

传媒行业

广电行业系列报告之海外映射：从美日韩三网融合进程

看有线网络的挑战与机遇

核心观点：

● 海外有线电视产业发展经验：政策、技术、市场竞争是关键因素

在2019年3月22日外发的《广电行业：国网整合序幕拉开，5G及超高清带来新机遇》报告中，我们详细讨论了我国有线电视行业现状、机遇与挑战，以及当前行政力量推动变革的情况。而本文将重点分析美国以及日韩有线电视产业发展的情况，以探究对我国有线电视行业发展的启示。对比海外的发展经验与国内有线电视产业的发展，我们认为不论是在美国还是日韩，政策都决定了产业发展的基本框架，技术带来有线电视产业发展的挑战及机遇，而积极开展融合业务，是有线电视产业应对竞争的有效方式。

● 美国：市场化运行机制下，康卡斯特横向纵向拓宽业务

美国有线电视行业市场化程度高，相关政策主要是从公共利益角度进行监管。只要符合公共利益，有线电视产业可以进行完全市场化的自由竞争，媒介融合，互通互融。但出于反垄断考虑，美国市场的融合存在一定限度，任何单个公司或广播网络覆盖的全国电视家庭份额不得超过35%。本文还重点探讨了美国有线电视龙头康卡斯特的成长之路以及在“渠道+内容”端的多重整合——以兼并收购的方式逐渐将有线电视网络铺开；并通过收购NBC以及Sky，拓展业务范围，推进节目制作、融媒体平台搭建等业务；并依托技术优势开展高速互联网业务以及语音电话业务，在三网融合背景下不断提高自身竞争力。

● 日韩：无线电视份额领先之下，有线电视企业积极把握双向互动、数字化、超高清发展机遇

在日本以及韩国，无线电视台全国范围内联播，能够满足大部分民众的收视需求，收视份额一直处于领先地位。有线电视营收在整体放送市场参与公司总营收中占比不高。在此背景下，有线电视企业仍积极把握发展机遇，提高市场规模。在日本有线电视产业发展过程中，经历了几个发展机遇：①未来通信模式下的城市规划带来覆盖规模扩大；②开启双向交互；③二网融合下有线电视企业得以进入电信市场；④数字化以及三网融合；⑤超高清视频带来的发展机遇。在韩国，为应对IPTV及OTT的冲击，近年来，有线电视行业也不断进行调整，不断向智能化发展，包括智能家居、家庭医疗、互动教育等，同时扩大超高清服务，保持电视大屏的吸引力，并通过大数据云计算技术，发展定制化服务。

● 投资建议：

结合海外有线电视发展经验，我们认为国内广电企业三网融合背景下应积极把握：（1）政策红利：政策决定产业发展的基本框架，“全国一网”形成有利于融合业务开展；（2）技术机遇：应积极把握数字化、双向互动以及超高清及5G发展机遇；（3）面对竞争，积极融合：开展宽带业务以及电话业务切入电信赛道；把握OTT发展趋势，开展DVB+OTT业务。而全国一网的形成是广电企业的竞争基础，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，广电企业改革将真正开启。建议关注广电行业优质标的如贵广网络、东方明珠、广电网络、吉视传媒等以及相关低PB公司江苏有线、湖北广电、歌华有线等的估值提升机会。

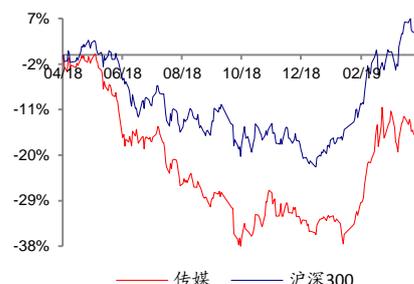
● 风险提示

（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

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-04-19

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：广电板块政策催化 2019-03-24

持续；19Q1 业绩预告披露密

集期将近关注高增长

传媒行业：广电行业：国网整 2019-03-22

合序幕拉开，5G 及超高清带来新机遇

联系人：叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

目录索引

一、我国有线电视行业发展：处于全国一网整合关键期	5
二、美国有线电视行业发展：市场化机制下互融互通，有线电视企业积极拓展业务	8
2.1 行业现状：有线电视逐渐推进市场化，IPTV 及 OTT 加速竞争	8
2.2 融合发展：市场走向互融互通，OTT 持续冲击有线电视行业	11
2.3 典型公司康卡斯特：有线电视龙头，融合下“渠道+内容”两手抓	18
三、日本有线电视行业：无线电视覆盖广，有线电视积极把握双向互动、数字化以及超高清发展	26
3.1 收视格局：无线电视覆盖广，高清技术使有线电视竞争力提高	26
3.2 行业发展：有线电视早期作为无线电视补充，之后受益高清技术发展，市场竞争力提升	28
3.3 融合发展：从纵向分割到横向分割，政策推动融合发展	29
3.4 典型公司 J:COM：从单一有线电视服务到综合性传媒公司	32
四、韩国有线电视行业发展：把握智能化及超高清发展，三网融合大体完成	34
4.1 收视格局：IPTV 及 OTT 冲击之下，把握智能化以及超高清发展	34
4.2 行业发展：推进有线电视产业智能化发展，扩大超高清服务	35
4.3 融合发展：三网融合之路大体完成	36
4.4 典型公司 CJ HELLO：全球首家商业化数字有线电视公司	37
五、海外启示：积极把握 5G 及超高清机遇，三网融合下提高广电产业竞争力	40
六、可比公司估值表	45
七、风险提示	46

图表索引

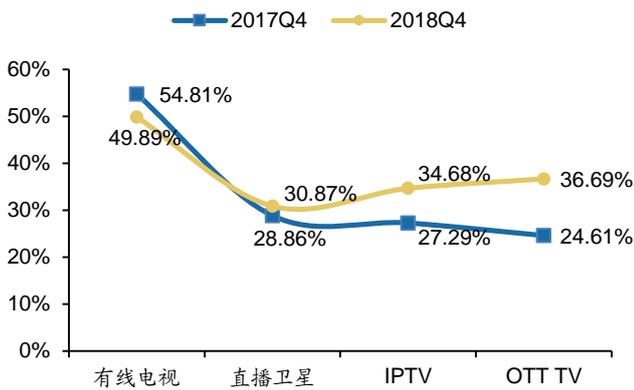
图 1: 中国家庭电视收视格局	5
图 2: 2015-2018 年中国有线电视用户发展进程	5
图 3: 我国有线电视数字化率	5
图 4: 我国有线电视双向渗透率	5
图 5: 我国有线电视高清渗透率	6
图 6: 我国有线电视智能终端渗透率	6
图 7: 我国有线电视产业改革之路	7
图 8: 美国有线电视行业发展历程	8
图 9: 美国有线电视数字化进程	9
图 10: 美国主要 IPTV 服务商用户总数	10
图 11: 美国互联网电视拥有者及占人口比走势	11
图 12: 自 1984 年到 1996 年, 市场间分隔逐渐打破	12
图 13: 三网业务交织竞争	13
图 14: 康卡斯特 VoIP 业务用户数量持续增长	14
图 15: IPTV 和传统有线电视工作原理对比	14
图 16: 美国主要公司 IPTV 及业务	15
图 17: 美国主要公司 IPTV 及有线电视用户数量对比	15
图 18: 奈飞美国国内 OTT 订阅户数与主要有线电视服务商订购数对比	16
图 19: Netflix 全球 OTT 订阅总用户数 (百万)	16
图 20: 2013-2017 年美国只使用 OTT 的家庭数	17
图 21: 2017 年美国家庭获取视频服务途径	17
图 22: 康卡斯特业务构成	18
图 23: 康卡斯特发展历程	19
图 24: 康卡斯特营业收入情况	19
图 25: 康卡斯特归母净利润情况	19
图 26: 康卡斯特各业务毛利率水平	20
图 27: 康卡斯特营收结构变化	20
图 28: 康卡斯特有线业务开展地域	21
图 29: 康卡斯特有线业务板块营收构成	21
图 30: 康卡斯特有线业务兼并收购历程	22
图 31: 康卡斯特有线业务用户数量变化	22
图 32: 康卡斯特高速互联网业务用户数量变化	23
图 33: 美国各宽带供应商用户规模 (万)	23
图 34: 康卡斯特语音业务用户数量变化	23
图 35: 美国各语音业务用户规模 (万)	23
图 36: 康卡斯特营不同业务组合选择比例	24
图 37: 康卡斯特基于 Xfinity 平台的机顶盒	25
图 38: 日本各收视方式营收占总放送市场比例	26
图 39: 日本无线电视用户数量 (万户)	26

图 40: 日本有线电视用户数量 (万户)	27
图 41: 日本有线电视营收 (亿日元) 及占比	27
图 42: 日本 OTT 平台概念示意图	28
图 43: 日本有线电视行业发展进程	29
图 44: 日本三网融合推进	30
图 45: 日本通讯传播法规架构下从“纵向分割”到“横向分割”	30
图 46: 三网融合下日本有线电视业务模式示意图	31
图 47: J:COM 发展历程及业务简介	32
图 48: J:COM 用户总数量 (户)	33
图 49: J:COM 各业务用户数量 (户)	33
图 50: J:COM 营收及净利情况 (十亿日元)	33
图 51: J:COM 净利率	33
图 52: 有线电视及 IPTV 用户数量 (万户)	34
图 53: 有线电视及 IPTV 市场规模 (亿韩元)	34
图 54: 韩国有线电视行业发展进程	35
图 55: 韩国有线电视产业运行机制	36
图 56: CJ Hello 发展历程及业务简介	37
图 57: 韩国付费电视前五大参与者市场份额	38
图 58: 韩国有线电视市场格局	38
图 59: CJ Hello 各业务用户数量 (万户)	38
图 60: CJ Hello 各业务 ARPU 值 (韩元/月)	38
图 61: CJ Hello 营收及净利 (十亿韩元)	39
图 62: CJ Hello 各业务收入占比	39
图 63: CJ Hello 盈利能力	39
表 1: 美国全网融合主要方式对比	12
表 2: 2018 年美国前 10 大 OTT 视频服务商	16
表 3: NBC 环球旗下电视台情况	24
表 4: 美日韩有线电视产业政策对比	40
表 5: 美日韩有线电视技术发展对比	41
表 6: 美日韩主要有线电视公司业务融合情况	42
表 7: 国内 11 家广电企业 IPTV 以及 OTT 业务开展情况	42
表 8: 美日韩主要有线电视公司并购情况	44
表 9: A 股有线电视公司估值 (2019/04/18)	45
表 10: 可比公司估值水平 (股价为 2019 年 4 月 18 日收盘价)	45

一、我国有线电视行业发展：处于全国一网整合关键期

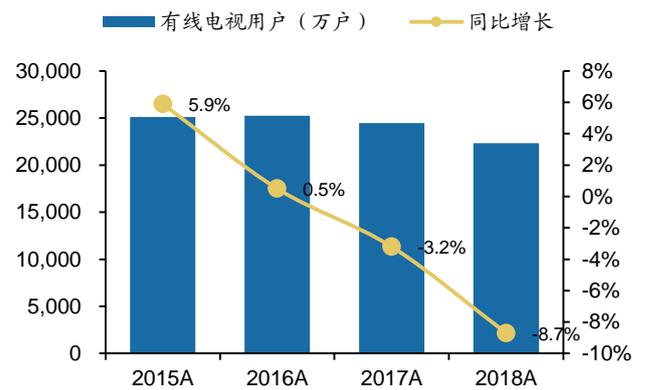
在IPTV以及OTT等冲击下，我国有线电视近几年收视份额持续下降，有线电视用户总数呈现减少趋势，数字电视缴费用户持续流失。而在有线电视总用户数下降的情况下，2018年末高清电视用户突破1亿户，4K电视用户持续增长；智能电视用户增长动力不减，用户规模接近2,000万户；有线运营商双向网络建设深化，网络资源利用率进一步提升。

图 1：中国家庭电视收视格局



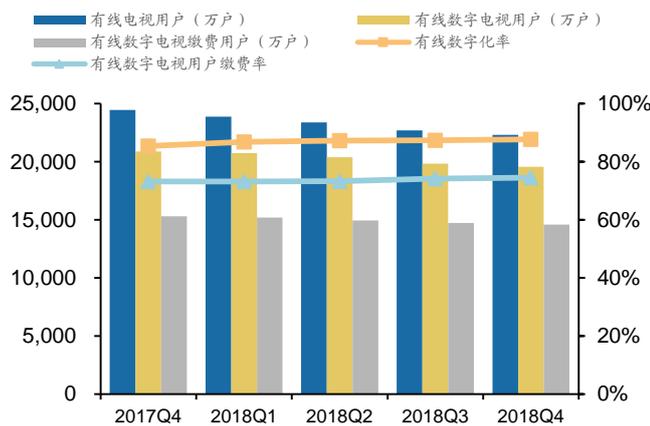
数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心（注：Base=我国家庭电视用户 4.47 亿户）

图 2：2015-2018年中国有线电视用户发展进程



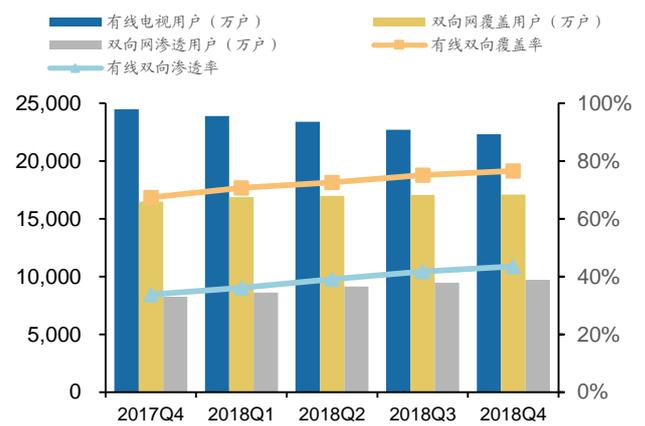
数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

图 3：我国有线电视数字化率



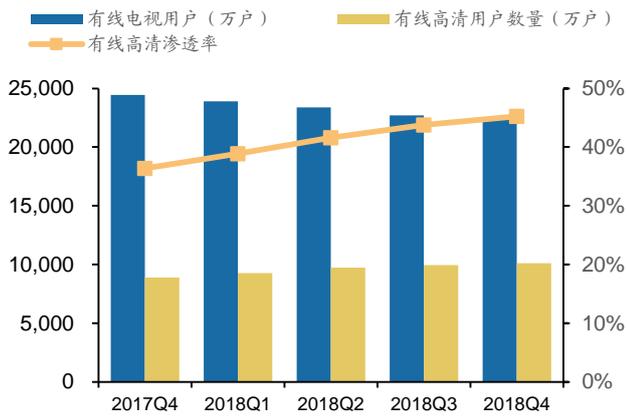
数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

图 4：我国有线电视双向渗透率



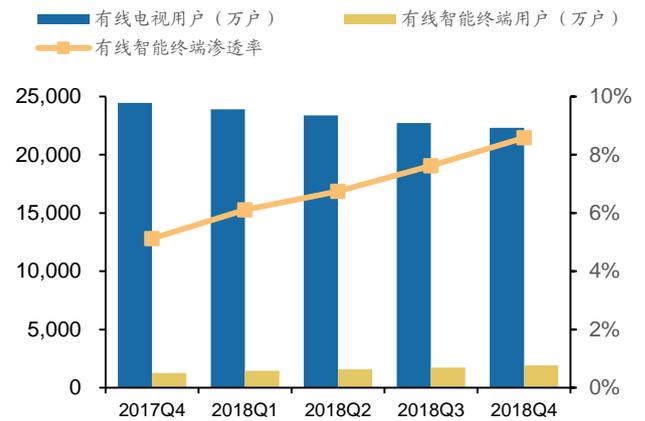
数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

图 5: 我国有线电视高清渗透率



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 6: 我国有线电视智能终端渗透率



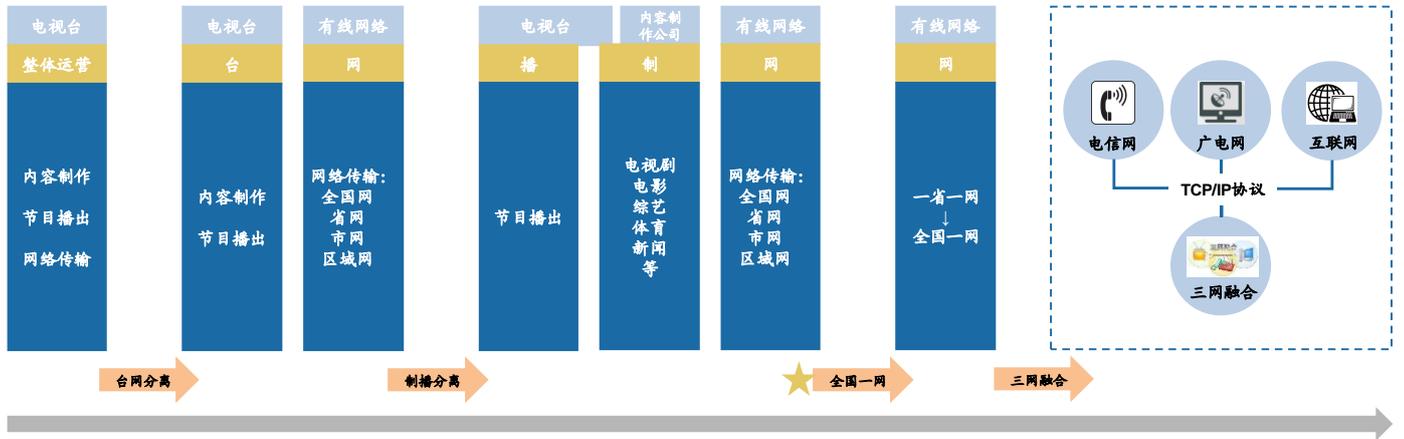
数据来源: 《中国有线电视行业发展公报》, 广发证券发展研究中心

我国有线电视产业作为连接上游设备、内容以及其他增值服务与下游用户之间的重要环节, 经历了“台网分离”到“制播分离”再到“全国一网”“三网融合”的变革。

- 台网分离: 1999年《关于加强广播电视有线网络建设管理的意见》出台, 要求将广播电视传输网络的建设和管理实行政企分开, 成立企业化的广播电视传输公司。一是要在省、自治区、直辖市组建包括广播电台和电视台在内的广播电视集团的基础上, 将网络传输公司纳入集团; 二是要将各级广播电视部门已形成的传输网络资产划入同级广播电台、电视台, 由广播电台、电视台组建广播电视网络传输公司。到2000年6月, 全国有线电视台实现“台网分离”运作。
- 制播分离: 2009年6月广电总局颁布《关于认真做好广播电视制播分离改革的意见》, 制播分离改革新一次尝试正式启动。政策对制播分离改革的总体要求、范围、方式等都进行了具体的指导和说明, 各省级电视台开始制播分离实践。
- 全国一网: 2009年广电总局颁布《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》, 提出加快全省性网络整合, 到2010年底基本实现一省一网。而根据广电总局发布的《中国广播电影电视发展报告(2013)》, 全国“一省一网”的目标在2012年9月底基本实现。“一省一网”实现之后, 全国范围内还是未形成全国性的主干网, 在管理和运营商都存在较大的困难, 难以在三网融合中形成匹敌电信网以及互联网的产业竞争力。2016年11月, 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》, 正式提出要加快推进全国有线电视网络整合发展, 明确到2020年要基本完成全国有线电视网络整合, 实现“全国一张网”。实行全国一网是广电发展的必然趋势, 也是整个行业突破发展的关键所在。
- 三网融合: 2015年8月国务院发布《三网融合推广方案》, 三网融合的本质是电信网、广电网以及互联网三网在业务应用上的融合, 在同一个网络上实现语音、数据和视频等多种不同的业务。目前在我国, 三网融合真正打通还需要业务、监管、终端、网络等方面的融合。我们认为对于广电体系来说提高自身在

三网融合中的竞争力，首要基础是全国一网。在《三网融合推广方案》中，也明确提到了要尽快实现全国一张网，促进有线电视三网融合业务创新。

图 7：我国有线电视产业改革之路



数据来源：易观国际，广发证券发展研究中心

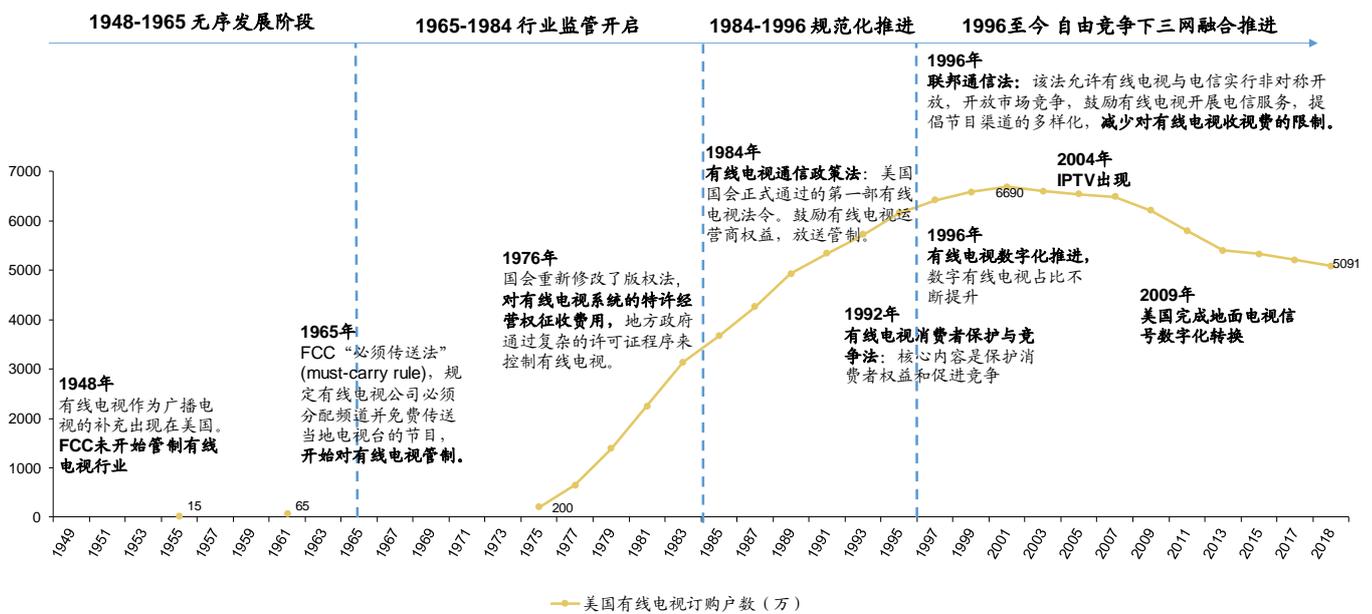
二、美国有线电视行业发展：市场化机制下互通互融，有线电视企业积极拓展业务

2.1 行业现状：有线电视逐渐推进市场化，IPTV 及 OTT 加速竞争

2.1.1 行业现状：有线电视发展70年，从监管缺失到市场化竞争

美国有线电视产业发端于1948年，发展至今已有70年历史。美国有线和无线通讯的监管机构为联邦通讯委员会（FCC）。美国有线电视行业监管机构设立监管政策的首要出发点是“公共利益”，而提供服务的质量、非单一集中的媒体控制者、节目的内容等是评判是否影响公共利益的重要因素。根据美国监管部门对于产业的监管情况变化，结合《美国有线电视规制走势探究》中对美国有线电视行业发展的分析，我们将美国有线电视行业发展大致划分为4个阶段。

图 8：美国有线电视行业发展历程



数据来源：知网《美国有线电视规制走势探究》，Bloomberg，广发证券发展研究中心

1948年到1965年无序发展阶段：美国有线电视产业最初是作为帮助偏远地区接受电视信号的服务业务出现的。最初FCC认为该业务不属于无线广播，也不是像电话一类的有线公共事业，并且因为当时的有线电视行业影响范围较小，不涉及“公共利益”，FCC甚至不愿意接受其规制权。在这一阶段，有线电视产业发展未受到相关部门的监管，无序发展。有线电视用户群体规模也很小，1962年前后规模也不过65万人。

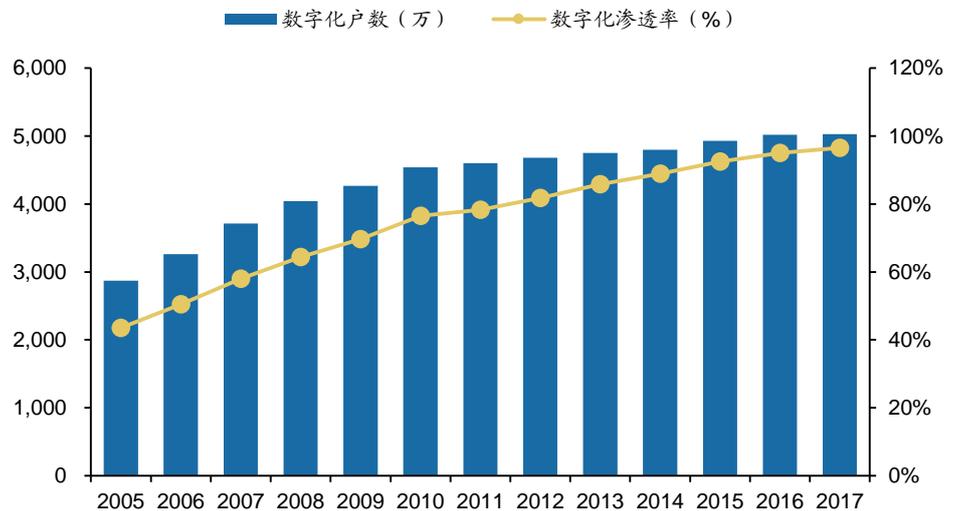
1965年到1984年行业监管开启：1965年，美国的有线系统规模已经发展到近1,400个，为大量美国边远地区家庭传输电视信号。FCC看到有线电视对于“公共利益”的贡献，开始关注有线电视行业，并于当年制定“必须传送法”（must-carry rule），规定有线电视公司必须分配频道并免费传送当地电视台的节目，以确保电

视网的地方附属电视台、独立电视台和公共电视台获得清晰的收视效果。1976年，国会重新修改了版权法，开始对有线电视系统的特许经营权征收费用。美国有线电视行业监管开启，地方政府通过复杂的许可证程序来控制有线电视。

1984年到1996年规范化推进，限制垄断下融合开启：1984年美国有线电视用户超过了3,000万，同年，美国国会通过了《有线电视通信政策法》，美国历史上第一步有线电视法令正式出台。《有线电视通信政策法》确定了有线电视基本管理标准，明确了有线电视的媒体地位，并建立了有线电视特许权申请的程序，法规出台规范行业发展的同时也保护了有线电视运营商的权益。行业从业者权益得到保障的同时，有线电视产业消费者权益保障相关的法规也相继出台。1992年，为应对有线电视行业“垄断”带来的乱涨价、服务质量下降等问题，《有线电视消费者保护与竞争法》出台，核心内容是保护消费者权益和促进竞争，美国有线电视产业规范化持续推进。并且随着监管对“垄断”的限制，有线电视行业的竞争加剧，有线电视运营商开始尝试融合，美国有线电视产业融合开启。

1996年至今行业自由竞争，三网融合推进，IPTV及OTT等开始冲击有线电视产业：1996年《联邦通信法》颁布，正式打破之前设立在有线电视和电信市场之间的禁令，允许自由竞争，美国的网络融合开始。为应对来自电信公司的竞争，传统有线电视公司开始对原有的有线电视线路进行双向改造并推进数字化。积极应对之下，美国有线电视用户规模持续增长，在2001年达到6,690万户的峰值。但2004年前后，电信公司开始以IPTV形式与有线电视争夺市场，加上后来基于开放互联网的OTT视频业务兴起，有线电视产业受到冲击，用户数量开始下降。截止2018年，美国有线电视用户约5,091万。

图 9：美国有线电视数字化进程



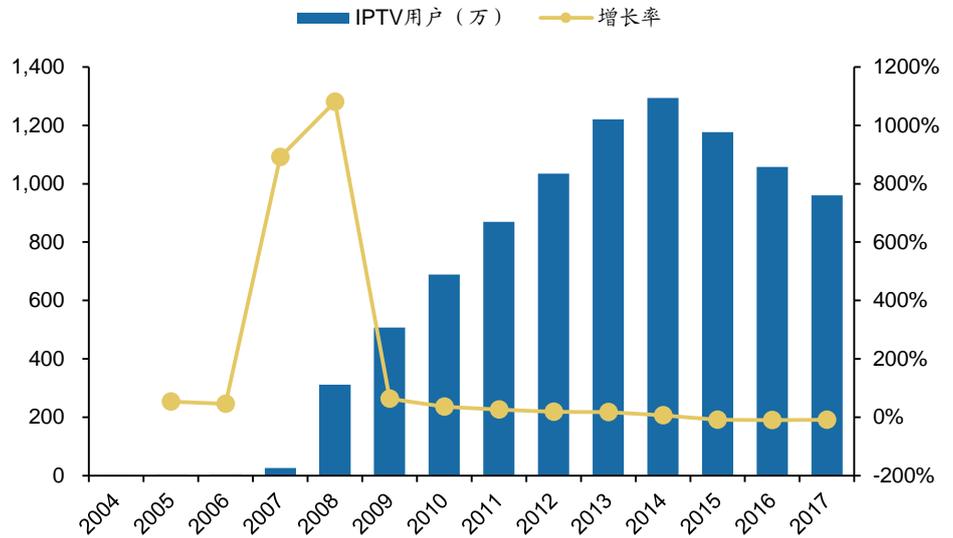
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

2.1.2 三网融合中的挑战：IPTV从迅速增长到停滞，OTT异军突起成为广泛选择

IPTV经历迅速发展期，规模增长开始停滞。美国IPTV业务始于2004年，从事这一业务的主要是传统电信公司，也包括一些电视台、互联网公司和专营公司。通过IPTV，这些公司得以在收视市场与有线电视展开竞争。目前美国的IPTV服务提供

商包括Verizon (FiOS)、AT&T (U-Verse)、BCE (Fibe TV)、Century Link (Prism)等。2007年到2014年间, IPTV的用户数急速增加, 挤压传统有线电视的份额。2014年, 美国主要IPTV服务商的用户数达到1,294万户。但之后随着OTT的发展, IPTV也收到了一定冲击, 用户数开始下行。

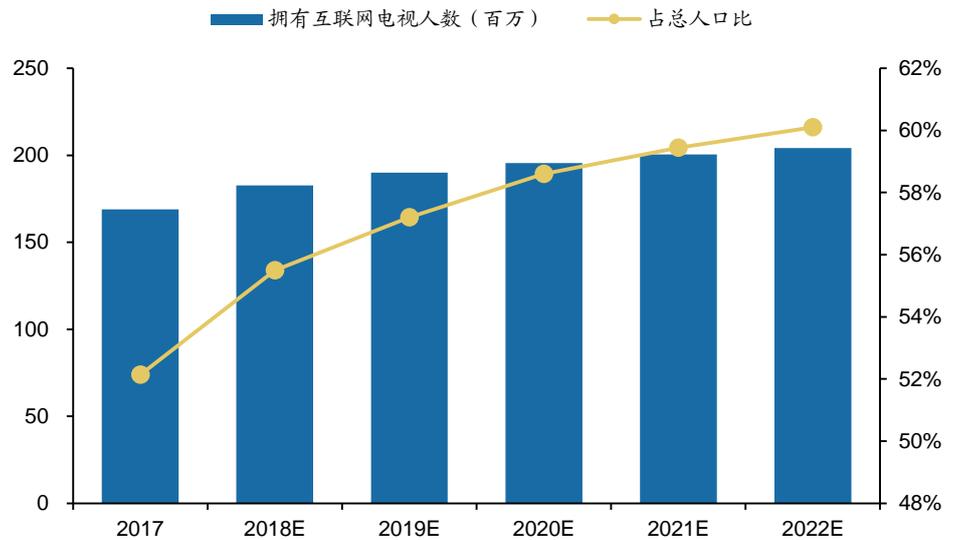
图 10: 美国主要IPTV服务商用户总数



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

OTT视频异军突起, 成为美国家庭的广泛选择。2015年后, OTT视频业务开始发展, 同时开始挤占IPTV以及有线电视份额。IPTV以及有线电视用户数均开始下滑。美国OTT视频市场竞争方众多, 主要包括作为内容生产方的视频网站如YouTube、流媒体公司如奈飞 (Netflix)、Hulu等, 还有作为终端提供者的设备制造商如Roku、苹果、谷歌等, 很多终端提供者也会兼有内容生产或分发的业务。根据eMarketer的统计, 2017年, 美国有1.69亿人拥有互联网电视 (OTT TV), 占美国总人口的55%, 2022年预计将达2.04亿, 占到总人口的60%以上。

图 11：美国互联网电视拥有者及占人口比走势



数据来源：eMarketer，广发证券发展研究中心

2.2 融合发展：市场走向互融互通，OTT 持续冲击有线电视行业

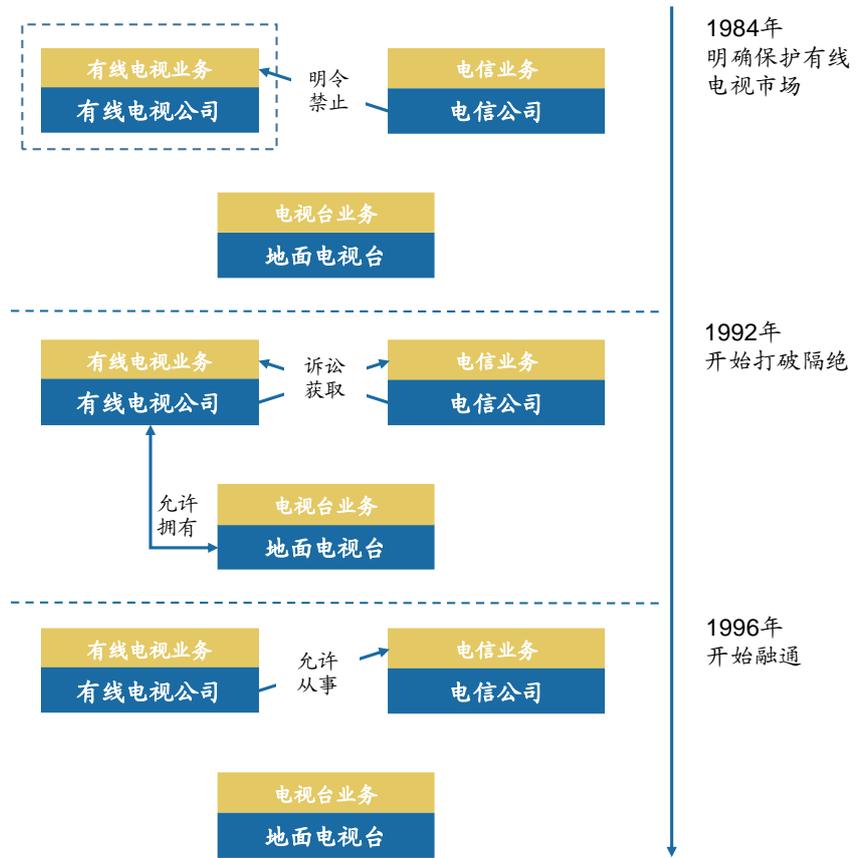
2.2.1 融通局面的打开：诉讼方式获取权利，地区性管制放松

1984年《有线电视通信政策法案》颁布，出于对有线电视运营商的保护，该法案明令禁止电信公司从事视频服务、视频分类广告以及视频节目等信息服务。但部分电信公司依托自身先进的光纤电缆和视频压缩技术开始制作节目供自己使用或直接卖给批发商。

1992年，大西洋贝尔公司以该法案侵犯言论自由权违反第一修正案为由，向FCC提出诉讼并胜诉，自此各地电信公司开始通过诉讼方式要求放松限制，有线电视公司与电信公司业务阻隔开始打破。并且，同年发布的《有线电视消费者保护与竞争法》允许媒体交叉拥有，美国三大广播公司（CBS、NBC、ABC）可以拥有有线电视，有线电视运营商也获准拥有地面电视台。1994年有线电视公司开始向各州法院起诉要求放宽经营电话的限制，媒介融合开启。

1996年《联邦通信法》发布，正式允许电信与有线电视市场相互开放，放开所有的市场分割和限制，推动全面竞争。经营长话业务的公司与经营本地业务的公司之间、有线电视公司与电信公司之间能够互相进入对方的市场，三网融合法律障碍扫清，市场正式走向互融互通。

图 12: 自1984年到1996年, 市场间分隔逐渐打破



数据来源: FCC, 知网《英美两国的三网融合与监管模式变革》, 广发证券发展研究中心

2.2.2融通的进行: 资本主导整合, 监管出于反垄断目的对市场份额设置上限

资本和市场主导下三网融合推进。和我国以行政力量推进各国有公司的整合不同, 美国的有线电视和电信企业多为私营企业, 融合过程中资本主导, 三网融通可以认为是开放竞争以后市场行为的自然产物。融合方式包括直接接入对方业务市场以及产业融合两种途径, 如有线电视行业巨头康卡斯特全面开展三重播放(电视、电话、互联网)和四重播放(电视、电话、互联网、移动通信)业务, 直接进入电信市场。产业融合下, 电信公司(包括长途公司和本地公司)和有线电视公司、互联网公司通过资产重组和并购, 实现技术、资本和市场的互动前进, 如1996年的《联邦通信法》颁布后, AT&T收购当时的第二大有线电视公司TCI。

表 1: 美国全网融合主要方式对比

融合方式	直接开展业务	产业融合
主要实施单位	有线电视公司	有线电视公司、电信公司、互联网公司
基本思路	根据 1996 年《联邦通信法》, 有线电视公司可直接开展电信服务	通过资产重组和并购
典型案例	康卡斯特三重播放 (triple-play) 业务、四重播放 (quad-play) 业务	美国电话电报公司 (AT&T) 收购美国远程传播有线电视公司 (TCI)

数据来源: COMCAST, AT&T, 广发证券发展研究中心

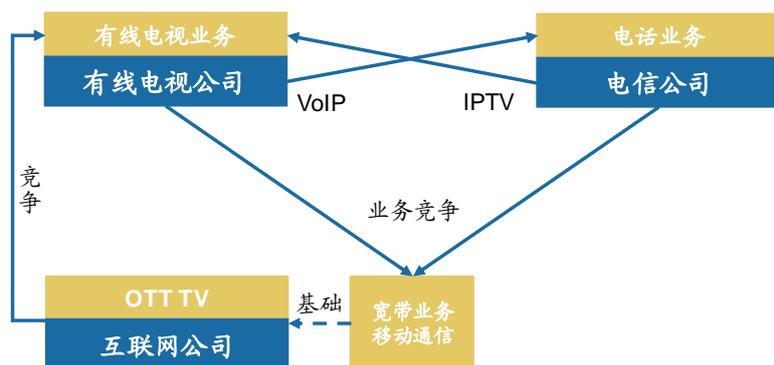
出于反垄断考虑，美国的融合也存在一定的限度，特别在市场份额上有限制。美国1984年因为涉嫌垄断，原AT&T公司被强制拆分为新AT&T与7个本地电话公司。1996年《联邦通信法》在打通市场的同时，也规定了任何单个公司或广播网络都可以拥有覆盖率达到全国电视家庭35%的电视台，但是超过35%即受《反垄断法》限制，这也是形成美国如今有线电视市场格局的重要原因。

在市场化发展以及反垄断限制双重作用之下，美国有线电视产业并未形成“全国一张网”的格局，多家私营公司各占份额，其中康卡斯特市场份额最大。

2.2.3 融通中的竞争：三网开启多维度竞争，OTT持续冲击有线电视行业

美国三网融合从1996年开始算起至今已开展23年，期间经历了众多的技术革新，有线电视网、电信网以及互联网三者纷纷通过一定手段跨过模糊的市场边界，介入对方传统业务。有线电视公司，除去与电信公司在宽带业务、移动互联网上的竞争之外，还通过VoIP技术进军电话市场。而电信公司积极开展的IPTV业务，互联网公司以及大型终端制造商开展的OTT业务，也对有线电视业务产生了巨大冲击。

图 13：三网业务交织竞争

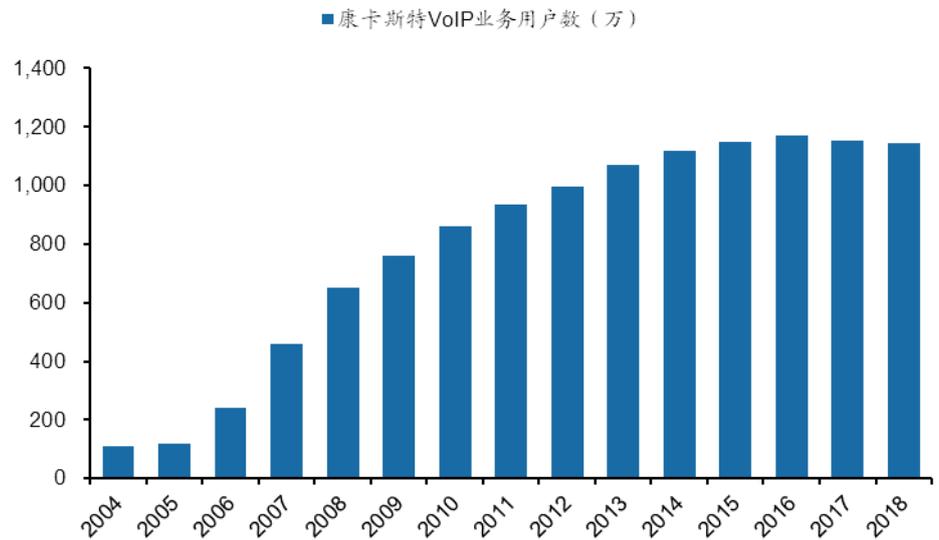


数据来源：广发证券发展研究中心

有线电视公司：参与宽带和移动通信竞争，通过VoIP技术参与电话市场竞争。有线电视获准进入电信行业后，顺应互联网的技术潮流，开始与电信公司开展宽带和移动互联网业务上的竞争。例如有线电视公司康卡斯特通过从FCC拍得的多个无线通信频段开展移动通信业务；并在2016年起提供基于DOCSIS 3.1标准的高速互联网服务。

并且有线电视公司还通过VoIP技术参与电话市场竞争。最开始有线电视企业尝试以HFC技术进军电话市场，但是由于成本较高，缺乏竞争优势，并未取得好的成果，VoIP技术顺应互联网技术的发展不断完善，逐渐成为有线电视公司与传统电信公司竞争的主力。VoIP即基于IP的语音传输，也就是经由互联网来进行通讯，Skype和如今国内的QQ语音也属于VoIP。美国是世界上VoIP发展最好的国家之一，早在2007年，有线电视公司康卡斯特就已经成为全美第四大固定电话公司，当年就已拥有460万VoIP电话用户。截止2018年，康卡斯特的电话用户稳定在1100万以上，跃升全美第三大固定电话服务商。

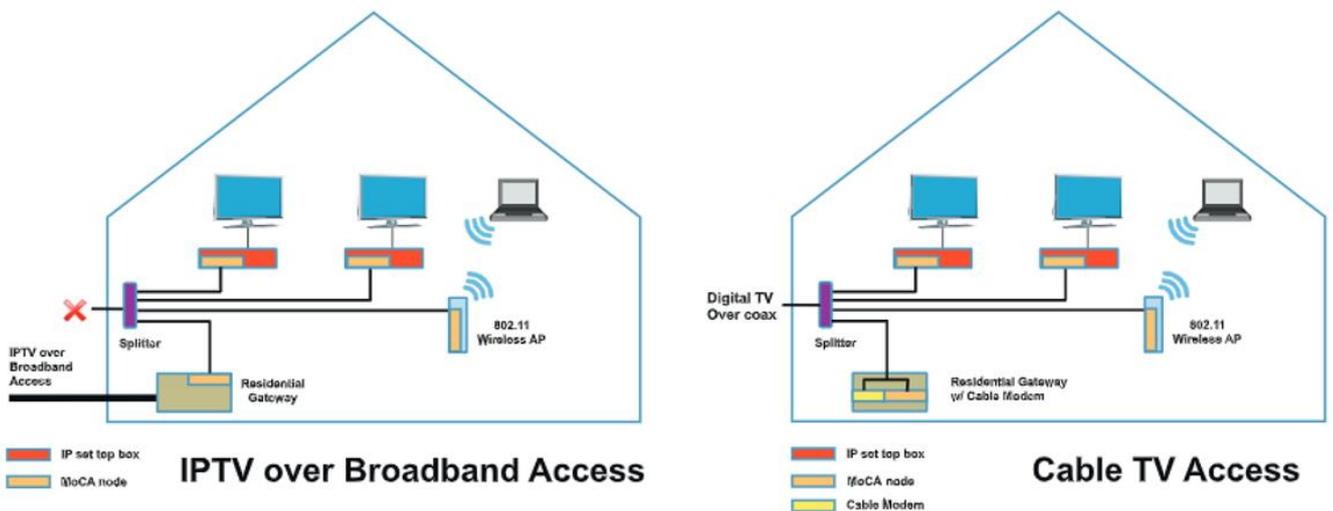
图 14: 康卡斯特VoIP业务用户数量持续增长



数据来源: COMCAST, 广发证券发展研究中心

电信公司：通过IPTV介入电视行业。2004年，美国三家主要的电信运营商RBOC-SBC、南方贝尔和Verizon公开了IP视频计划，开始在美国大规模部署IPTV网络。IPTV即交互式网络电视，不同于传统有线电视业务，IPTV是一种利用宽带网，集互联网、多媒体、通讯等技术于一体，向家庭用户提供包括数字电视在内的多种交互式服务的技术，能够充分有效地利用网络资源。

图 15: IPTV和传统有线电视工作原理对比

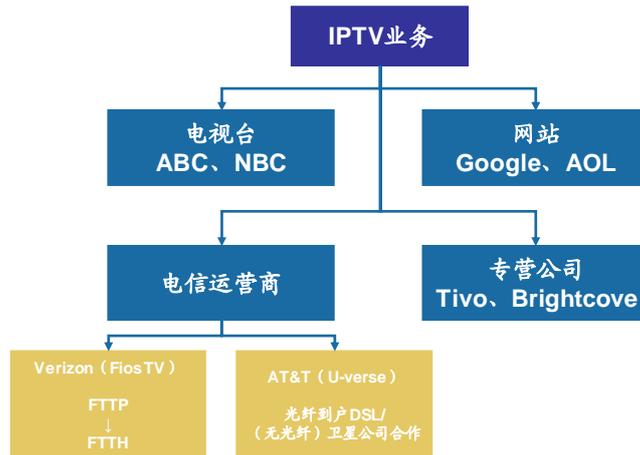


数据来源: MOCA IPTV white Paper, 广发证券发展研究中心

美国市场主要有四类公司在经营IPTV业务：电视台（ABC、NBC等）、电信运营商（Verizon、AT&T等）、网站（Google和AOL）以及专营公司（Tivo、Brightcove等），其中以Verizon和AT&T公司为代表的电信公司是推动IPTV在美国

发展的最主要力量。Verizon公司推出的IPTV业务名为Fios TV，主要利用光纤来传输节目，最初采用“光纤到驻地”（FTTP）的模式，后来进一步推广了“光纤到户”（FTTH）的方式。AT&T公司的IPTV业务则名为U-verse，对有光纤到户的用户采用DSL方式提供网络电视服务，而在没有光纤到达的居民区，AT&T公司与卫星公司为主的其它公司合作，用机顶盒结合卫星公司与互联网的视频，用户通过机顶盒接受服务。

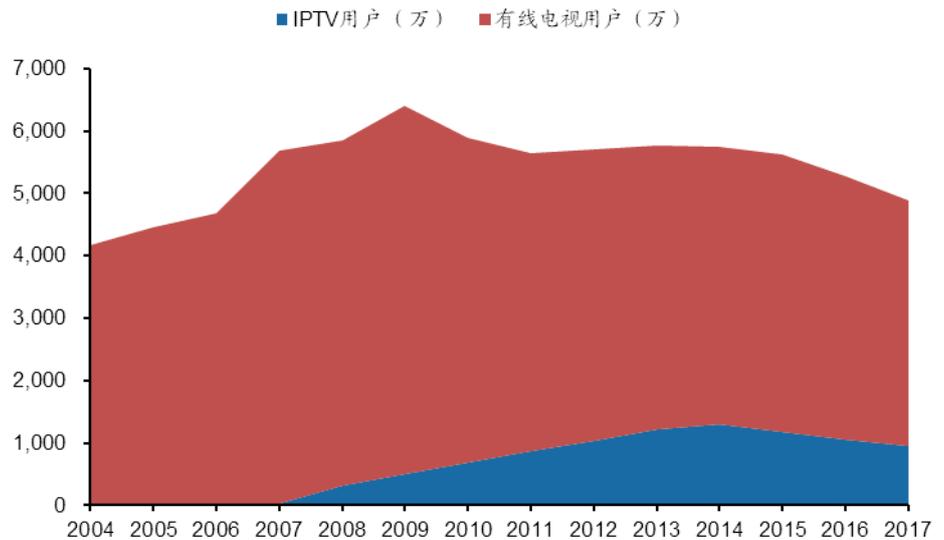
图 16: 美国主要公司IPTV及业务



数据来源：知网，广发证券发展研究中心

2008年，FCC解除了电信企业提供IPTV要获得本地视频特许权的限制，IPTV业务获得了更加有利的发展环境。从美国IPTV业务的主要参与公司的用户总人数来看，其在发展的十余年间增长迅猛，造成部分有线电视用户流失。但近几年由于OTT的发展，IPTV和有线电视增长均有放缓。

图 17: 美国主要公司IPTV及有线电视用户数量对比



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

互联网：基于互联网的OTT 对传统电视的挑战。 OTT是“Over The Top”的缩写，直译为互联网公司越过电信运营商，提供基于互联网的业务。广义的OTT 泛指所有以开放互联网为基础提供的视频服务，狭义的OTT 则特指通过可连接互联网的电视机接受来自网络的视频服务。

1997年，FCC《网络与电讯传播政策报告》明确指出，为避免对互联网内容的不必要管制，传统媒体的管理规范不完全适用于网络管理，直接赋予OTT业务独有的自由性。目前在美国，OTT视频业务的参与者主要是互联网公司，如奈飞（Netflix）、亚马逊Prime、Hulu等，也包括终端厂商如苹果等。为了应对其对于传统电视和IPTV市场的冲击，传统电视台、有线电视公司和电信公司如NBS、Verizon、Comcast等也开始尝试相关业务。

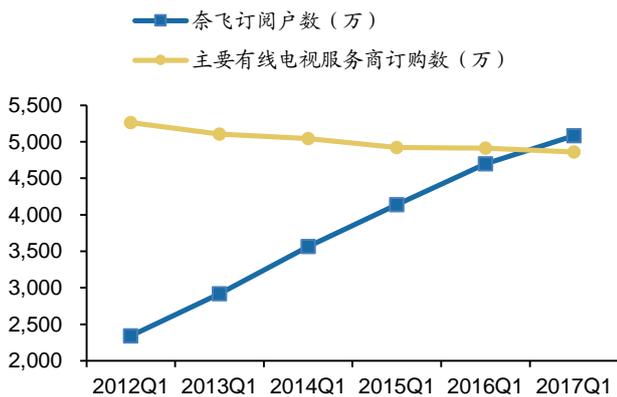
OTT视频业务在美国迅速增长，其用户规模不断扩大，2017年第一季度，奈飞的订阅户数就已达5,085万，首次超过主要有线电视服务商的订购总数。而根据奈飞年报，到2018年奈飞全球OTT订阅总用户数就达到了1.39亿户，同比增长18.8%。

表 2：2018年美国前10大OTT视频服务商

排名	服务商	排名	服务商
1	Netflix	6	MLB. TV
2	Prime Video Users (Amazon Prime)	7	Showtime
3	Hulu (SVOD)	8	CBS All Access
4	HBO Now	9	Sling TV
5	Starz	10	DIRECTTV Now

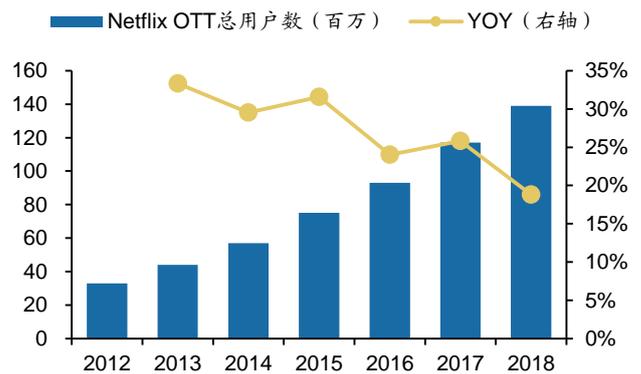
数据来源：Parks Associates，广发证券发展研究中心

图 18：奈飞美国国内OTT订阅户数与主要有线电视服务商订购数对比



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 19：Netflix全球OTT订阅总用户数（百万）

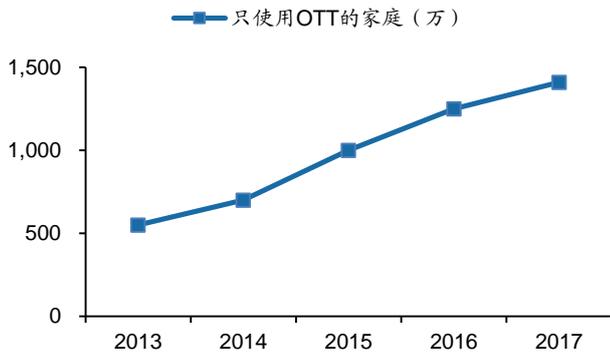


数据来源：《中国有线电视行业发展公报》，广发证券发展研究中心

OTT业务规模在美国的长足发展，与观看视频场景丰富化的趋势是一致的，OTT的兴起对传统有线电视和IPTV造成了一定的冲击。但由于OTT视频依赖网络传输速度，并且存在内容质量不一等问题，传统电视在竞争中仍具有其市场空间。根据美

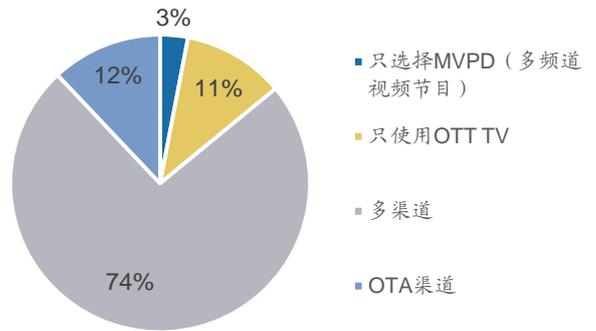
国视频广告局（VAB）的数据，截至2017年底，只使用OTT视频的美国家庭约1,410万户，相比2013年的500万增长了近2倍，占整体收视市场的11%。而约达74%的家庭选择多渠道的收视方式。而OTT的这些不足正好能够通过地面数字电视广播来弥补，“地面数字电视广播+OTT”的模式正在被越来越多的美国家庭所接受，有线电视行业面临的竞争愈发激烈。

图 20: 2013-2017年美国只使用OTT的家庭数



数据来源：美国视频广告局(VAB)，广发证券发展研究中心

图 21: 2017年美国家庭获取视频服务途径



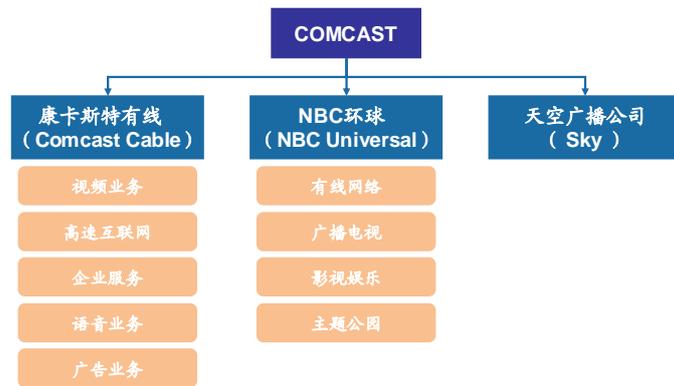
数据来源：美国视频广告局(VAB)，广发证券发展研究中心

2.3 典型公司康卡斯特：有线电视龙头，融合下“渠道+内容”两手抓

2.3.1 康卡斯特（COMCAST）：全美最大有线电视公司，内容端发力

康卡斯特（COMCAST）1963年成立，目前已成为美国最大的有线电视公司和最大宽带服务供应商（从宽带服务用户数以及收入规模来看康卡斯特已超过AT&T）。目前公司业务板块包括三大部分：（1）康卡斯特有线，业务内容包括视频业务、高速互联网业务、语音业务、广告业务和企业服务；（2）NBC环球，业务内容包括有线网络、广播电视、影视娱乐和主题公园；（3）2018年新收购的天空广播公司。截至2018年底，公司各类业务合计用户达3,030万客户。

图 22：康卡斯特业务构成

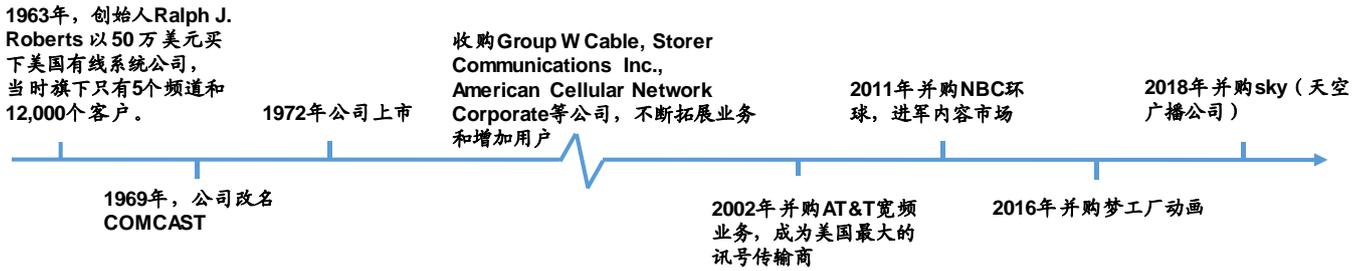


数据来源：康卡斯特 2018 年报，广发证券发展研究中心

1963年，创始人Ralph J. Roberts以50万美元买下从杰罗德电器拆分出来的美国有线电视系统公司，当时旗下仅有5个频道和12,000个客户。1969年公司改名为COMCAST并在1972年于纳斯达克上市。之后通过并购，康卡斯特不断拓展有线电视业务和有线电视用户规模。2002年公司并购AT&T宽频业务，成为美国最大的讯号传输商。公司分别在2011年和2016年收购NBC环球和梦工厂动画，进军内容市场。2018年收购欧洲最大付费电视集团Sky（天空广播公司）。

康卡斯特能够发展到如今的规模，我们认为主要在于三个方面，一是在有线电视行业通过兼并收购的方式不断扩大规模，不断稳固全美最大有线电视公司的地位，掌握最广的传输渠道；二是公司开展宽带业务以及通讯业务等融合业务，积极应对来自电信网的竞争；三是在于公司通过收购NBC以及Sky等公司拓展内容端业务。

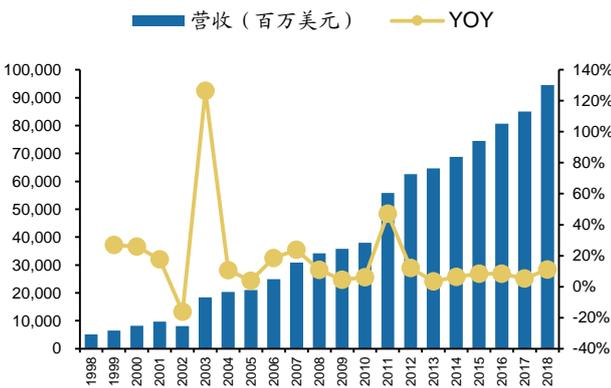
图 23: 康卡斯特发展历程



数据来源：Bloomberg，康卡斯特 2018 年报，广发证券发展研究中心

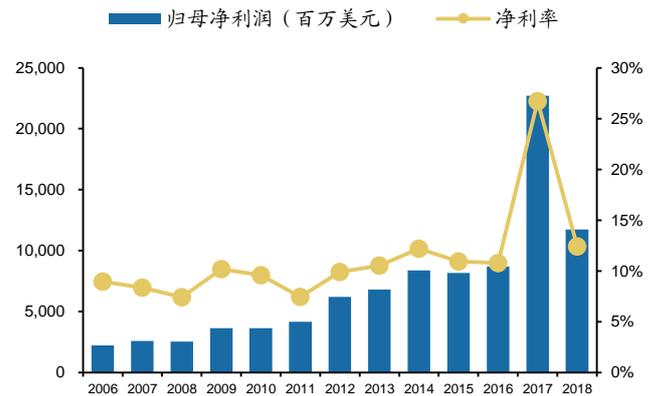
近年营收稳定增长，近6年归母净利率保持10%以上增速。公司营收自2003年以来增速较为稳定，2011年因并购NBC环球营收大幅增长。2018年公司营业收入达945亿美元。而在利润方面，近几年公司整体毛利率在30%左右；归母净利方面，2018年公司归母净利润达117亿美元，近6年均保持10%以上增速（2017财年由于美国税改，公司递延所得税负债减少，净利润大幅增长达160%）。

图 24: 康卡斯特营业收入情况



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

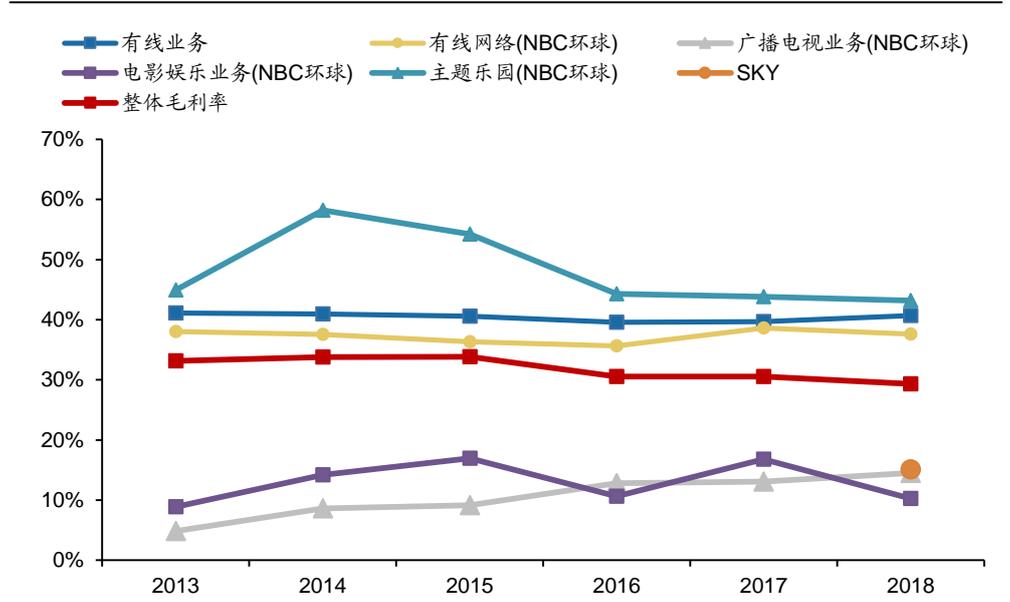
图 25: 康卡斯特归母净利润情况



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

分业务看毛利水平，有线业务毛利率稳定在40%左右。新并购的NBC环球下属的4大板块业务，有线网络业务毛利率与COMCAST有线业务毛利率水平相近，广播电视业务和电影娱乐业务毛利率较低，在20%以下；主题乐园毛利率可达40%以上。2018年新收购的天空广播相关业务毛利率为15%。未来内容业务毛利率仍有一定增长空间。

图 26: 康卡斯特各业务毛利率水平

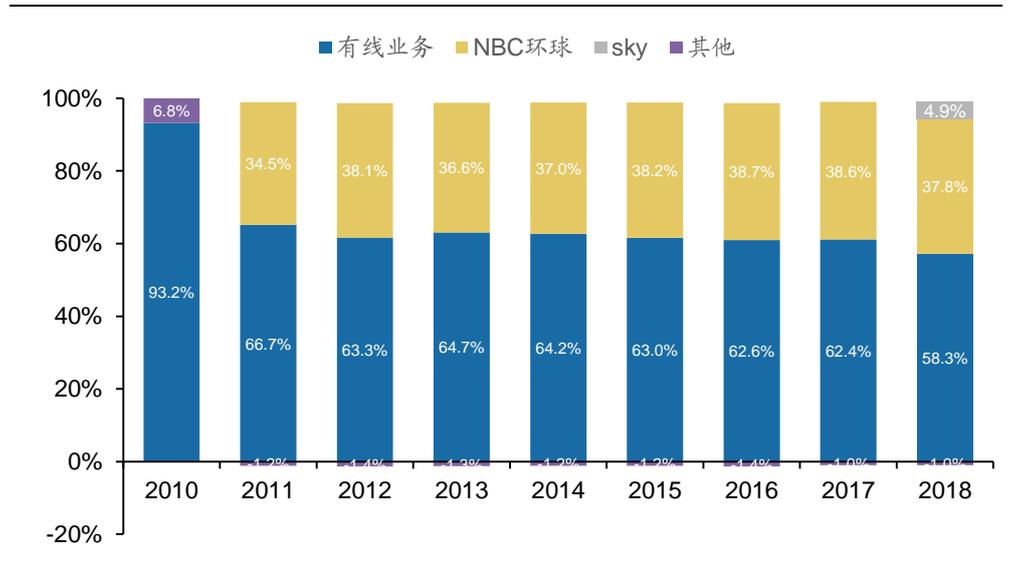


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2.3.2 业务结构: 有线业务为本, 内容端发力

营收结构上, 传统的有线业务占比下降。2011年之前公司有线业务占据最主要营收; 2011年并购NBC环球后, 有线业务占比则下降至63%左右, NBC环球收入占据总营收约37%; 2018年公司收购天空广播后, 该业务收入占约4.9%, 有线业务占比降低至58%。随着多元业务的开展, 传统有线电视业务营收占比在下降。

图 27: 康卡斯特营收结构变化

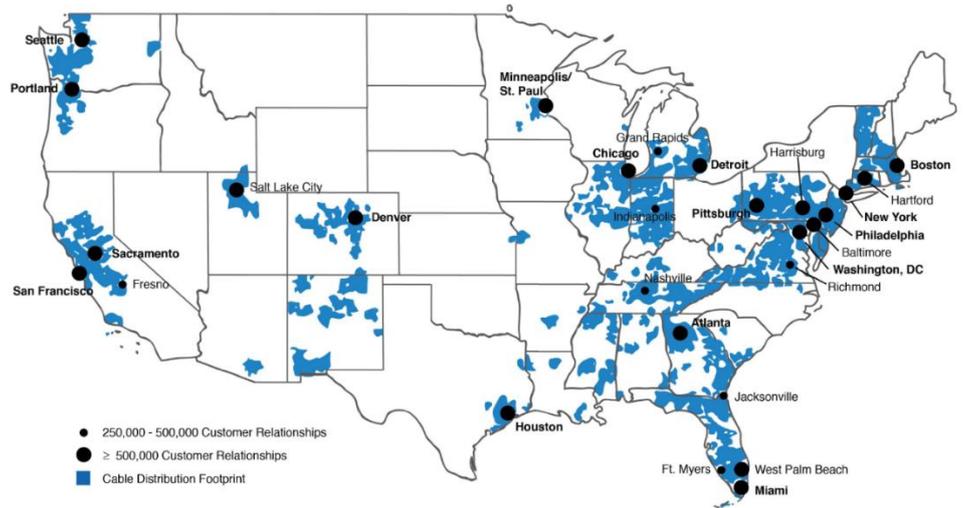


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (注: 其他项包括分部间抵消)

2.3.3 有线电视以及融合发展：传统有线积淀深厚，积极推进融合业务

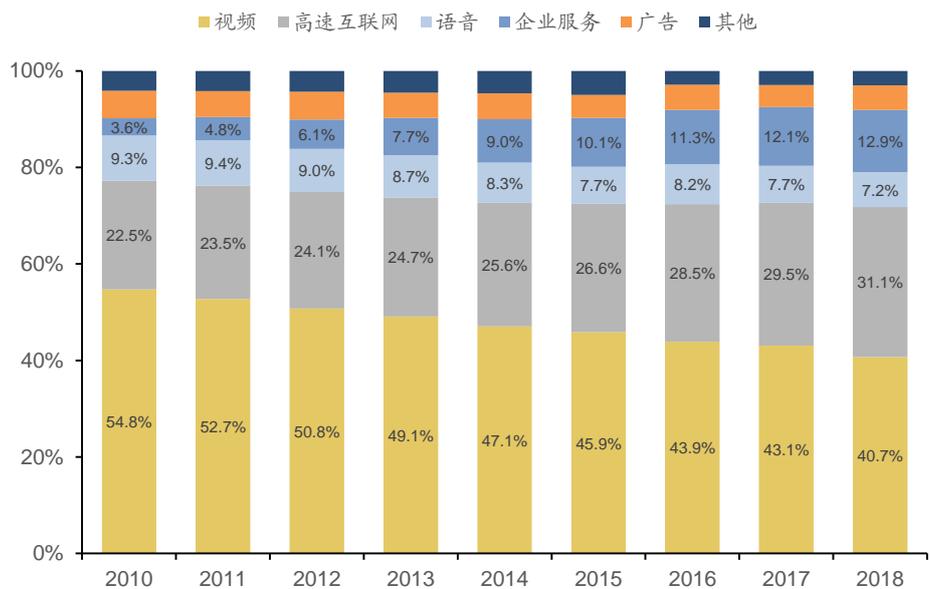
公司传统有线业务保有较大市场规模，宽带业务以及语音业务等融合业务不断发展。截至2018年底，公司布局超过30个州，其中7个城市的客户量在25万到50万之间，21个城市在50万个以上。康卡斯特的有线业务主要包括6项，其中有有线电视（视频）、高速互联网和语音业务占比最大，三者营收之和稳定占其有线业务营收80%以上，其中高速互联网占比更是不断提升。

图 28：康卡斯特有线业务开展地域



数据来源：康卡斯特 2018 年报，广发证券发展研究中心

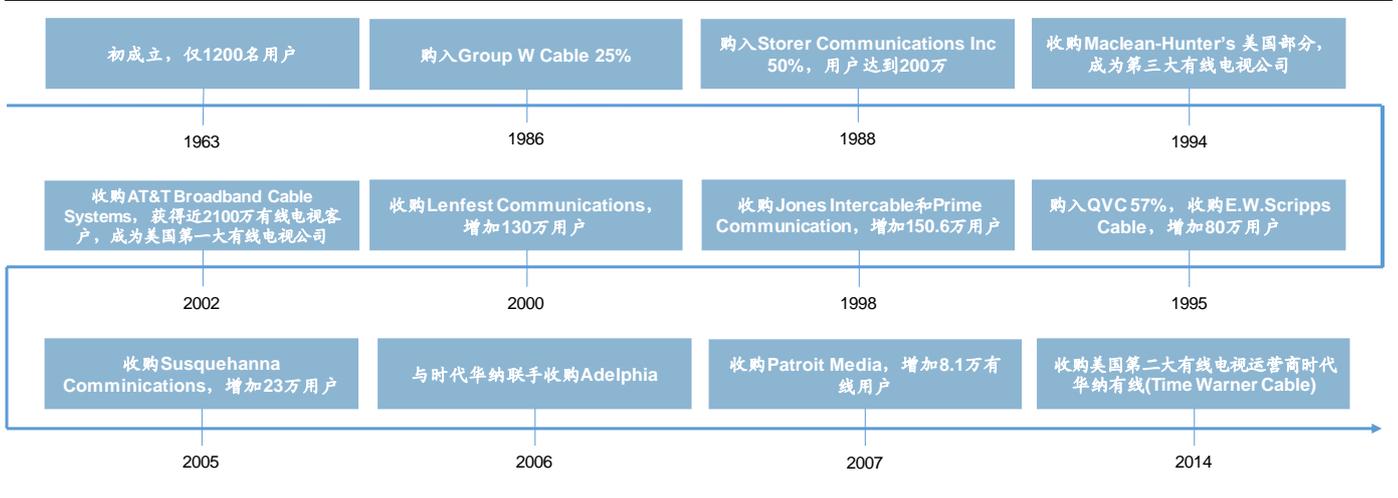
图 29：康卡斯特有线业务板块营收构成



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心（注：视频业务及有线电视放送业务）

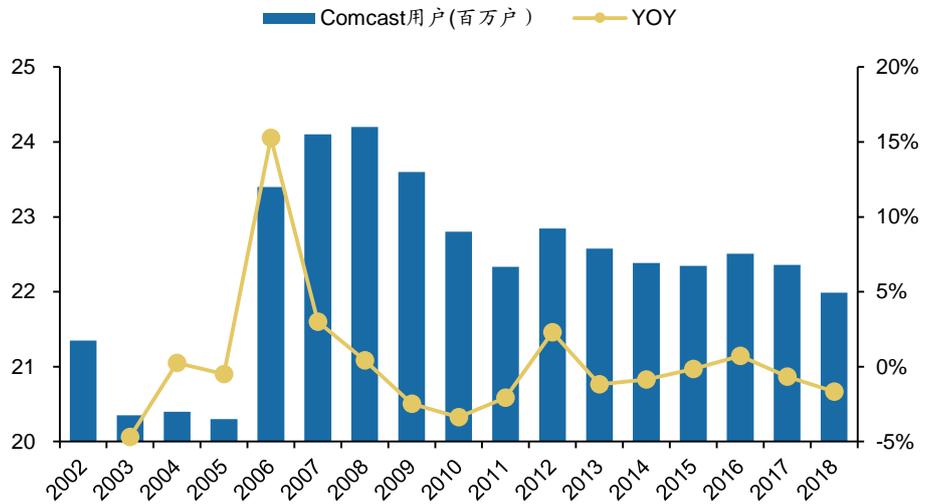
有线电视业务：成立以来不断兼并收购，用户规模不断扩大。公司传统有线电视业务是其成立之初便从事的主营业务，通过不断的兼并收购，打造成如今的全美第一大有线电视服务商。康卡斯特的有线用户数在2006年突破2300万户，近几年受新媒体冲击用户规模虽有回落，但仍保持在2200万户以上，规模为全美第一。

图 30：康卡斯特有线业务兼并收购历程



数据来源：康卡斯特年报，广发证券发展研究中心

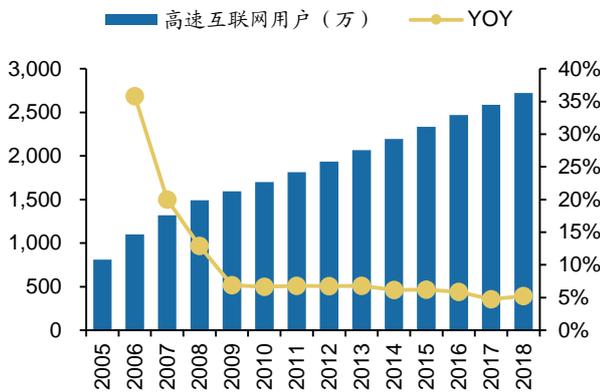
图 31：康卡斯特有线业务用户数量变化



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

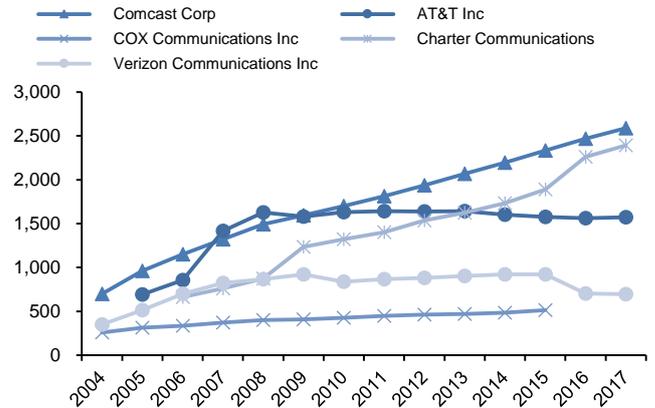
融合业务：技术升级带动宽带业务竞争。1996年有线电视公司获准进入电信市场后，康卡斯特便开始布局并提供宽带网络服务。截止2014年底，康卡斯特宽带用户数达到2,196万户。2015年5月，康卡斯特再次提升网速，为用户提供上行下行均为2G的高速上网服务。到2015年底，康卡斯特2G宽带网络覆盖1800万美国家庭。2016年，康卡斯特所有宽带用户均可接入1G以上宽带。2018年康卡斯特高速互联网业务客户达2,722万人。

图 32: 康卡斯特高速互联网业务用户数量变化



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 33: 美国各宽带供应商用户规模 (万)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

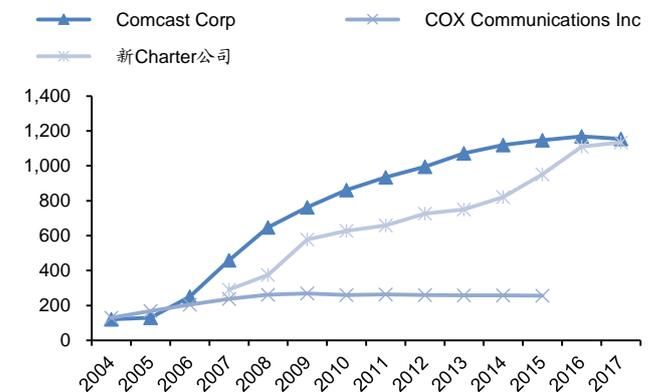
融合业务: 语音业务用户规模稳定。2005年康卡斯特以VoIP进入电话业务, 首年订户达120万。近年来用户规模相对稳定, 2018年用户1,145万, 占公司各类业务总用户人数的18%。

图 34: 康卡斯特语音业务用户数量变化



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

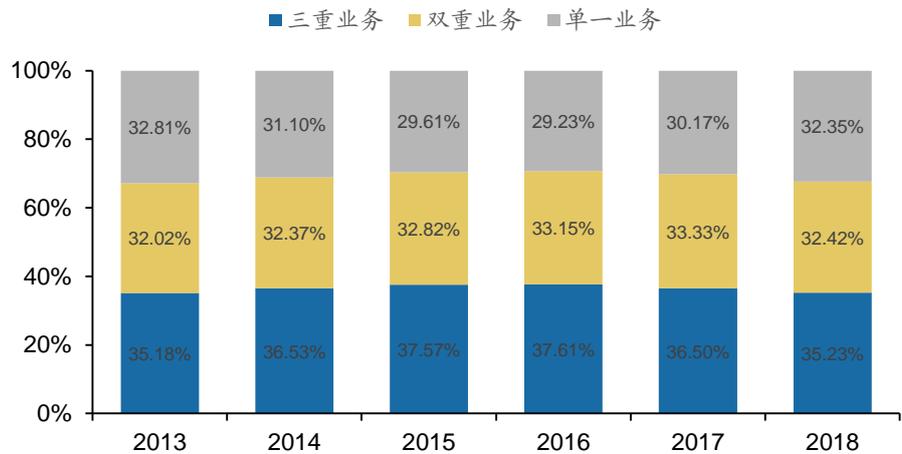
图 35: 美国各语音业务用户规模 (万)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

积极开展多重业务, 实现融合发展。由于具备了良好的宽带网络基础, 康卡斯特可以开展基于网络的多种业务, 针对视频、宽带、语音服务推出“单项”(三选一)、“双重”(电视+互联网或电话)以及“三重”三种套餐, 并制定“阶梯定价”销售策略, 用户可在不同的价格区间自由地优化组合视频、宽带、语音等细分业务。2018年选择单一业务的用户为32.35%, 为近年最高, 32.42%的客户选择双重业务, 剩下35.23%客户选择了三重业务。除此之外, 康卡斯特还积极拓展服务范围, 例如向在线视听服务机构出租宽带网络等, 合作对象包括奈飞以及苹果公司等。

图 36: 康卡斯特营不同业务组合选择比例



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

2.3.4 内容业务: 内容端发力, 应对传统业务困境

由于OTT和流媒体等新型媒体的冲击, 美国有线电视行业整体受困, 康卡斯特有线电视用户数量在近年呈下滑趋势, 近十年中多次出现负增长。因此公司也在不断探索新的业务模式以应对变化的行业形势, 其中在内容端的布局有效帮助康卡斯特应对来自互联网的挑战。

收购NBC环球, 获取大量优质内容

通过2011年和2013年的两次收购, 公司拿下了NBC环球, 开始在内容端发力。NBC环球作为一家大型媒体集团, 成立于2004年5月, 旗下包括众多高收视电视台, 内容实力雄厚。NBC分部的营收主要来源于自制节目的分发及授权播放, 广告收入, 以及主题公园等。

表 3: NBC环球旗下电视台情况

序号	电视台	截止 2018 年底订阅数 (百万)	节目类型
1	USA Network	90	普通娱乐
2	E!	88	娱乐与流行文化
3	Syfy	87	幻想娱乐
4	MSNBC	86	新闻资讯
5	CNBC	85	商业与金融新闻
6	Bravo	87	娱乐, 文化和艺术
7	NBC Sports Network	83	体育
8	Oxygen	72	犯罪, 奇幻和女性悬疑
9	Golf Channel	71	高尔夫比赛与娱乐
10	Universal Kids	56	儿童娱乐
11	The Olympic Channel	33	奥林匹克相关内容

数据来源: 康卡斯特年报, 广发证券发展研究中心

发布融合产品Xfinity，应对OTT等新兴视频形式挑战

2011年，康卡斯特推出融合性产品Xfinity，以其平台推出各种在线视听服务，进行业务的升级转型，主要业务包括流媒体服务、移动收视和社交服务以及机顶盒服务等。

- 流媒体服务：流媒体服务主要依托公司2012年推出的Xfinity Streampix，有线电视以及宽带用户可以免费收看电视剧以及电影节目，其他用户支付4.99美元/月便可收看。2016年3月起，康卡斯特所有流媒体用户都可以观看传统有线电视上的所有频道。
- 移动收视及社交业务：2013年11月康卡斯特推出集成了35个直播视频、2.5万个影视剧点播节目的应用程序—Xfinity TV Go，付费用户可以在移动端收看节目或下载。并且公司还于2014年10月与Twitter达成合作，允许康卡斯特用户通过点击推文（“See It”按钮）实现电视节目的跳转以及电视目录制。
- 机顶盒服务：2013年康卡斯特推出机顶盒X1，该机顶盒基于Xfinity平台可以收看直播、点播节目以及DVR录像，并且还集成了包括Facebook以及潘多拉在内的多个互联网应用。之后，机顶盒不断升级，逐步实现为用户提供定制服务，提供付费电影服务，提供游戏服务，支持康卡斯特智能家居系统Xfinity Home等功能。2015年4月，康卡斯特机顶盒升级为支持4K超高清播放，用户可以通过机顶盒在电视重点收看4K超高清视频。

图 37：康卡斯特基于Xfinity平台的机顶盒



数据来源：中广互联，广发证券发展研究中心

收购天空广播，有望在技术和内容开发上形成协同作用

Sky（天空广播公司）是欧洲最大的付费电视公司，在7个国家居于市场领导地位，其中包括英国、意大利、德国和西班牙等几个欧洲最大的有线电视市场，其直达电视业务（direct-to-consumer video business）有2,360万个客户。通过收购Sky，公司有望在欧洲市场做更多在新技术领域的投资，COMCAST、NBC环球以及Sky的合作可以在技术开发和内容生产上产生协同作用。

三、日本有线电视行业：无线电视覆盖广，有线电视积极把握双向互动、数字化以及超高清发展

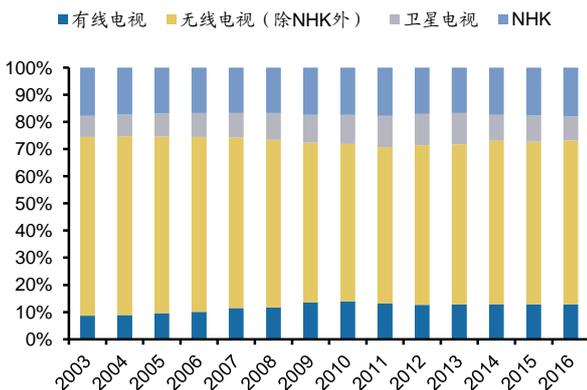
3.1 收视格局：无线电视覆盖广，高清技术使有线电视竞争力提高

3.1.1 无线电视覆盖率高，有线电视公司营收占整体放送市场总营收比例低于15%

无线电视覆盖率高，国民凡是安装电视必须与NHK签订收视合同。日本的收费电视收视业务主要包括NHK无线电视、民营无线电视、有线电视和卫星电视业务。与我国无线电视逐步被有线电视所取代的情况不同，日本NHK无线电视由于其属于公共广播电视的性质，在全国范围内保持极高的占有率，且用户数量逐年上升。NHK为日本放送协会举办的公共放送，预算案需经由国会审议，经营委员会直接由首相任免。由于其公共放送的性质，不能经营广告，只靠电视信号收费。根据日本《放送法》规定，NHK信号必须覆盖至全国范围内，国民凡是安装电视必须与NHK签订收视合同。因此在日本，NHK用户数量基本表示电视用户的总数。但由于实际运营过程中存在拒绝缴费的现象，NHK用户数量实际略低于实际使用电视的用户数量。2017年，NHK电视用户达4,397万户，以日本2015年人口普查得到的5,333.2万户家庭数计算的覆盖率已达到82.4%。

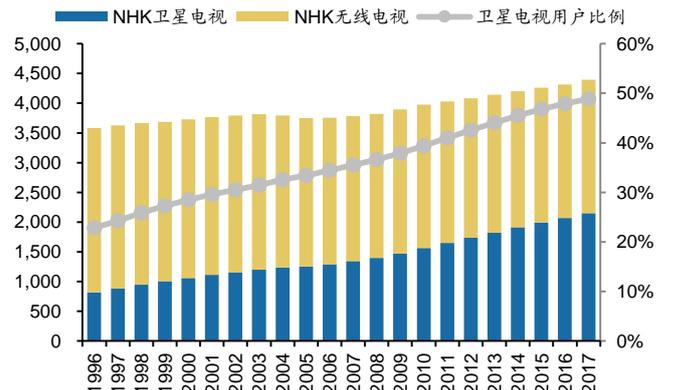
在日本放送市场的四类参与者中，无线电视（除NHK外）营收占比最大。四类参与者的营收来源略有差异，无线电视台的营收主要来自于广告收入，而有有线电视、卫星电视、NHK的收入则以用户收视费为基础，可拓展至增值服务收入、广告收入等。目前，有线电视公司的营收占放送市场参与公司总营业收入的15%以下。

图 38：日本各收视方式营收占总放送市场比例



数据来源：日本总务省情报白皮书，广发证券发展研究中心

图 39：日本无线电视用户数量 (万户)



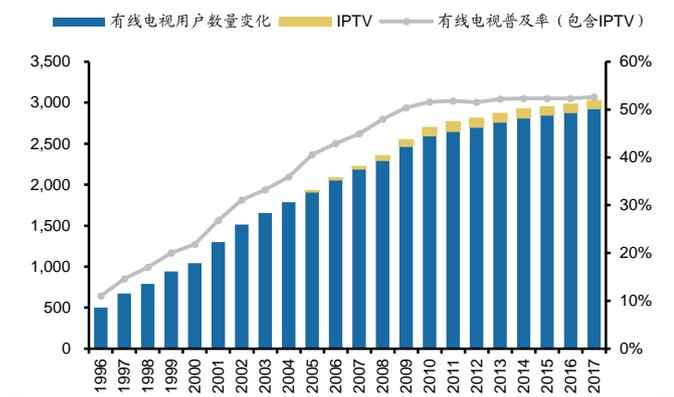
数据来源：日本总务省，广发证券发展研究中心

日本有线电视是从20世纪90年代开始快速发展，截至2017年，有线电视用户人数达2,930万人，普及率为52.6%。日本有线电视行业业务和我国有所不同，主要差异在于是否包含IPTV。对于IPTV，日本总务省采取狭义定义，定义为以IP多点传输技术提供有线广播业务，将其业务属性视同于有线电视服务，纳入日本通讯传播主管机

构总务省管辖。而无节目表的VOD视频点播业务则视同OTT的竞争业务，不属于总务省统计范围。因此在日本总务省情报流通行政局发布的有线电视现状报告中，有线电视用户被分为两类，一类是基于RF方式传输的用户（等同我国有线电视），一类是基于IP多点传输的用户（等同于我国的IPTV，不包含点播业务）。

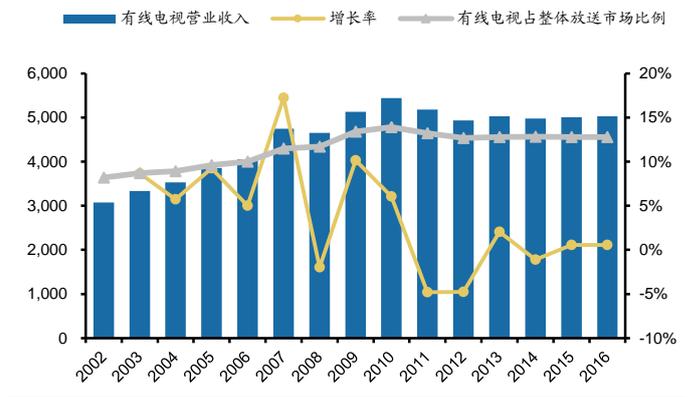
2010年以前日本有线电视用户人数持续增长，之后增速有所放缓，普及率的数据呈现增长停滞的状态。并且日本IPTV自2005年出现后，用户数量增长缓慢。根据2008年IDC的预测，到2012年日本IPTV用户将突破300万；然而实际上，根据日本总务省统计，2017年日本IPTV用户数仅为91万，远低于预期。2006年日本IPTV发展初期对于IPTV使用意向的调查显示，不想申请IPTV的用户比例过半，主要原因为“因为要收费”、“看现有的电视节目已经足够”，在日本本身基础NHK无线电视已需缴费收看的情况下，且有线电视自1987年大规模发展开始时已建设双向交流机制，IPTV作为附加服务，在有线电视之上的功能提升并不明显。在此背景下，日本的IPTV产业并未得到良好的发展。

图 40: 日本有线电视用户数量 (万户)



数据来源: 日本总务省, 广发证券发展研究中心

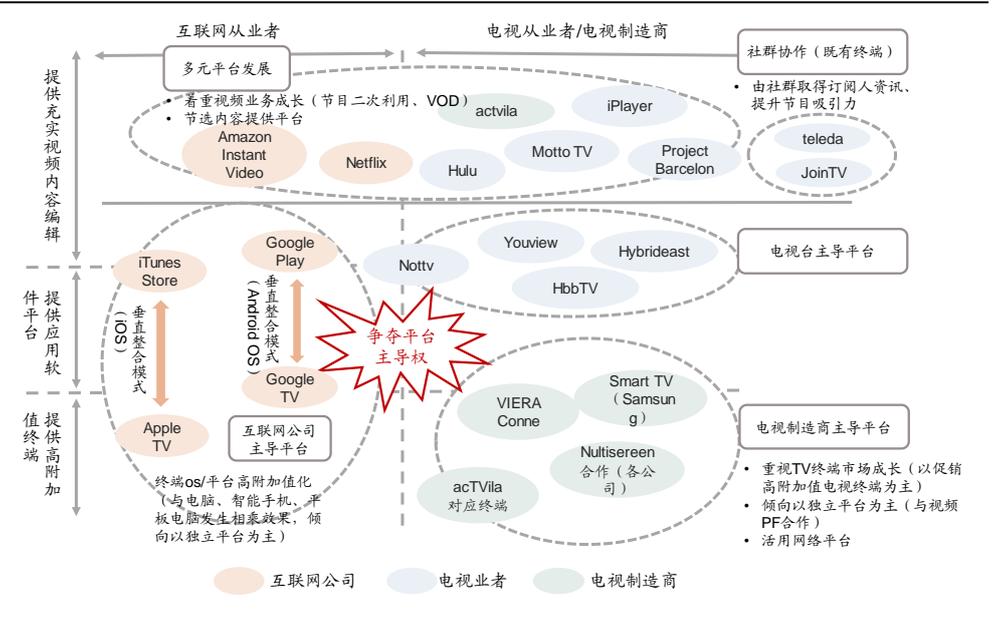
图 41: 日本有线电视营收 (亿日元) 及占比



数据来源: 日本总务省情报白皮书, 广发证券发展研究中心

而从OTT的发展来看，日本OTT最早始于2000年。2005年宽带网络普及后，日本有线电视公司、无线电视公司开始进入OTT领域。有线电视服务商J:COM于2005年3月推出OTT应用服务，使用户不仅可以在电视机，同时可以在手机或平板上进行视频点播。此后，无线电视台、日本公共电视NHK及电视制造厂商先后开展OTT业务。

图 42: 日本OTT平台概念示意图



数据来源: 《OTT TV 的创新服务经营模式与政策法规》, 广发证券发展研究中心

3.2 行业发展: 有线电视早期作为无线电视补充, 之后受益高清技术发展, 市场竞争力提升

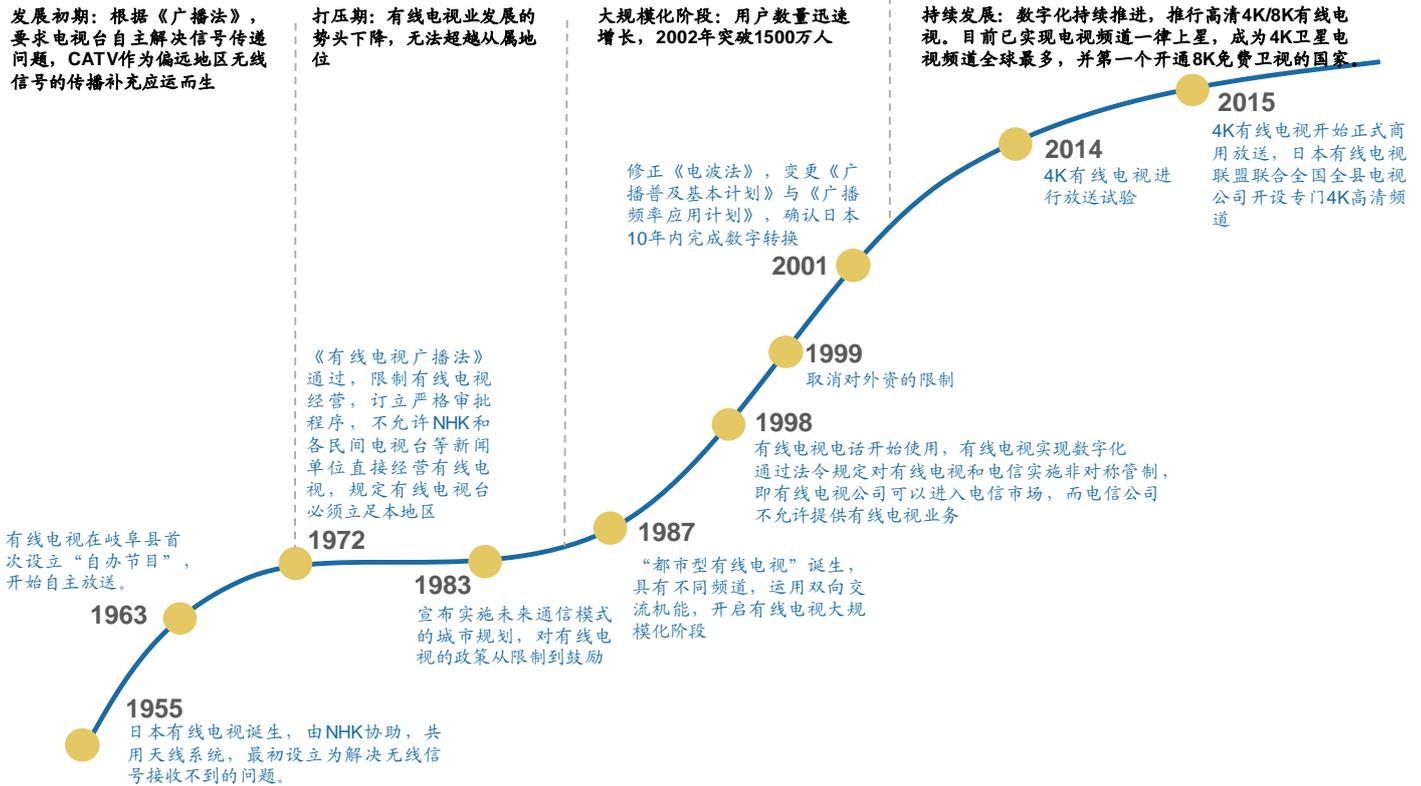
日本的无线电视覆盖率较高, 且无线电视频道能够满足大部分观众的需求, 但部分偏远地区地面无线信号的传输效果不好。而日本《广播法》又规定以NHK为首的无线电视台需要自主解决信号传递问题, NHK信号需要做到全日本覆盖。在此背景下, 1955年有线电视作为无线电视传输信号不足处的补充传输媒介诞生, 最初由NHK协助, 共用天线系统, 接收NHK信号后以有线方式向乡村等偏远地区信号接收不良的用户传递, 早期发展较为缓慢。

1963年, 有线电视开始自主进行节目制作与放送, 但初期被认为是对原有电视业秩序的破坏, 受政策限制。直到20世纪80年代, 日本宣布实施未来通信模式的城市规划, 有线电视才开始大规模发展。1987年, 日本诞生运用双向交互机制的有线电视, 极大程度地对有线电视的功能进行了扩展, 并激发了有线电视用户数的增长。

1998年, 有线电视与电信的非对称管制制度实行, 有线电视公司可以进入电信市场, 以此诞生了有线电视电话。2001年, 日本提出要在10年内完成数字化转换。此后通过一系列法案, 开始推进日本三网融合进程, 有线电视和电信、互联网业务开始进行交叉。

同时, 在高清电视业务领域, 日本4K/8K高清电视发展快速, 目前已实现电视频道一律上星, 且为4K卫星频道最多并第一个开通8K免费频道的国家。受益于高清技术发展, 4K高清有线电视已于2015年开始商用放送, 且日本有线电视协会联合多家电视公司开设了专门的4K有线电视频道, 增强有线电视业务的市场竞争力。

图 43: 日本有线电视行业发展进程



资料来源：日本总务省情报流通行政局，潘玉鹏《日本的有线电视》，胡珊《日本管制政策旨在平衡市场结构》，广发证券发展研究中心

3.3 融合发展：从纵向分割到横向分割，政策推动融合发展

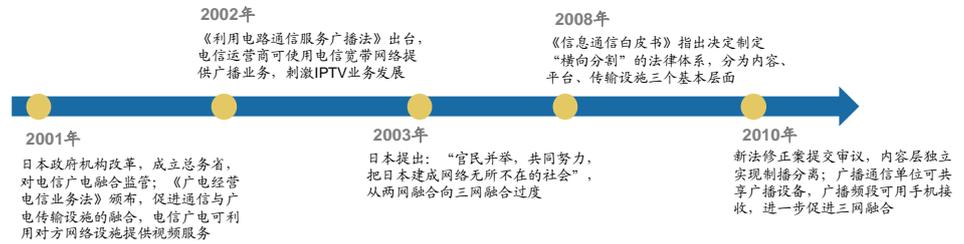
日本的三网融合进程主要可以分为两个阶段：

第一阶段是广电网与电信网的融合。政策上，日本在1998年以后，有线电视是被允许进入电信市场的，而电信公司不允许提供有线电视业务，二者被非对称管制。2001年，日本颁布《广电经营电信业务法》，旨在促进通信与广电传输设施的融合，允许广电部门和电信部门彼此利用对方的网络设施提供视频业务，并放松了对卫星电视及有线广播电视使用电信设备的监管，同时放松了对于利用传统电信设施提供广播及卫星直播电视业务的监管，消除了电信运营商进入广播电视业务的障碍。2002年《利用电路通信服务广播法》颁布，电信运营商开展广播电视业务不再需要得到有线电视法的许可，电信宽带网络承载电视节目成为可能，刺激IPTV的发展。同年《促进开发通信广电融合技术法》出台，日本电信网与广播电视网得到融合。

第二阶段则是从两网融合过渡到三网融合阶段。2003年日本IT战略部提出“官民并举，共同努力，把日本建成网络无所不在的社会”，而三网融合是其中最重要的环节之一。2008年，日本《信息通信白皮书》提出制定“横向分割”法律体系，分为内容、平台、传输设施三个基本层面，改变过去广电、通信等各业务纵向分割的法律体系。该修正案于2011年6月正式实施，新法规架构中内容层、平台层、传输层彼此独立，实现制播分离，新兴媒体平台的发展具有更大的空间。同时，新法实施后地方电

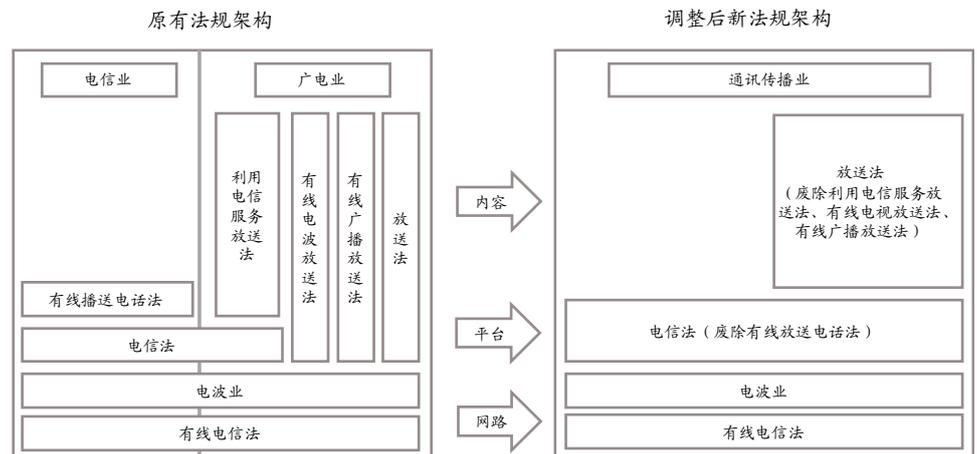
视台等广播通信单位可共享广播设备，以促进彼此发展。原分配给广播的频段，可随时用手机进行电视节目的接收，进一步推进三网融合。

图 44: 日本三网融合推进



数据来源：《三网融合与我国有线电视网络发展战略研究》，广发证券发展研究中心

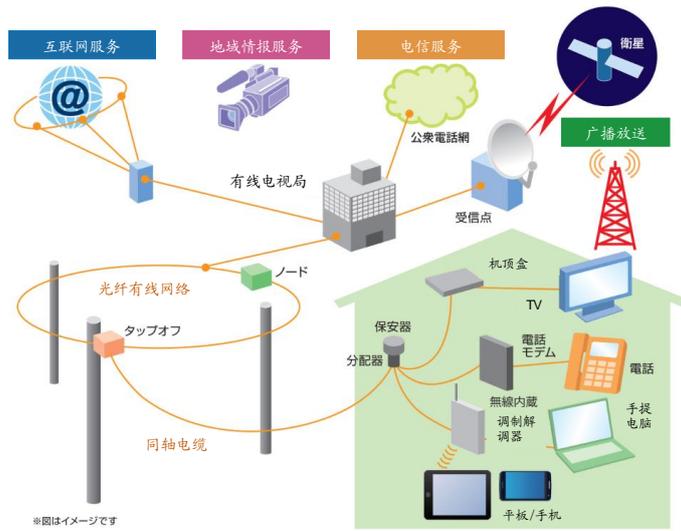
图 45: 日本通讯传播法规架构下从“纵向分割”到“横向分割”



数据来源：《OTT TV 的创新服务经营模式与政策法规》，广发证券发展研究中心

为应对竞争，有线电视公司积极开展多元化业务。随着三网融合进程的推进，电信服务商、新型互联网视频内容服务商加入电视收视业务竞争。在竞争压力下，有线电视公司开启多元业务发展以应对竞争，业务范围从单纯的有线电视收视服务拓展至有线电视电话、宽带上网服务、IP通话、IPTV、OTT互联网电视、MVNO移动虚拟网络等多渠道业务。为了应对OTT带来的冲击，有线电视服务商还通过在用户家中内置调解器的形式，使用户在外可用平板连接到家中电视信号及网络，随时随地通过智能设备收看电视，与手机移动视频业务及互联网视频业务进行竞争。

图 46: 三网融合下日本有线电视业务模式示意图



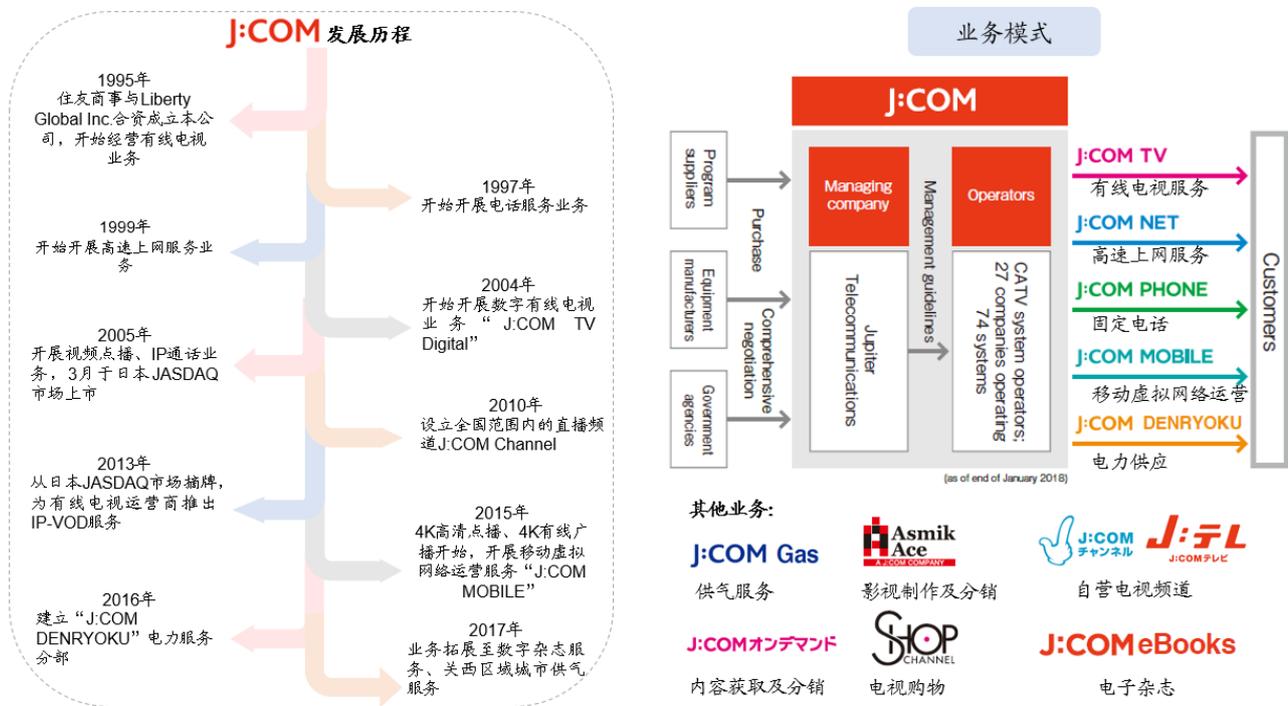
数据来源: 日本有线电视协会, 广发证券发展研究中心

3.4 典型公司 J:COM: 从单一有线电视服务到综合性传媒公司

J:COM是日本最大的有线电视运营商，于1995年由日本住友商事与Liberty Global合资成立。公司最初的业务为有线电视经营业务，1997年开始开展固定电话业务，于1999年开始开展高速上网服务。2005年，随着广电和电信网的融合及宽带的高速发展，公司开始开展IP通话及OTT业务，并于当年3月在日本JASDAQ上市，2013年摘牌退市。

公司不断拓展业务范围，从单一有线电视服务转型至综合性传媒公司，拓展业务至电信业务、IPTV、OTT、VoIP、MVNO等多项通信类业务，并依托于原有的用户群，与电力及燃气公司合作，开展电力供应、供气服务等综合性生活服务。

图 47: J:COM发展历程及业务简介



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

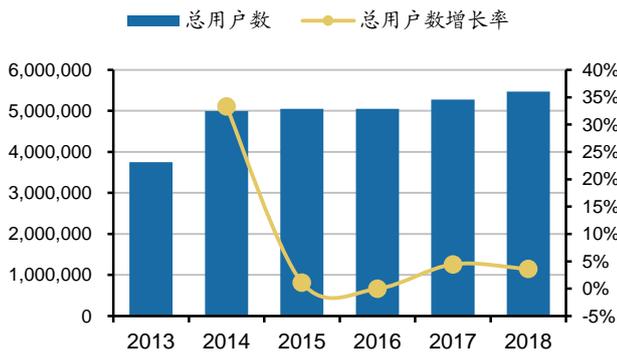
公司在有线电视业务方面的扩张主要依托于收购其他公司的控股权，公司于2000-2010年期间共收购了17家有线电视及媒体公司，逐渐形成遍布全日本有线电视运营网。2010年以来，公司于有线电视和媒体领域的收购进度放缓，转向积极整合旗下分公司，使其在地缘形成密切的合作网络，在当地形成具有市场号召力的有线电视运营整体。并且，公司转向积极扩展业务边界，于2013年9月收购IP Power System 涉足电力供应产业，目前，公司集团内除传媒业务外，还涵盖零售、活动管理等。

目前，J:COM为日本最大有线电视运营商，服务范围涵盖从北海道至九州的札幌、仙台、关东、关西、九州，旗下包含16家有线电视分公司，11家传媒服务公司，运营74个有线电视管理局。截至2018年12月31日，J:COM有线电视用户接入达到

383.18万户，市场份额在14%左右。综合多项网络业务方面，截至2018年12月31日，J:COM共服务546.76万户家庭。以根据日本2017年的人口调查为基数计算（全国共有5748万户家庭），J:COM的覆盖率约为9.5%。

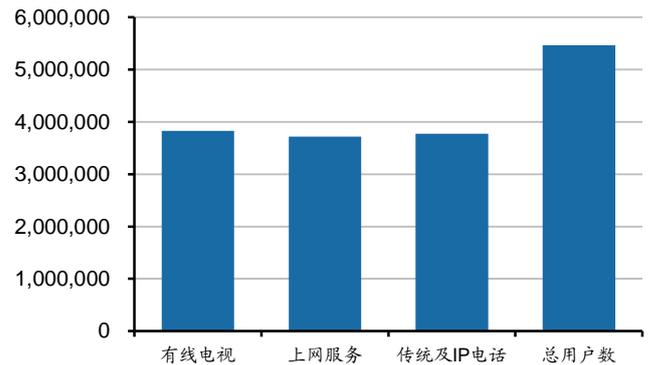
内容方面，公司提供2个免费有线电视频道“J:COM Channel”和“J:COM TV”，无论用户是否订购J:COM的付费服务都可以免费观看这些频道的节目内容。截至2018年12月31日，这两个频道在全国范围内共覆盖1,381万户家庭。

图 48: J:COM用户总数量 (户)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 49: J:COM各业务用户数量 (户)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

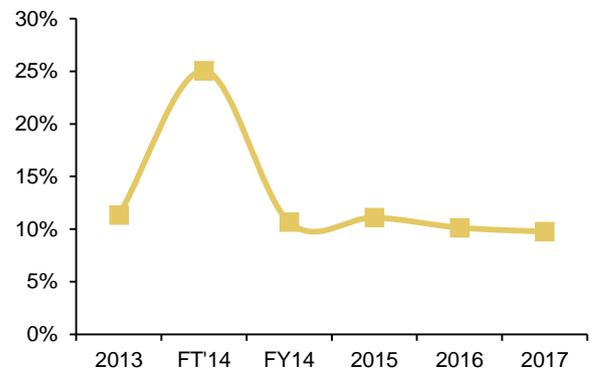
公司于2013年从日本JASDAQ退市，此后于2015年4月1日起转换会计标准，从US-GAAP转变为IFRS会计准则。因此涉及转换会计准则导致的过渡期，FT'14数据为公司2014.01.01至2014.03.31日的财务数据，FY14数据为公司2014.04.01-2015.03.31日完整财年的财务数据。根据公司披露数据，公司2017财年实现收入7,300亿日元(约合人民币43.13亿元)，较2016年增长5.9%，归母净利润712亿日元(约合人民币4.21亿元)，相比2016年增长1.9%。2015年以来，公司盈利能力有所下滑，从2015年的11.1%净利率下滑至2017年9.8%。

图 50: J:COM营收及净利情况 (十亿日元)



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 51: J:COM净利率



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

四、韩国有线电视行业发展：把握智能化及超高清发展 三网融合大体完成

4.1 收视格局：IPTV 及 OTT 冲击之下，把握智能化以及超高清发展

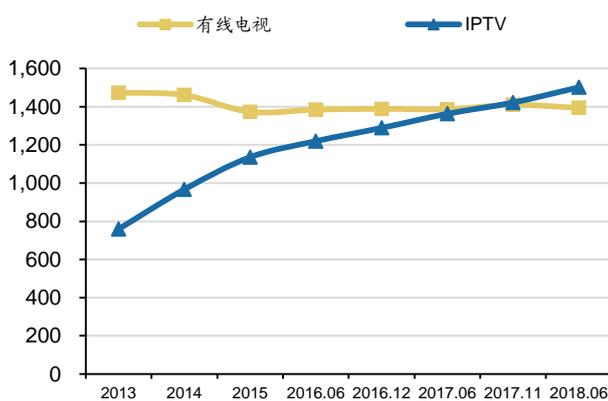
4.1.1 无线电视全国联播，有线电视依靠制作精良突围

与日本相同，韩国的无线电视在全国范围内进行联播，但不同的是民众不需要缴费，可以免费收看。目前韩国无线电视台共有四家，分别为KBS、SBS、MBC及EBS。其中除SBS为进行全国播放的首尔地方电视台外，其余三家均属于韩国公共电视台。由于其免费收看的性质，无线台的收视率一直处于领先地位，2015年无线四台的平均收视率之和为55.5%。但近年来韩国无线台的收视率总体有所下滑，有线电视台因其优良的制作吸引到更多观众。收看有线台的节目则意味着用户必须从韩国有线电视系统运营商处购买付费服务。

韩国的有线电视服务主要由以CJ Hello为首的五大系统运营商提供，而IPTV则由三大电信公司提供。截至2018年6月，韩国有线电视用户数量为1,394万，自2013年以来，受IPTV快速崛起的影响，有线电视的用户数量增长停滞甚至下滑。IPTV用户数2017年首次超过有线电视用户人数，截至2018年6月IPTV用户数量达1,502万。

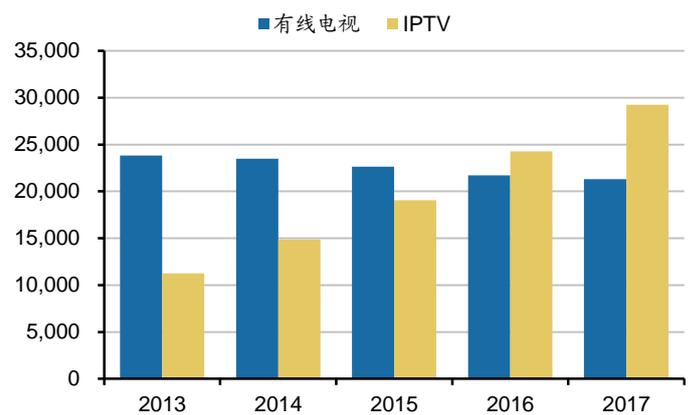
以市场规模计，有线电视的市场规模持续萎缩，2017年市场规模为21,317亿韩元（约合125.96亿人民币），相比2016年下降1.8%，而相比2013年下降10.5%之多。与此同时，IPTV的整体市场规模增长迅速，在2016年超过有线电视，2017年市场规模达29,251亿韩元（约合172.84亿人民币），同比增长20.5%。

图 52：有线电视及IPTV用户数量（万户）



数据来源：韩国信息通信部，广发证券发展研究中心

图 53：有线电视及IPTV市场规模（亿韩元）



数据来源：韩国信息通信部，广发证券发展研究中心

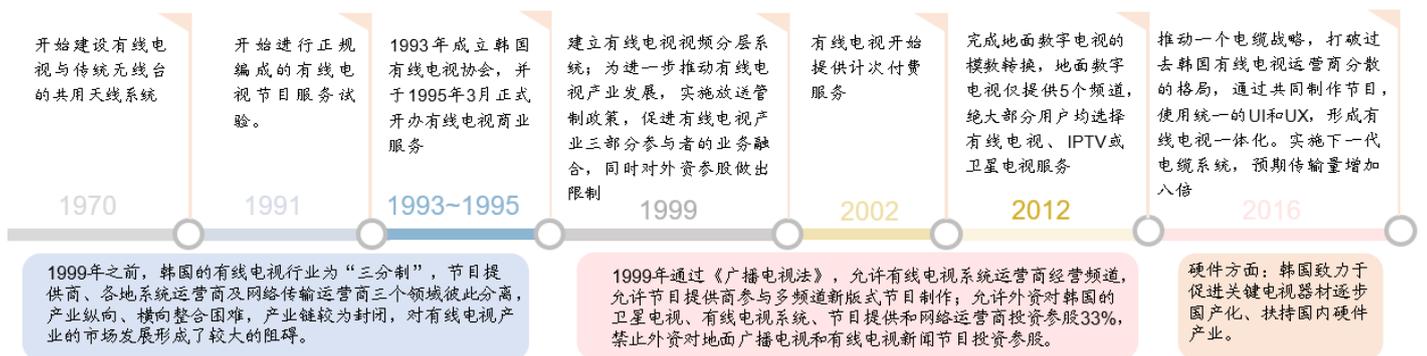
韩国的OTT业务始于2010年，在韩国属于电信事业的增值服务，韩国无线电视台、有线电视公司及电信公司均有开发OTT业务。有线电视服务商CJ Hello于2010年第一个推出OTT视频服务tving，首尔地区有线电视服务商C&M则与无线电视台的pooq

合作，开展OTT业务。电信服务商则在IPTV后向移动IPTV发展，基于原有用户群，使用户也能在智能手机及平板上收看电视，涉足OTT业务。此外，三星等电子设备厂商则通过智能电视导入OTT服务，推出OTT TV。根据爱立信消费者实验室的数据，截至2016年，韩国已有3,200万OTT用户。

4.2 行业发展：推进有线电视产业智能化发展，扩大超高清服务

韩国原有的有线电视行业为“三分制”，节目提供商（program provider）、各地有线电视网络运营商（system operator）及传输网络运营商（network operator）三个领域彼此分离，导致产业纵向、横向整合困难，产业较为封闭。1999年韩国政府为进一步推动有线电视产业发展，颁布了《广播电视法》，对节目提供商和有线电视服务商的业务分割实施了放松管制政策，允许有线电视网络运营商经营频道，允许节目提供商参与多频道等新版式节目的制作等，融合开启。除此之外，该政策还对外商投资做了一定限制，允许外资对韩国的卫星电视、有线电视系统、节目提供和网络运营投资参股33%，禁止外资对地面广播电视和有线电视新闻节目投资参股。

图 54：韩国有线电视行业发展进程

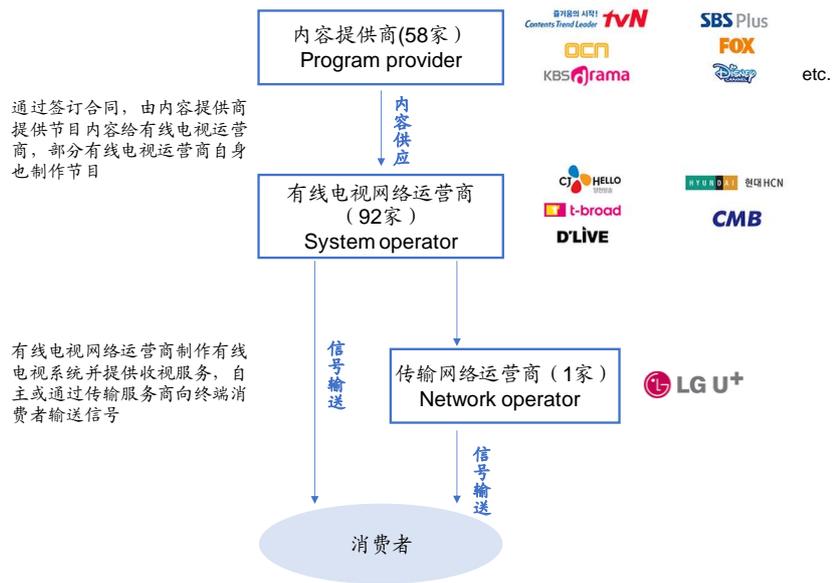


资料来源：公开资料整理，广发证券发展研究中心

有线电视行业参与者来看，截止目前韩国有线电视协会总共包括151个会员，其中包括58家内容提供商（Program Provider）、92家有线电视网络运营商（System Operator）、1家传输网络运营商（Network Operator）。产业运行机制为：内容提供商（如电视台等）与有线电视网络运营商签订合同，由内容提供商提供内容给有线电视网络运营商，有线电视网络运营商通过有线电视网络传输给有线电视网络用户。部分有线电视网络运营商也是内容提供商，或通过租用传输网络运营商的网络来传输内容。

为应对IPTV及OTT的冲击，近年来，有线电视行业也在不断进行调整，不断向智能化发展，包括智能家居、家庭医疗、互动教育等领域；同时扩大超高清服务，保持电视大屏的吸引力，并吸收IP技术，通过大数据云计算技术，发展个人定制化的电视服务。

图 55: 韩国有线电视产业运行机制



数据来源: KCTA, 广发证券发展研究中心

4.3 融合发展: 三网融合之路大体完成

1980年, 韩国政府曾对广电业进行“统一合并”结构调整, 将所有民营广播电视收归到国营韩国广播公司麾下, 确立公共广播体制。此体制一直延续至1990年, 韩国广电业进行“有限开放”的结构调整, 民营广播电视再次以独立的身份进入广电业结构, 民营广播电视公司正式开通自行运营。

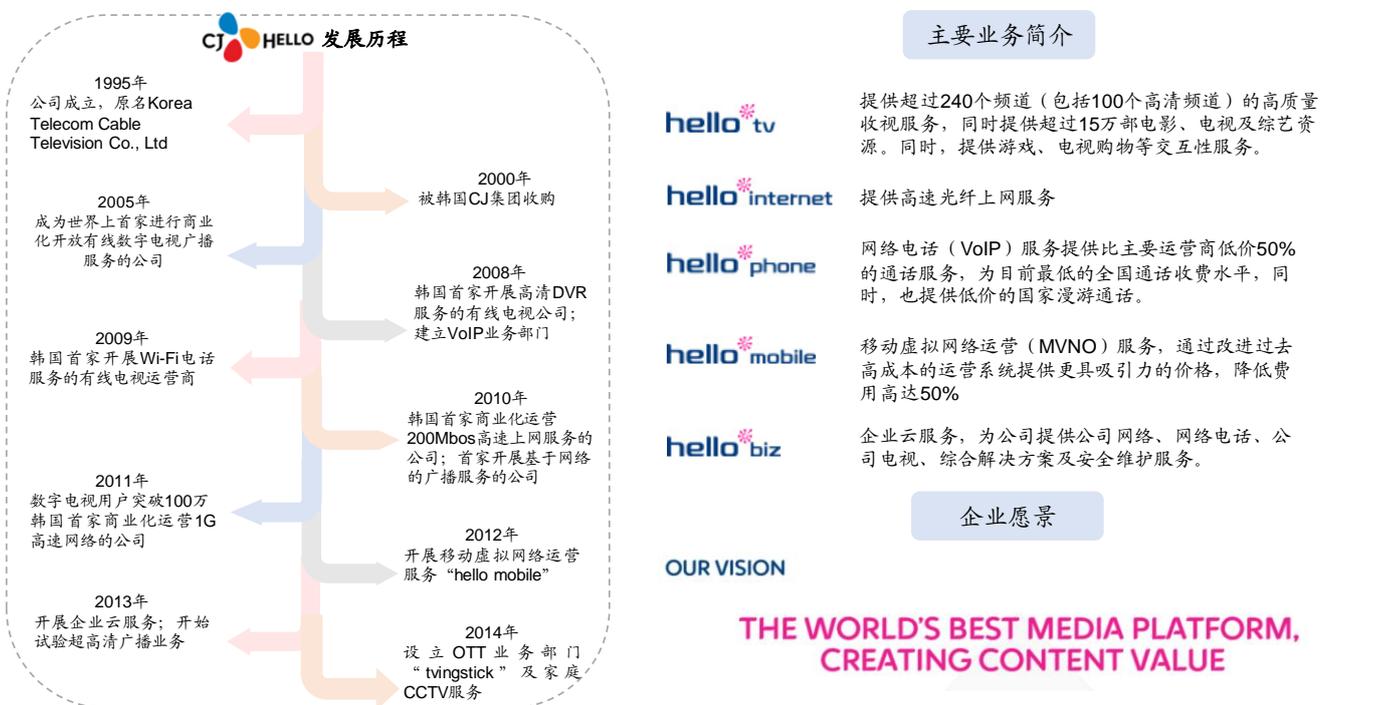
2001年, 韩国广电运营商获准开办互联网连接业务; 2002年, 政策层面本地电话网准入放开, 允许其他网络运营商开展IP电话业务, 参与电信业务。2008年1月, 韩国出台《IPTV业务法》, 指出广电公司可提供全国性IPTV业务, 但为保证公平竞争及反垄断, 任何单一电视服务提供商及其关联公司在付费电视市场的订户数占有率不得高于1/3; 而电信运营商可直接提供IPTV业务, 无须成立下属公司, 服务项目可包括视频点播、电视购物、家庭上网和互动教育等。以此开始了电信与广电运营商在电视收视市场上的竞争, 极大地促进了韩国IPTV产业发展。同年2月, 《广播通信委员会组织法》对电信及广播电视行业的监管框架进行调整, 设立新的监管机构——韩国广播通信委员会。此前, 电信监管归属韩国通信委员会, 广电监管统一归属广播电视委员会, 两者在具体政策上相互制约。本次政策调整后, 两机构解散, 电信及广电在监管机构上实现融合。

互联网业务方面, 目前有线电视运营商和电信运营商均可开展互联网业务, OTT视频业务在韩国没有关于费率、准入及外资的限制, 市场完全开放。韩国三网融合之路已大体完成。

4.4 典型公司 CJ Hello: 全球首家商业化数字有线电视公司

CJ Hello是韩国最大的有线电视运营商于1995年成立，2000年被韩国CJ集团收购，2005年成为世界上首家商业化开放数字有线电视广播的公司。2008年以来，公司积极进行业务拓展，从有线数字电视发展到网络电话、虚拟网络运营等多项传播媒介服务，成为CJ集团旗下重要的传媒通讯运营公司。为应对互联网对传统有线电视的冲击，公司积极发展各项转型业务，公司2010年开展的tving业务为韩国市场上最早的OTT业务，并于2014年专门成立了OTT部门，开拓互联网电视市场。目前，公司主要业务包括有线电视、上网服务、网络电话、移动虚拟网络运营及企业云服务等。2015年韩国最大的电信服务公司KT曾有意向并购CJ Hello，但并购交易没有最终获得韩国公平交易委员会的批准。

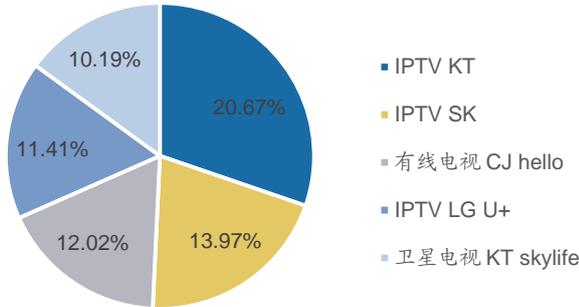
图 56: CJ Hello发展历程及业务简介



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

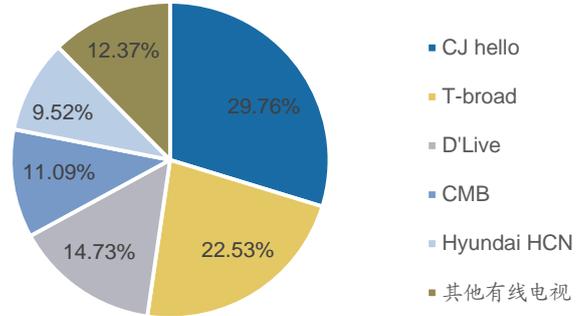
目前，CJ hello为韩国付费电视市场第三大运营商，根据截至2018H1的用户规模计算，市场份额为13.97%，仅次于IPTV运营商KT及SK。在有线电视领域，公司为绝对龙头，以2018H1用户规模计算的市场份额为29.76%，领先第二大运营商7.23pct。

图 57: 韩国付费电视前五大参与者市场份额



数据来源：韩国通信委员会，广发证券发展研究中心

图 58: 韩国有线电视市场格局

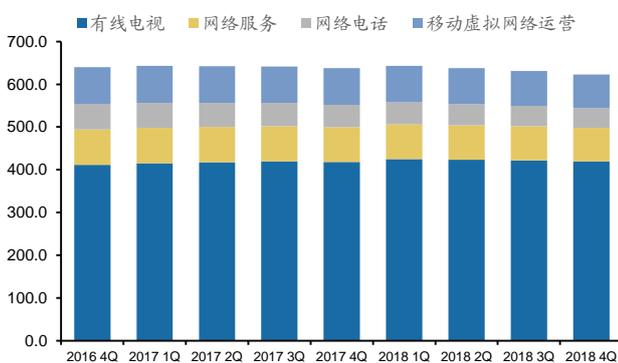


数据来源：韩国通信委员会，广发证券发展研究中心

截止至2018年底，有线电视用户数为419.9万人，同比增加0.45%，其中147.4万用户为模拟有线电视用户，264.5万用户为数字信号有线电视用户。

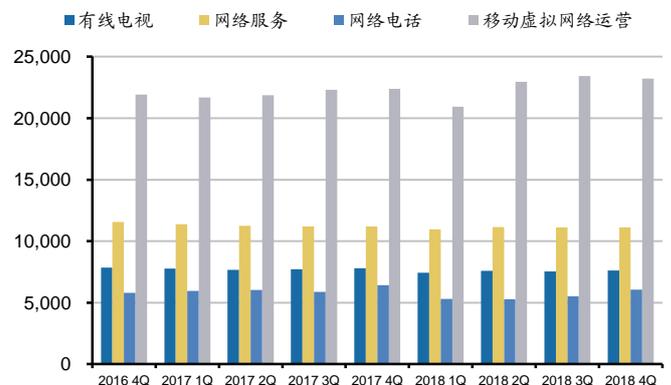
ARPU值方面，公司移动虚拟网络运营的ARPU最高，达到23,209韩元每月（约合137元人民币），而有线电视的ARPU值为7,609韩元每月（约合45元人民币），较17年同比下降2.3%，其中，模拟信号有线电视ARPU为2,815韩元（约合17元人民币），数字信号有线电视则为9,952韩元（约合59元人民币），目前公司模拟信号/数字信号用户比例未见明显下降，2016年比例为55.7%，2018年比例为53.1%，数字信号用户比例提升所带来的综合ARPU值的提高并不明显，随着数字化推进未来有线电视客单价有提高空间，公司整体ARPU或有进一步提升空间。

图 59: CJ Hello各业务用户数量（万户）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 60: CJ Hello各业务ARPU值（韩元/月）



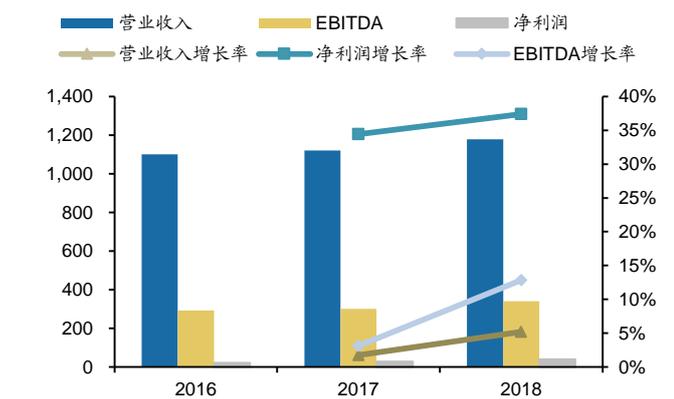
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司2018年营业收入为11,780亿韩元，同比增长5.19%，净利润为397亿韩元，同比增长37.37%。有线电视业务为营收最大贡献业务，2018年占比32%。2016-

2018年间，有线电视业务的占比逐渐减小，其他业务（主要包括商品销售、B2B业务）营收占比提升明显，体现企业为应对有线电视业务增长动力不足的情况所实施的积极转型卓有成效。

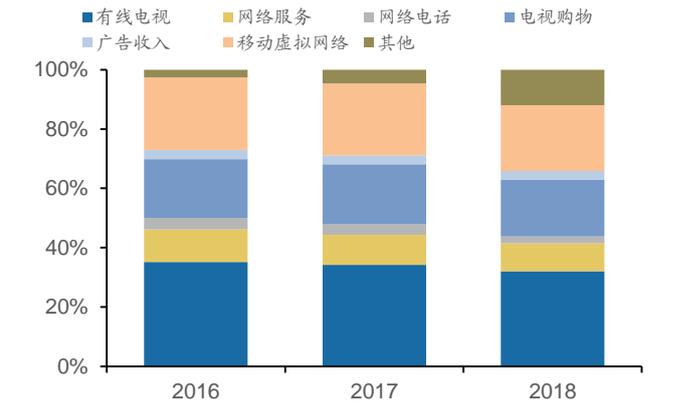
盈利能力方面，公司毛利率及净利率水平较低，2018年毛利率5.8%，同比减小0.7pct，2018年净利率为3.4%，同比提高0.8pct；EBITDA利润率水平则相对较高，2018年达28.9%，同比增加2.0pct。EBITDA利润率水平较高，主要是因为公司传输网络等固定资产的折旧及摊销费用较高。

图 61: CJ Hello营收及净利（十亿韩元）



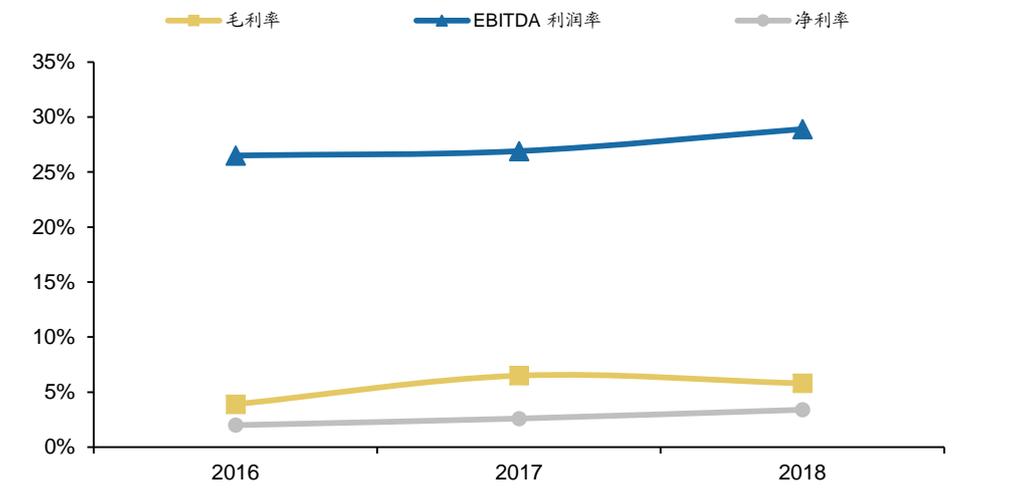
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 62: CJ Hello各业务收入占比



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图 63: CJ Hello盈利能力



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

五、海外启示：积极把握 5G 及超高清机遇，三网融合下提高广电产业竞争力

对比海外的发展经验与国内有线电视产业的发展，我们认为不论是在美国还是日韩，政策都决定了产业发展的基本框架，技术带来有线电视产业发展的挑战及机遇，而积极开展融合业务是有线电视产业应对来自电信网及互联网的竞争的有效方式。政策、技术、以及来自电信网和互联网的竞争，三个因素是有线电视产业发展的关键点。

（1）政策：决定产业发展的基本框架，“全国一网”形成有利于融合业务开展

有线电视行业具有公共服务属性，即使在市场化程度很高的美国，产业发展一定程度上也受到政策的限制（主要是出于反垄断目的）。有线电视产业的诞生到后来的二网融合（广电网与电信网）再到三网融合，业务之间的限制均是通过一系列政策打破的。对比来看，我国三网融合相应的政策也已发布，但因为我国广电系统存在较强的地域性，并未形成具有竞争力的“全国一张网”以应对来自电信网和互联网的竞争。目前行政力量上加大了全国一网的整合力度，我们认为“全国一网”一经形成，广电就奠定了三网融合的竞争基础。

表 4：美日韩有线电视产业政策对比

	美国	日本	韩国
放送市场监管	FCC 负责有线电视行业的监管，保障有线电视产业发展符合“公共利益”，确保市场上没有单一集中的控制者（反垄断）	《广播法》规定 NHK 无线电视信号需要做到全日本覆盖，有线电视作为无线电视的补充诞生。	无线电视全国范围内免费联播，1993 年韩国有线电视协会成立，1995 年开始正式开办有线电视商业服务。
融合开启时间	1996 年《联邦通信法》颁布，有线电视与电信市场融合开启	1998 年有线电视与电信市场非对称管制；2002 年《促进开发通信广电融合技术法》出台，日本电信网与广播电视网得到融合。2008 年，日本《信息通信白皮书》提出制定“横向分割”法律体系，三网融合开启。	2001 年韩国广电获准开办宽带业务；2002 年广电获准参与电信业务；2008 年《广播通信委员会组织法》对电信及广播电视行业的监管框架进行调整，电信及广电在监管机构上实现融合。

数据来源：广发证券发展研究中心

（2）技术：同时带来挑战及机遇，应积极把握数字化、双向互动以及超高清及 5G 发展机遇

从美日韩有线电视产业的发展历程来看，都受到了 IPTV 以及 OTT 的强烈冲击。IPTV 以及 OTT 业务的发展得益于技术升级。而有线电视产业发展也经历了几个技术革新的节点，包括数字化、双向互动改造、超高清视频发展以及 5G。数字化方面，截止 2018 年，美国有线电视数字化比例就已经超过 96%；双向互通方面，1996 年美国就开始做有线电视线路的双向改造，日本有线电视在 1987 年大规模发

展时就已建立了双向交流机制，激发有线电视用户增长。

相比其他国家IPTV业务，日本IPTV业务发展相对较弱，并未对有线电视产业造成较大冲击。我们认为主要原因一是在于日本无线电视产业的发达，无线电视台能够满足大部分公众的收视需求，IPTV作为收费项目吸引力并不是很大；二是在于在IPTV出现之前，日本有线电视产业在1987年便开始双向交流机制建设，IPTV在有线电视之上的功能提升并不明显。从日本经验来看，有线电视产业积极把握技术升级机遇能够有效对冲竞争压力。

表 5: 美日韩有线电视技术发展对比

	美国	日本	韩国
数字化率	截止 2018 年，美国有线电视数字化比例就已经超过 96%	—	—
双向互动	1996 年美国就开始做有线电视线路的双向改造	日本有线电视在 1987 年大规模发展时就已建立了双向交流机制，激发有线电视用户增长。	—
超高清布局	—	日本的高清电视业务发展快速，4K 高清有线电视 2015 年起开始商业放送，且日本有线电视协会联合多家电视公司开设了专门的 4K 有线电视频道	近年来不断扩大超高清服务，保持电视大屏吸引力

数据来源：广发证券发展研究中心

目前我国有线电视产业也正在经历数字化、双向互动改造、超高清视频展以及5G发展等技术升级节点：

- **提高数字化、双向互动覆盖率。**根据《2018年第四季度中国有线电视行业发展公报》，截止2018年我国有线电视行业数字化率为87.7%，相比2017年同期提高2.2pct；有线双向覆盖率为76.5%，相比2017年同期提高9.1pct；有线双向渗透率为43.5%，相比2017年同期提高9.8pct。目前国内有线电视数字化以及双向互动正在积极推进。
- **把握超高清发展机遇，或将带来全产业链变革。**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。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。
- **积极把握5G商用机遇，建立在三网融合中的竞争力。**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。广电系借助5G牌照进军通信领域，优势之一是持有的700MHz的黄金频段。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。

(3) 积极融合：开展宽带业务以及电话业务切入电信赛道、把握OTT发展

美日韩有线电视产业龙头均积极开展有线电视产业之外的业务，以应对产业下行压力。结合海外的经验，我们认为广电企业除了需要积极把握政策红利以及技术迭代升级的机遇之外，在三网融合背景下，需要积极切入电信赛道开展融合业务，包括宽带业务以及电话服务等。

表 6：美日韩主要有线电视公司业务融合情况

	美国康卡斯特	日本 J:COM	韩国 CJ HELLO
融合业务	康卡斯特宽带业务以及电话业务作为后来者成功超过原赛道龙头	开展高速上网以及电话服务业务等，并拓展 IPTV 及 OTT 业务	网络电话、虚拟网络运营等多项传播媒介服务；开拓 OTT 业务
内容布局	收购 NBC 环球以及 Sky，发布融合产品 Xfinity	设立直播频道；影视制作及分销；电子杂志等业务	—
其他业务	NBC 旗下还运营主题乐园等业务	电力供应等	提供企业云服务，为公司提供网络、网络电话等综合解决方案

数据来源：广发证券发展研究中心

而从放送市场来看，海外有线电视龙头均有布局IPTV以及OTT，目前来看国内已经上市的11家广电企业也均有布局OTT业务。我们认为OTT业务将是收视市场发展的大趋势，未来OTT的收视份额将会持续提升，广电企业目前主营的有线电视业务势必会受到较大的冲击。国内广电企业需要积极布局IPTV以及OTT以应对收视格局的变化。广电企业布局OTT业务的主要模式是“DVB+OTT”，DVB+OTT是指广电运营商基于DVB业务（传统数字电视业务）进行互联网业务，使得用户既可以收看直播，又可以享受OTT内容，包括互联网视频业务、互联网游戏业务以及其他增值业务等，能够帮助广电企业提高用户粘性，增加增值服务收入。

表 7：国内11家广电企业IPTV以及OTT业务开展情况

	IPTV 业务	OTT 业务
江苏有线		与 OTT 系统开发商酷开网络在技术领域开展合作，以 DVB+OTT 形式取长补短，叠加双方用户规模优势，在机顶盒置换、广告经营等方面合作拓展市场。
贵广网络		新开发“父母乐”二代 DVB+OTT 智能机顶盒，已进入规模化推广
华数传媒	在杭州地区经营 IPTV 业务（互动电视业务），并参股 IPTV 内容运营公司。	经营互联网电视业务，将华数互联网电视播控平台和内容服务平台与终端厂家（包括电视机厂家、机顶盒厂家）进行合作，由华数负责面向终端消费者的内容服务运营与在线营销，获得相应广告、用户付费等收入，终端销售由厂家负责。
歌华有线		对接互联网视频平台：2018 年初，启动互联网视频“看吧”专区收费运营工作。上线 4K 节目点播等服务。目前，百视通、华数、未来电视和芒果 TV 四家牌照方的互联网视频内

容已经在存量机顶盒上线，覆盖用户超过 400 万户。2018 年 9 月 28 日，联合百度、爱奇艺发布歌华小果 DVB+OTT 机顶盒。

广电网络	公司通过 OTT、DVB+OTT 形式提供电视节目收视、视频点播等业务，截至 2018 年上半年，共有“秦岭云”DVB+OTT 智能终端 44.02 万个
吉视传媒	建立 OTT 轮播频道：依托吉视汇通万兆 IP 广播光纤入户技术，构建多个轮播系列定制专属频道。目前已上线轮播频道 210 套，每月上新 35 套，每月更新 900 小时内容。
湖北广电	推动有线电视用户智能终端转换，2018 上半年累计发展 DVB+OTT “宜家乐”全业务套餐用户 54.49 万户，月均发展 9 万户，相比 2017 年月均 6.25 万户大幅增长。
广西广电	参股公司广西广电新媒体公司运营广西 IPTV 业务 广电+互联网：公司 2016 年正式推出“小象互动”新一代高清互动数字电视融合云平台，打造“大屏+小屏”的家庭娱乐新概念和新途径，在“小象互动平台”推出手机端的 HiTV 客户端，促使“互联网+广电+行业”生态体系形成，小象互动平台 OTT 机顶盒将上市
天威视讯	2015 年推出威视 4K 智能机顶盒，除超清直播外，提供内置 wifi、互联网媒体播放等业务，播放平台引入互联网视频资源
电广传媒	推进与互联网媒体内容运营商合作优化产品内容，同时推动 TVOS2.0、DVB+OTT 智能机顶盒发放和双向高清机顶盒 UI 优化升级，提升用户体验
东方明珠	公司拥有 IPTV 全国内容服务牌照，截至 2018H1 公司拥有全国互联网电视集成播控牌照与内容服务牌照，截至 2018 年上半年，公司服务 BesTV 融合渠道平台服务 2448 万 OTT 业务用户 4600 万 IPTV 业务用户

数据来源：各公司年报及公告，广发证券发展研究中心

除了宽带业务及电话业务等融合业务，以及互联网电视业务之外，美日韩有线电视企业均在积极开展智能化业务，我们认为此类智能化业务类似国内广电行业提出的“智慧广电”概念。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。智慧广电的推进能够极大提升广电政用、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，实现政用、民用、商用，推动构建智慧广电新生态。

（4）并购：渠道端通过并购广布局；内容端通过并购拓展业务

从海外经验来看，并购是有线电视企业渠道端拓宽网络范围的有效手段，也是有线电视企业拓展业务边界的手段之一。美国康卡斯特以及日本J: COM在主营业务以及其他业务上均做了多项并购。但在国内，受“台网分离”以及“制播分离”的限制，国内有线电视公司目前无法拓展内容端的业务。而渠道端，我们认为目前全国一网的整合就是渠道的整合，虽然不是通过并购这种市场化的方式，但以行政力量推动或许会有更高效率。

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，“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。

表 8：美日韩主要有线电视公司并购情况

	美国康卡斯特	日本 J: COM	韩国 CJ HELLO
有线电视主业	收购 Group W Cable、American Cellular Network 等公司不断拓展业务增加用户	2000-2010 年间共收购了 17 家有线电视及媒体公司，建立起自身的有线电视运营网，运营网络遍布全国	—
其他并购布局	2002 年公司并购 AT&T 宽频业务，成为美国最大的讯号传输商。在 2011 年和 2016 年收购 NBC 环球和梦工厂动画，进军内容市场。2018 年收购欧洲最大付费电视集团 sky	2013 年收购 IP Power System 涉足电力供应产业	—

数据来源：广发证券发展研究中心

六、可比公司估值表

表 9: A股有线电视公司估值 (2019/04/18)

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)	279.56	113.74	177.02	169.10	83.72	93.64	64.79	86.73	61.12	126.02	435.27
每股收益 (元)	0.13	0.31	0.45	0.50	0.25	0.11	0.43	0.10	0.32	-0.50	0.80
PE(TTM)	44.22	35.51	27.48	24.24	48.87	27.62	21.88	51.65	30.99	—	15.91
PS(TTM)	3.51	3.55	5.17	6.21	2.76	4.66	2.34	3.13	3.92	1.23	3.26
PB(LF)	0.96	2.59	1.66	1.30	2.20	1.41	1.02	2.34	2.20	1.28	1.56

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4月18日收盘价)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元/股)					PE (倍)					PB (倍)						
				(A股按Wind一致预期, 美股公司按彭博一致预期)					16	17	18E	19E	20E	16	17	18E	19E	20E	16	17
A股																				
600637	东方明珠	418.1	12.2	1.11	0.85	0.64	0.67	0.62	20.9	19.7	21.3	18.2	19.6	2.4	1.7	1.3	1.4	1.3		
600996	贵广网络	108.8	10.4	0.42	0.42	0.32	0.34	0.43	44.2	23.4	20.7	30.7	24.3	5.1	2.5	1.5	2.3	2.2		
美股																				
CMCSA.O	康卡特斯	1,926.7	42.6	1.80	4.83	2.56	2.73	3.09	19.9	8.6	13.9	14.6	13.1	3.0	2.7	2.2	2.4	2.1		
CABO.N	Cable.One	58.5	1,025.2	17.6	41.4	28.9	34.9	39.7	33.6	16.6	25.6	29.5	25.8	7.6	6.0	6.0	6.6	5.8		
AMCX.O	AMC网络	34.1	60.7	3.77	7.26	7.68	8.20	8.73	9.4	7.9	6.7	6.9	6.6	—	24.5	9.8	4.1	2.8		

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)

七、风险提示

- (1) 政策落地不及预期;
- (2) 新媒体及互联网对广电行业的冲击。

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。
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性

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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。