖北广电	广西广电	天威视讯
基本收视业务 ARPU (元/月)	19.08	11.26		15.79	14.45	16.66		14.85	
增值业务 ARPU (元/月)	4.6	4.04		0.48	4.14	17.24		8.79	
基本业务 ARPU (元/月)	18.32	34.68		28.43	23.60	31.93		29.01	
基本业务包括									
基础收视业务	✓	✓		✓	✓	✓			未说明
宽带业务	×	✓		✓	✓	×			未说明
增值业务	×	✓		✓	×	×			未说明
工程建设收入	×	✓		✓	✓	✓			未说明
工程材料收入	×	不适用		×	✓	不适用			未说明

数据业务	×	✓	不适用	不适用	不适用	未说明
节目传输	×	✓	不适用	不适用	不适用	未说明
信息服务	×	✓	不适用	不适用	不适用	未说明
配套收入	×	✓	✓	不适用	✓	未说明
付费用户比例	37.80%	26.36%		33.82%	38.07%	43.90% 10.68%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

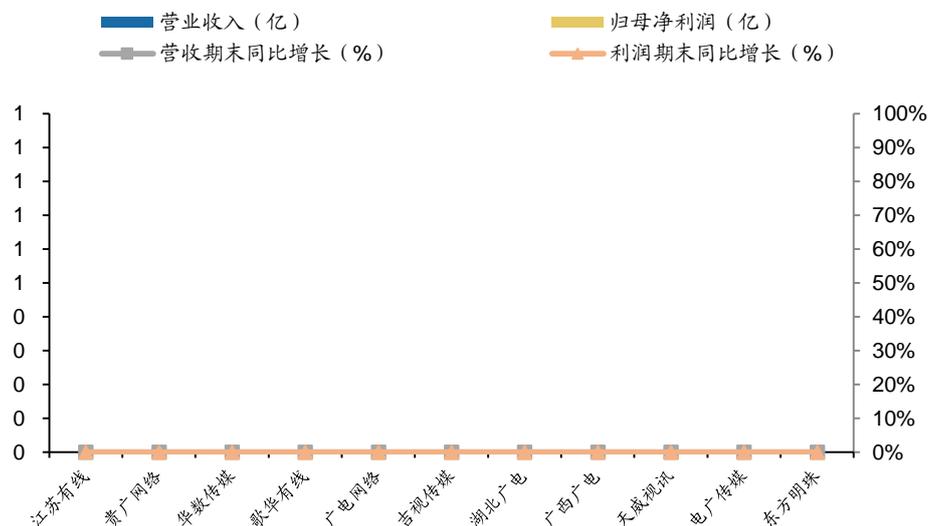
(注：基本收视业务 ARPU=当年有线电视收视维护费总收入/当年底有线电视用户总数；基本业务 ARPU 为各公司年报披露值，具体包含项目见表格；由于广播电视业务并非东方明珠、电广传媒主营业务，因此未披露业务数据 ARPU 及付费用户数量等数据)

财务表现：用户流失使营收增长放缓，数字化转型带来多元化营收

从收入体量上来看，东方明珠2018年前三季度收入92.81亿元，排名第一，电广传媒收入73.45亿元，江苏有线收入57.23亿元。主营广电业务的公司中，华数传媒收入24.00亿元排名第二，广电网络收入21.89亿元排名第三。从归母净利润上看，东方明珠净利润15.11亿元，其次为歌华有线、江苏有线和华数传媒，净利润为5.47亿、5.44亿元和4.83亿元。

成长能力方面，电广传媒营收同比增长25.29%，贵广网络营收同比增长15.02%，成长能力优秀，广电网络及湖北广电分别同比增长8.90%及8.80%。利润增长方面，除东方明珠同比增长49.22%，华数传媒同比增长2.17%之外，各公司归母净利润均出现不同程度的下降，同比下降的幅度多在15%-20%间，电广传媒净利润下降幅度较大，同比下降223.10%。

图 18：各公司收入及归母净利润分析（2018Q1~2018Q3）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

目前传统有线电视业务受到IPTV、OTT快速崛起的冲击，用户规模及利润增长乏力，广电公司处于数字化转型过程中，以利用其自身的平台及内容优势，涉足IPTV及OTT业务。我们整理了11家广电上市2015-2017年的营收结构，以分析其业务拓展情况。

目前广电公司的业务收入来源主要是基础收视维护费、宽带费、相关工程及配套收入以及收视部分增值业务收入。除天威视讯、东方明珠开展电视购物业务，电广传媒、东方明珠拓展影视产品制作、文化旅游外，其余各公司业务收入仍限于信息传播业。

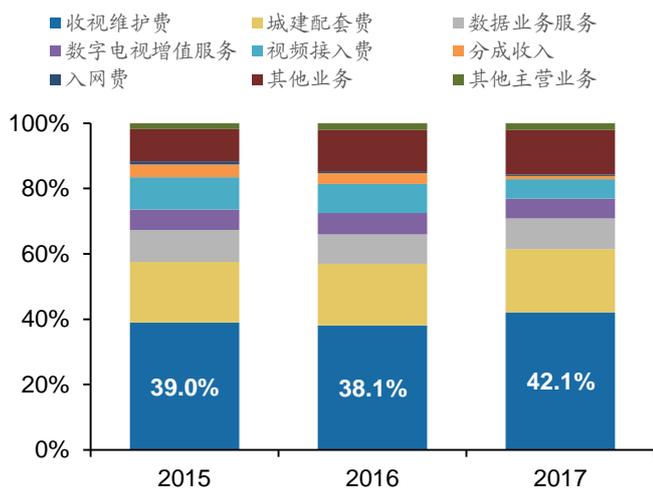
根据各公司营收结构，目前传统广电公司基础收视维护的收入占比多在40%左右，其中，吉视传媒、湖北广电的基础业务收入比例较高，达到55.4%与57.2%。增值业务则主要包括收费视频的播放收入等，为目前基础业务及工程收入外广电公司拓展收入渠道的主要方式，占总营收的10%-15%左右。

除天威视讯、电广传媒及东方明珠未披露有线电视业务明细收入数据外，贵广网络、歌华有线、吉视传媒、湖北广电及广西广电5家公司的基础业务收入占比均呈现逐年减小的趋势，而广电网络、吉视传媒及湖北广电的增值业务收入比例则逐年上升。其中，吉视传媒2017年增值业务收入占比达18.8%，其增值业务ARPU值为17.24元/月，均处于行业领先地位。在基础收视业务收入下滑的背景下，广电公司增值业务收入的持续增长可能成为未来主要收入增长因素。

除传统广电业务外，湖北广电正积极开展信息化业务及电视+互联网应用业务，以进行数字化转型，其“集客”信息化业务2017年实现收入1.46亿元，同比增长76.18%，转型方向的业务在快速增长。天威视讯的电视购物业务收入占比14.3%，但近三年来，营收呈下降趋势。

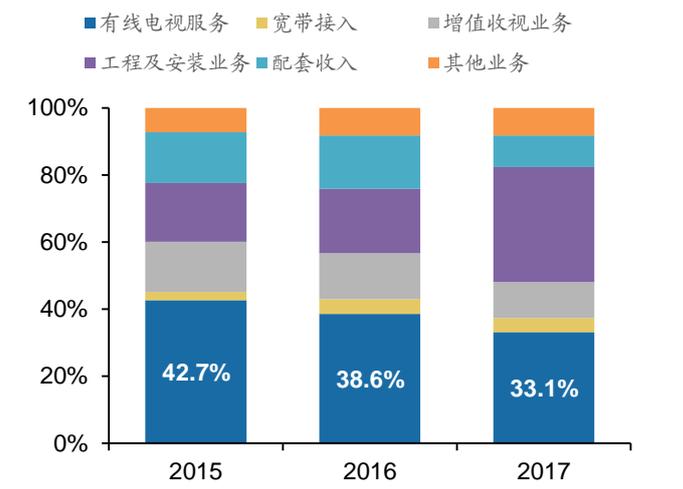
电广传媒及东方明珠的业务则涉及文娱行业多领域，以2017年营收计，电广传媒收入的60.4%来自广告代理，有线电视业务占比低于23.6%。东方明珠则横跨有线电视、电视购物、IPTV及内容制作等多领域，近年来IPTV、广告、内容的收入占比持续增长，转型业务正在高速发展。

图 19: 2015-2017年江苏有线营收结构



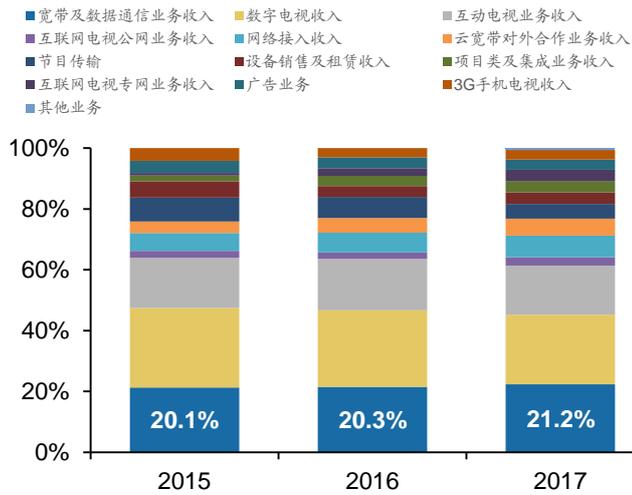
数据来源：江苏有线公司年报，广发证券发展研究中心

图 20: 2015-2017年贵广网络营收结构



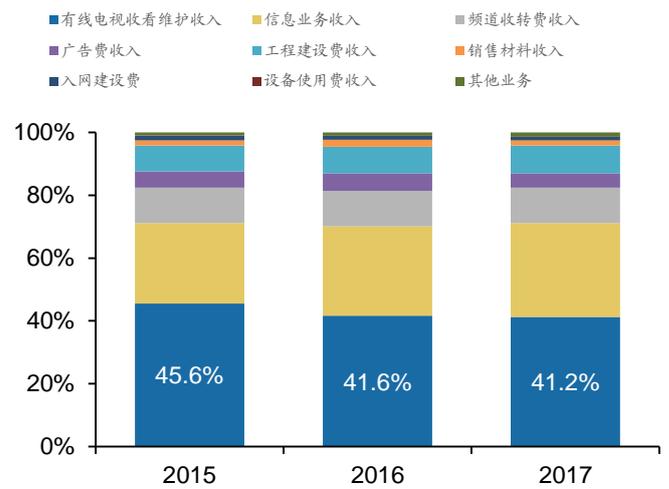
数据来源：贵广网络公司年报，广发证券发展研究中心

图 21: 2015-2017年华数传媒营收结构



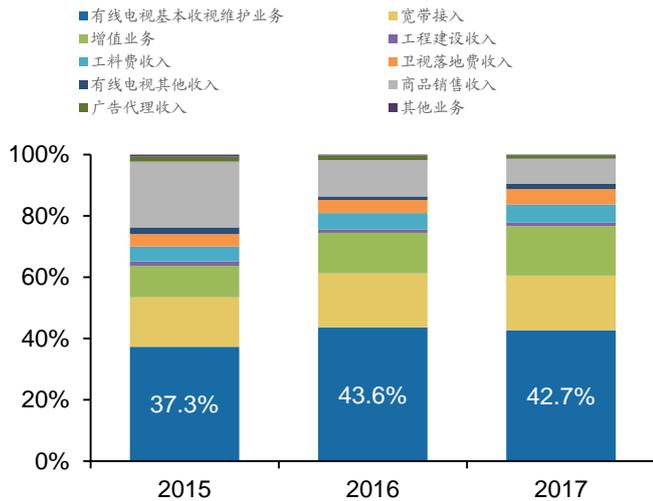
数据来源: 华数传媒公司年报, 广发证券发展研究中心

图 22: 2015-2017年歌华有线营收结构



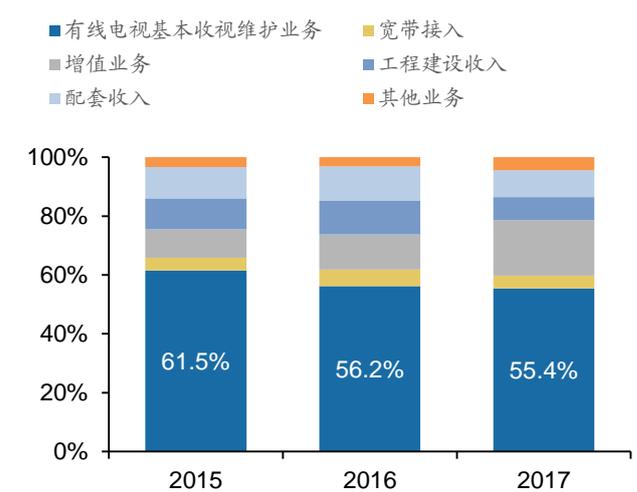
数据来源: 歌华有线公司年报, 广发证券发展研究中心

图 23: 2015-2017年广电网络营收结构



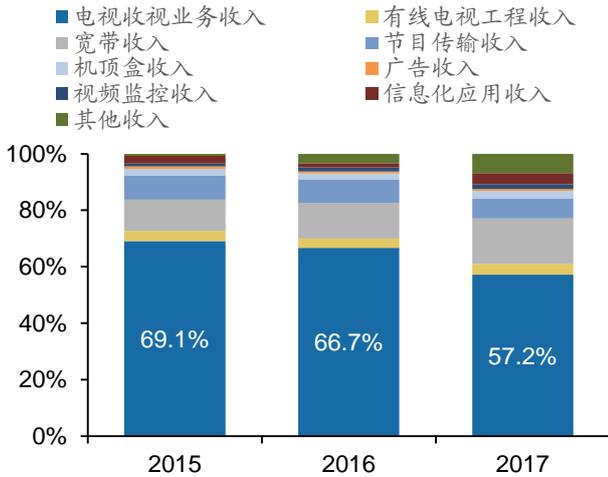
数据来源: 广电网络公司年报, 广发证券发展研究中心

图 24: 2015-2017年吉视传媒营收结构



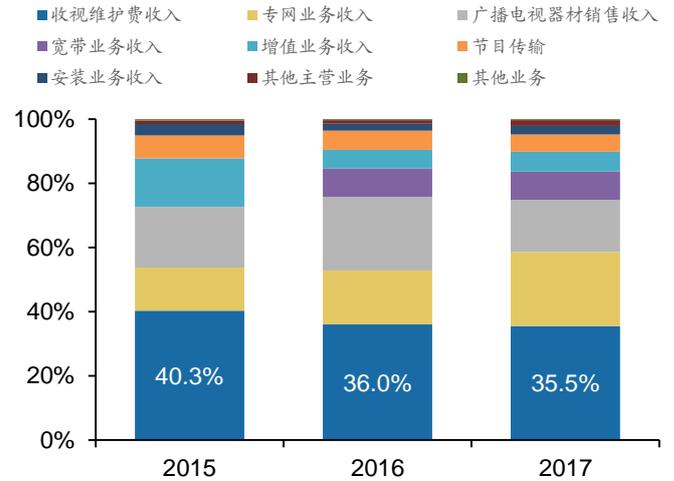
数据来源: 吉视传媒公司年报, 广发证券发展研究中心

图 25: 2015-2017年湖北广电营收结构



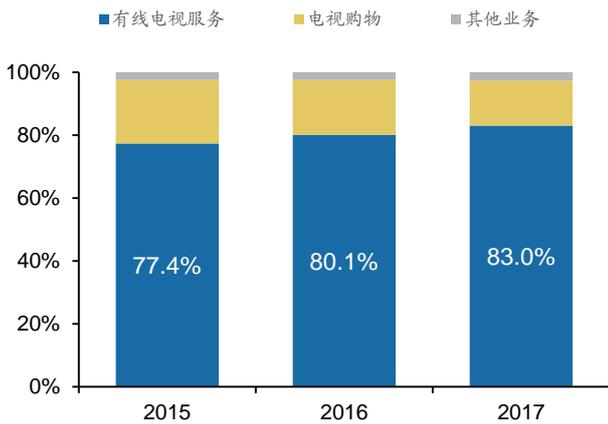
数据来源: 湖北广电公司年报, 广发证券发展研究中心

图 26: 2015-2017年广西广电营收结构



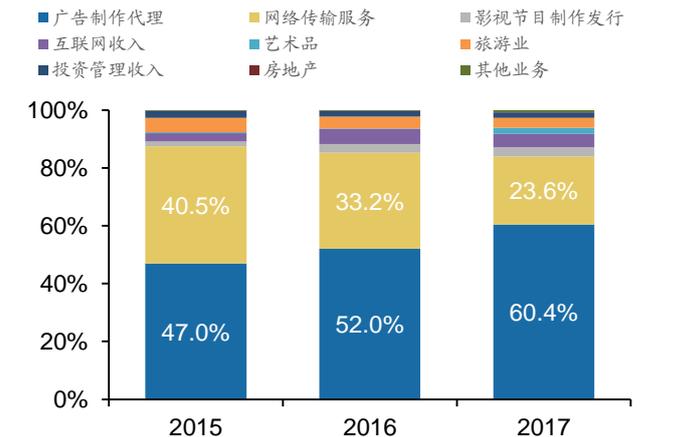
数据来源: 广西广电公司年报, 广发证券发展研究中心

图 27: 2015-2017年天威视讯营收结构



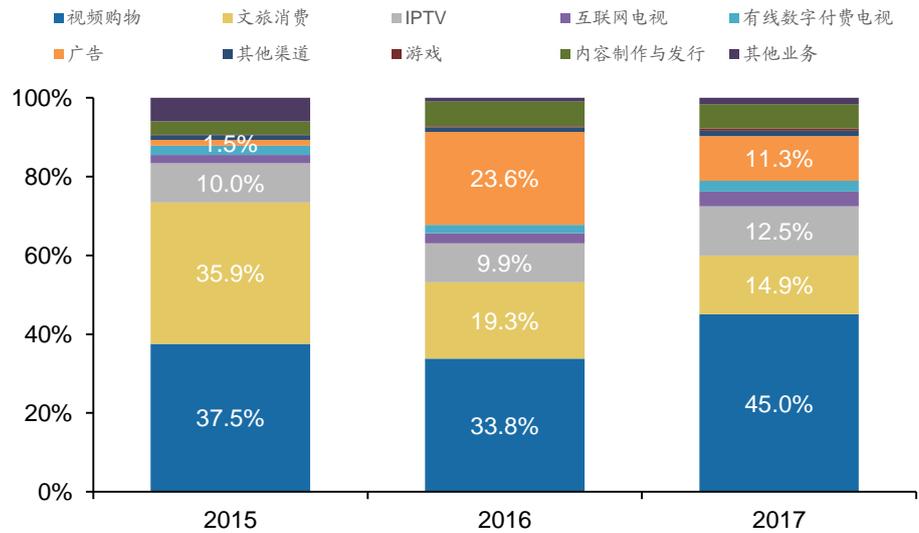
数据来源: 天威视讯公司年报, 广发证券发展研究中心

图 28: 2015-2017年电广传媒营收结构



数据来源: 电广传媒公司年报, 广发证券发展研究中心

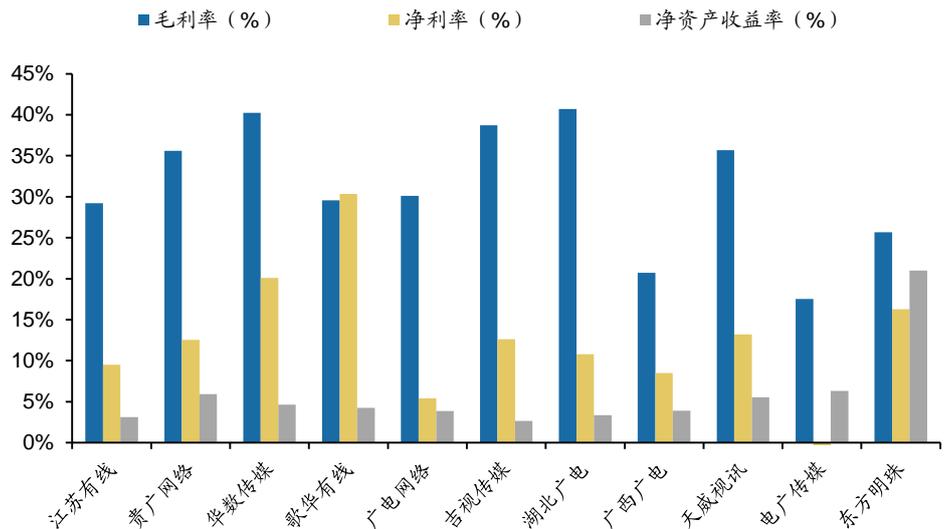
图 29: 2015-2017年东方明珠营收结构



数据来源: 东方明珠公司年报, 广发证券发展研究中心

由于广电公司的业务特性, 其边际成本较低。除个别公司外, 有线电视公司的毛利率约在30%以上, 华数传媒、湖北广电的毛利率达到40%以上。净利率方面, 歌华有线由于投资净收益较高, 导致净利率高于毛利率, 为39.36%, 其余各公司中, 华数传媒盈利表现优秀, 净利率达20.12%, 东方明珠净利率16.28%, 贵广网络、吉视传媒、天威视讯则均为13%左右, 形成第三梯队; 净资产收益率方面, 东方明珠达21.00%, 处于领先地位, 其次为电广传媒6.31%, 贵广网络5.93%, 天威视讯5.52%。

图 30: A股有线电视公司盈利能力 (2018/09/30)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 7: A股有线电视公司盈利能力 (2018/09/30)

证券简称	江苏有线	贵广网络	华数传媒	歌华有线	广电网络	吉视传媒	湖北广电	广西广电	天威视讯	电广传媒	东方明珠
毛利率 (%)	29.20	35.58	40.23	29.55	30.12	38.73	40.70	20.74	35.70	17.54	25.66
净利率 (%)	9.51	12.52	20.12	30.36	5.42	12.61	10.79	8.48	13.22	-1.84	16.28
净资产收益率 (%)	3.13	5.93	4.62	4.26	3.86	2.64	3.36	3.88	5.52	6.31	21.00
分红率 (%)	23.16	22.22	15.55	30.41	9.81	17.92	11.84	46.64	37.73	21.24	75.27

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司资产及现金持有方面,有线电视公司的资产负债率普遍不高,除贵广网络外均在60%以下。个股中,东方明珠总资产为377.88亿元,资产规模为行业第一,净资产为279.41亿元。其次为,江苏有线总资产为318.82亿元,净资产为214.21亿元。资产负债率方面,贵广网络的资产负债率较高,达62.68%,歌华有线的资产负债率最低,为17.33%,同时歌华有线现金持有比重也较高,达总资产的38.24%,公司流动性水平较高。

表 8: A股有线电视现金持有分析 (2018/09/30)

证券简称	江苏有线	贵广网络	华数传媒	歌华有线	广电网络	吉视传媒	湖北广电	广西广电	天威视讯	电广传媒	东方明珠
货币资金 (亿)	55.25	15.49	37.57	59.78	6.21	11.03	4.95	8.55	7.61	21.24	75.27
净资产 (亿)	214.21	43.17	105.29	129.21	31.92	69.60	64.11	37.13	27.26	98.33	279.41
总资产 (亿)	318.82	117.09	145.69	156.31	81.38	130.49	110.05	81.27	38.56	240.62	377.88
资产负债率	30.57%	62.68%	27.73%	17.33%	59.79%	46.27%	39.41%	54.30%	26.90%	53.82%	20.00%
货币资金/总资产	17.33%	13.23%	25.78%	38.24%	7.63%	8.45%	4.49%	10.52%	19.74%	8.83%	19.92%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

估值情况

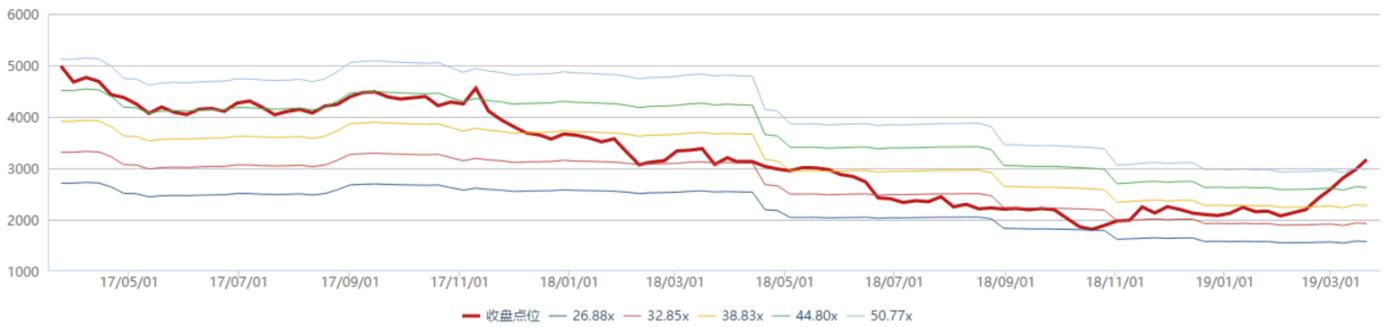
从总市值上看,以2019年3月21日收盘价计算,东方明珠市值428.6亿,为目前A股上市的最大有线电视公司,其次是江苏有线(300.0亿元)及华数传媒(181.0亿元)。从有线和卫星电视指数PE-Bands来看,当前行业PE水平处于历史相对高位,PE波动较大主要是因为近几年广电企业经营情况波动较大。而从有线和电视卫星PB-bands来看,当前行业PB水平仍处于历史相对低位。

表 9: A股有线电视公司估值 (2019/03/21)

证券简称	江苏有线	贵广网络	华数传媒	歌华有线	广电网络	吉视传媒	湖北广电	广西广电	天威视讯	电广传媒	东方明珠
总市值 (亿)	299.77	131.68	181.03	180.24	81.83	102.97	70.68	98.59	69.70	146.01	468.57
每股收益 (元)	0.13	0.31	0.45	0.50	0.26	0.11	0.47	0.10	0.32	—	0.80
PE(TTM)	47.42	41.11	27.78	25.84	47.76	30.37	23.87	58.71	35.51	—	17.13
PS(TTM)	3.76	4.11	5.39	6.61	2.70	5.13	2.55	3.55	4.45	1.43	3.51
PB	1.03	3.00	1.72	1.38	2.26	1.55	1.18	2.66	2.51	1.48	1.68

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 31: 有线和卫星电视指数PE-Bands



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 有线和卫星电视指数PB-Bands



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 10: 可比公司估值水平 (股价为2019年3月21日收盘价)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股) (按 Wind 一致预期)					PE (倍)					PB (倍)				
				16	17	18E	19E	20E	16	17	18E	19E	20E	16	17	18E	19E	20E
A 股																		
600637	东方明珠	468.6	13.7	1.1	0.9	0.6	0.7	0.6	20.9	19.7	21.3	20.4	22.0	2.4	1.7	1.3	1.5	1.5
600996	贵广网络	131.7	12.6	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4	44.2	23.4	20.7	37.1	29.1	5.1	2.5	1.5	2.8	2.6
美股																		
CMCSA.O	康卡特斯	1,812	40.1	1.7	4.7	2.4	2.8	3.1	19.1	8.3	14.0	14.5	12.8	3.0	2.7	2.2	2.2	2.0
CABO.N	Cable.One	53.7	941.8	18.5	42.4	32.0	35.7	40.1	32.9	16.4	25.6	26.4	23.5	7.6	6.0	6.0	6.1	5.4
AMCX.O	AMC 网络	32.3	57.5	5.6	6.9	8.2	8.6	9.2	9.3	7.9	6.7	6.7	6.3	—	24.5	9.8	3.9	2.6

资料来源: Wind, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(注: 贵广网络 2018 年 EPS 数据通过业绩快报披露归母净利润计算得到; 美股公司货币单位为美元, 2018 财年数据为实际数据)

风险提示

- (1) 政策落地不及预期;
- (2) 互联网及新媒体冲击, 有线电视用户存在进一步流失的风险。

广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 杨艾莉：资深分析师，中国人民大学传播学硕士，2017年4月加入广发证券，曾供职于中银国际证券、新浪、百度公司。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：分析师，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。