

全国广电网络整合标杆，公司发展模式有望成为行业范本

——贵广网络首次覆盖报告

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

赵琳(联系人)

证书编号: S0280118050009

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

● 省级广电网络整合标兵，有望发挥标杆模范作用

贵广网络整合了全贵州的广电网络，公司2016年12月在上海证券交易所成功上市，成为贵州文化产业“第一股”。贵州是国内率先实现“省内一张网”的省份之一，由于贵州省的广电网整合比较彻底，因此在全国广电网络整合过程中，公司有望成为行业的标杆和模范。

● 广电网具有战略意义，广电行业迎来发展新机遇

广电网是一张具有战略意义的基础网，移动互联网时代广电行业持续衰退，广电网面临存亡问题，为拯救全国广电网，中央层面推动全国广电网络整合和广电5G。2018年8月，中宣部牵头集结6部委成立了全国有线电视网络整合小组，广电网络整合工作的高度提升到国家层面；2018年工信部同意向广电网发放5G牌照，广电5G迎来曙光；2019年3月，国网、中信和阿里签订战略合作协议，广电网络整合和广电5G即将落地期。本轮的广电网络整合和5G建设工作，为广电行业带来新的发展机遇。

● 立足智慧广电推动业务转型，公司战略布局行业领先

公司深耕传统广电网络运营市场，同时紧紧围绕“一云、双网、三用”的总体思路，建设智慧广电实现转型发展。公司立足智慧广电，在多个业务领域积极布局并发力。公司积极进行业务探索，4K业务、大数据业务、智能业务等全面发力，并积极跟进5G广播技术。从行业看，公司业务布局超前，业务模式具有前瞻性，公司的发展战略和业务布局有望成为行业范本。

● 广电网络整合标杆，首次覆盖给予“推荐”评级

公司作为广电网络整合的标杆，围绕智慧广电实现转型发展，同时立足智慧广电，在多个业务领域积极布局并发力，实现战略和业务布局的领先。公司有望借助国家推进广电5G及“全国一网整合”契机，成为行业引领者。预计公司2018年-2020年归母净利润分别为3.20/4.64/5.62亿元，对应EPS分别为0.31/0.45/0.54元，当前股价对应2018年-2020年PE分别为36、25和21倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

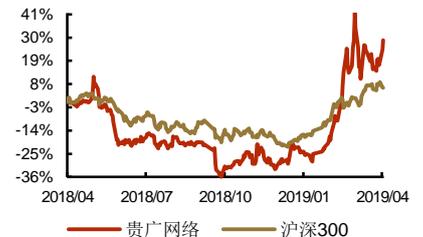
● 风险提示：广电网络整合进度和力度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2289	2,573	3,206	3,600	4,000
增长率(%)	8.9	12.4	24.6	12.3	11.1
净利润(百万元)	442.9	442	320	464	562
增长率(%)	6.6	-0.3	-27.5	44.9	21.0
毛利率(%)	43.1	39.1	35.0	36.3	36.9
净利率(%)	19.3	17.2	10.0	12.9	14.0
ROE(%)	11.3	10.4	7.2	9.8	10.8
EPS(摊薄/元)	0.42	0.42	0.31	0.45	0.54
P/E(倍)	26.13	26.2	36.1	24.9	20.6
P/B(倍)	2.99	2.8	2.6	2.5	2.2

推荐(首次评级)

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-17.12	35.41	16.03
绝对	-12.11	63.48	23.07

相关报告

目录

1、 公司概况：贵州文化产业“第一股”	4
1.1、 贵州文化产业“第一股”	4
1.2、 国资控股超 70%	4
1.3、 业务情况：收视业务为基础，全面布局新业务	4
1.4、 财务情况：收入持续增长，利润下滑	5
2、 行业情况：传统收视业务衰退，全国网络整合和 5G 带来新机遇	6
2.1、 广电网是具有战略意义的专网	6
2.2、 收视业务遭遇冲击，用户出现流失	7
2.4、 双向化改造—广电网络的阶段性任务	11
2.5、 广电一张网整合为行业带来机遇	12
2.6、 新业务前景：5G、“智慧广电+”及超高清视频	13
2.6.1、 手握核心频率，5G+超高清视频将成为广电系新机遇	13
2.6.2、“智慧广电”：重构广电网络服务体系	14
3、 公司经营情况：收入实现多元化，业务布局行业领先	15
3.1、 有线电视服务收入持续增长	15
3.2、 公司业务收入实现多元化	16
3.3、 公司战略：全力建设智慧广电网，	18
3.3.1、 构建“一云、双网、三用”智慧广电体系	18
3.3.2、 立足智慧广电，多业务领域发力	19
3.4、 公司前景：业务布局领先，有望引领行业	19
4、 盈利预测：全国广电网络整合标杆，首次覆盖给予“推荐”评级	20
5、 风险提示	20
附：财务预测摘要	21

图表目录

图 1： 贵广网络主要业务	5
图 2： 2012-2018 年营业收入（万元）及同比变化	5
图 3： 2012-2018 年归母净利润（万元）及同比变化	6
图 4： 广电运营商位于产业链中游	7
图 5： 2017 年全国广电行业收入结构	7
图 6： 2013-2018 年 IPTV 用户数及增速	9
图 7： 2013-2018 年 OTTTV 用户数及增速	9
图 8： 2013-2018 年全国有线电视用户数及增速	9
图 9： 2017Q4-2018Q4 有线宽带用户数（万户）	10
图 10： 有线宽带用户数与电信运营商的对比（万户）	11
图 11： 2012-2018 年全国双向网改覆盖用户及覆盖率变动	12
图 12： 2013-2018 年全国双向网改渗透用户及渗透率变动	12
图 13： 广电一张网整合时间线	13
图 14： 2012-2018.9 贵广网络有线电视服务收入（万元）及同比	15
图 15： 2012-2018.9 贵广网络有线电视服务成本（万元）及同比	15
图 16： 2012-2018.9 贵广网络期间费用变化情况	16
图 17： 2012-2018.9 贵广网络毛利率及净利率变化情况	16
图 18： 2017 年贵广网络基础业务收入结构	17

图 19: 2017 年贵广网络基础业务成本结构.....	18
表 1: 贵广网络前十大股东一览 (截至 2018 年 9 月)	4
表 2: 有线电视、IPTV、OTTTV 对比.....	8
表 3: 广电板块主要上市公司用户数 (万户) 及其增速.....	10
表 4: 三大电信运营商获得 5G 试验频率段.....	14
表 5: 贵广网络基础业务分类及简介.....	17
表 6: 公司基础业务收费区间.....	18

1、公司概况：贵州文化产业“第一股”

1.1、贵州文化产业“第一股”

公司成立于2008年3月27日，整合了全贵州省广电网络，是贵州广电传媒集团旗下三家大型企业之一。公司下设101家分公司，其中10个地级分公司、91个县级分公司，现有员工4329人（不含子公司），总资产逾85亿元。公司服务的城乡有线数字电视用户超过631万户，高清互动电视用户达316万户，宽带用户达144万户，光缆网络实现了省、市、县、乡、村五级全覆盖。2016年12月，公司在上海证券交易所成功上市，成为贵州文化产业“第一股”。

1.2、国资控股超70%

公司第一大股东持股比例较高，大股东以贵州系和广电系为主。公司第一大股东为贵州广播影视投资有限公司，截至2018年9月，持股比例为42.52%。公司前十大股东贵州系和广电系占到7家，占比接近70%。

表1：贵广网络前十大股东一览（截至2018年9月）

排名	股东名称	持股数量(万股)	比例(%)	质押或冻结情况	股东性质
1	贵州广播影视投资有限公司	44,327.47	42.52	无	国有法人
2	中国贵州茅台酒厂(集团)有限责任公司	12,142.37	11.65	无	国有法人
3	中国中化集团有限公司	6,475.93	6.21	无	国有法人
4	贵州电信实业有限公司	6,126.38	5.88	无	国有法人
5	北京歌华有线电视网络股份有限公司	3,996.33	3.83	无	境内非国有法人
6	华数传媒控股股份有限公司	2,664.22	2.56	无	境内非国有法人
7	贵州广电传媒集团有限公司	2,163.11	2.07	无	国有法人
8	全国社会保障基金理事会转持一户	2,100.00	2.01	无	境内非国有法人
9	航天科工资产管理有限公司	1112.61	1.07	无	国有法人
10	贵州省文化产北发展基金(有限合伙)	832.57	0.80	无	境内非国有法人

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

1.3、业务情况：收视业务为基础，全面布局新业务

公司主要从事广播电视网络的建设运营，主要业务包括广播电视节目收视服务、数字电视增值业务的开发与经营、数据业务、有线电视相关工程及安装、节目传输、终端销售等，业务区域覆盖贵州省全境。公司大力发展数字电视、高清互动、个人宽带等三网融合业务，试点推进有线无线融合网业务，积极推动传统媒体和新媒体融合，旨在打造全新的全媒体服务平台和家庭娱乐中心。

图1： 贵广网络主要业务

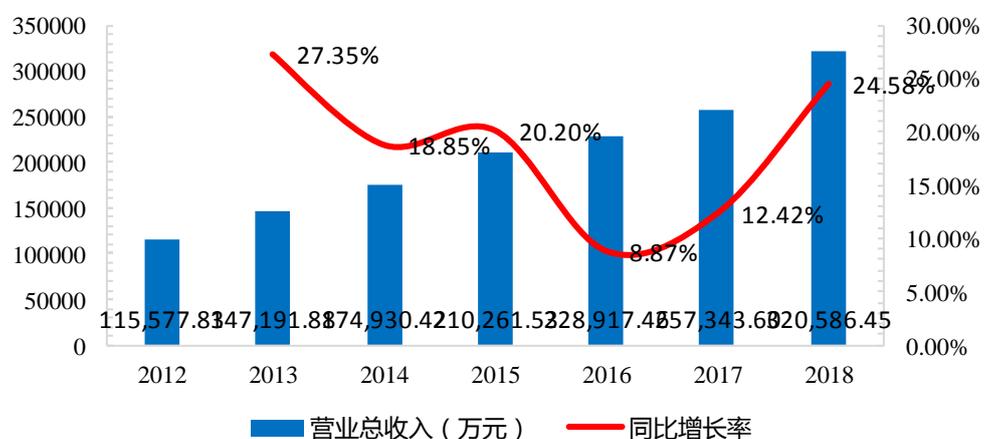
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

公司把握贵州省推进大数据产业、大扶贫、大旅游发展机遇，采用 FTTH（光纤到户）技术，大力实施通村光缆建设工程，实现了省、市、县、乡、村五级全程全网覆盖，提供有线电视、高清互动点播及宽带服务。同时，依托云计算、大数据、物联网、人工智能、超高清等新兴技术，着力构建“一云、双网、三用”的智慧广电新体系，推动雪亮工程、新时代大讲堂、公安物联网、智慧社区、智慧旅游、智慧教育等项目落地。

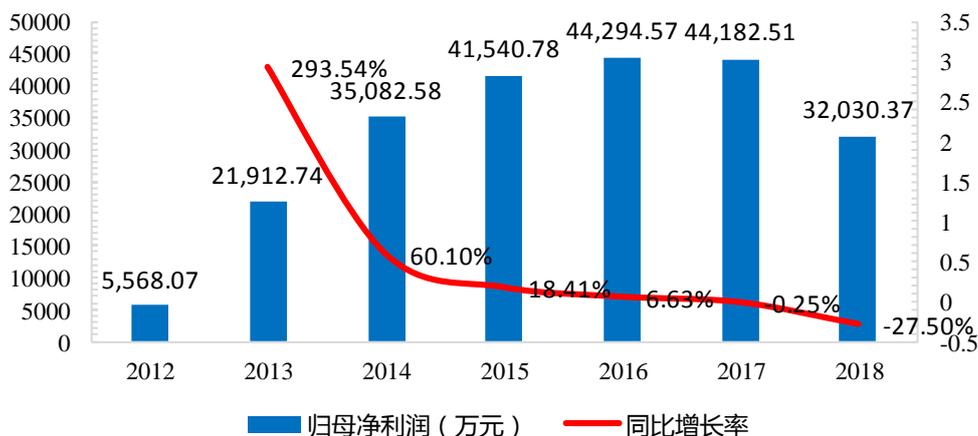
1.4、财务情况：收入持续增长，利润下滑

营收逐年增长。公司 2012-2018 年营业收入分别为 11.56 亿元、14.72 亿元、17.49 亿元、21.03 亿元、22.89 亿元、25.73 亿元、32.06 亿元，2013-2018 年分别同比增长 27.35%、18.85%、20.20%、8.87%、12.42%、24.58%。2018 年公司营业收入保持增长的主要原因是公司积极拓展智慧广电业务，推动雪亮工程、新时代大讲堂、智慧社区、智慧旅游、智慧教育等项目落地，相关业务保持了增长。

归母净利润趋势下降。公司 2012-2018 年归母净利润分别为 0.56 亿元、2.19 亿元、3.51 亿元、4.15 亿元、4.43 亿元、4.42 亿元、3.20 亿元。2013-2018 年分别同增 293.54%、60.10%、18.41%、6.63%、-0.25%、-27.50%。2018 年下降的主要原因是智慧广电业务正处于前期投入期，还没有收入回报。

图2： 2012-2018 年营业收入（万元）及同比变化

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

图3： 2012-2018 年归母净利润（万元）及同比变化

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

2、行业情况：传统收视业务衰退，全国网络整合和 5G 带来新机遇

有线广播电视传输行业兼具公共文化传播、现代传媒、公用事业、信息技术等行业特性。广电网络运营行业受许可证管理，具有行政壁垒，兼具政治属性、公益属性及产业属性。

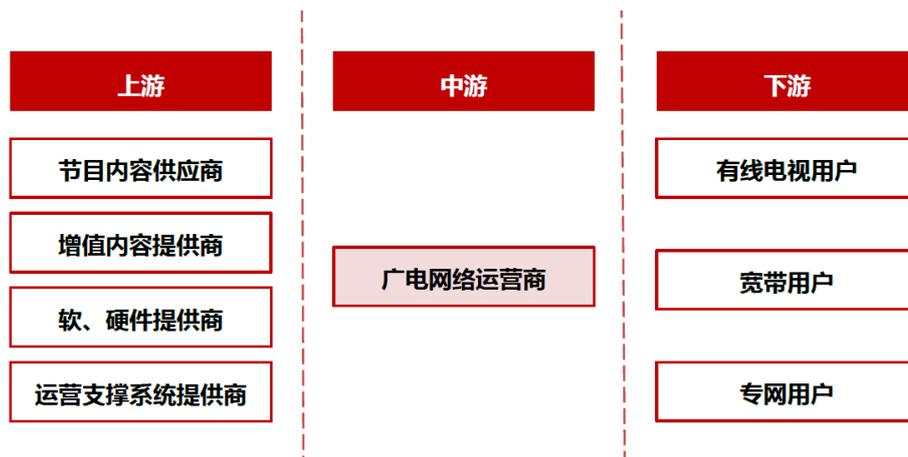
2.1、广电网是具有战略意义的专网

广电网络业务形式同三大运营商比较类似，但是广电网具有专网属性，与三大运营商的定位不同，我们认为广电网具有 4 个定位：

- (1) 文化数字网，文化娱乐内容的传输；
- (2) 媒体数字网，国家意识形态内容传输的通道；
- (3) 数字经济网，市场化运作的电信网络；
- (4) 国家战略基础网，具备安全性和可靠性，适应国家战略需要。

我们认为正是广电网络是具有战略意义的专网，中央层面才决心推动广电网络整合，并向广电网发放 5G 牌照。

整个行业以广电网络运营商作为中心，上游为内容供应商，主要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、宽带出口供应商，下游主要为服务的客户，包括有线电视用户和宽带用户。

图4： 广电运营商位于产业链中游

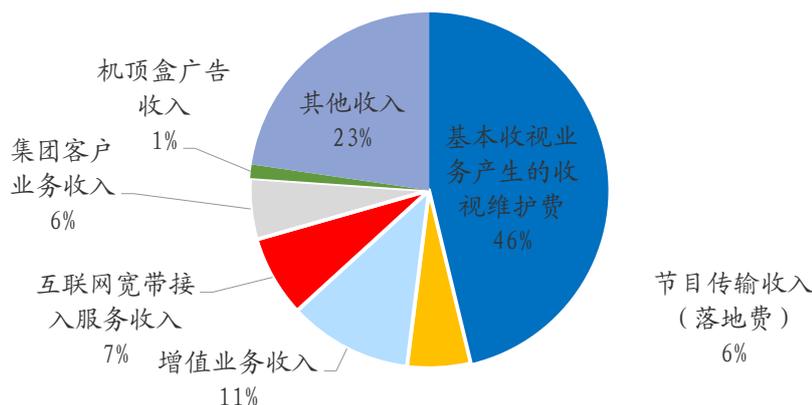
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

广电网络的专网属性，使得其在通讯方面更加注重通信可靠，保证网络的可用性在任何时刻都能达到99%以上，保证紧急信息的传输，在某些ToG的业务方面具有天然的优势。

2.2、收视业务遭遇冲击，用户出现流失

广电行业的基本业务及收入主要来自基本收视业务产生的收视维护费、节目传输收入（落地费）、增值业务收入、互联网宽带接入服务收入、集团客户业务收入、机顶盒广告收入及其他收入等几个方面。

2017年广电行业收入900.5亿元，其中基本收视业务收入占46%，增值业务和互联网宽带接入业务收入分别占11%和7%。

图5： 2017年全国广电行业收入结构

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

但是近几年广电行业收视业务遭遇IPTV和OTT TV的冲击，用户出现流失；同时广电网的宽带和增值业务依然发展缓慢。

有线电视业务受IPTV、OTT TV冲击持续下行。有线电视行业正面临着严峻的市场竞争：IPTV等新型内容集成平台的崛起，以及视频产业链的逐渐市场化，带来用户规模与用户时间的双重流失，基于当前的监管环境与用户需求，对比IPTV、OTT TV所提供的服务，有线电视在用户体验上落于下风。

IPTV: 电信运营商通过 IPTV 进入电视传输业务领域, 在直播业务和点播业务方面与广电运营商直接竞争。

OTTTV: OTTTV 以互联网为传输渠道, 传播内容和运营区域受到政策监管, 实施牌照管理制度, 目前全国 7 家机构具有互联网电视牌照: 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。

表2: 有线电视、IPTV、OTTTV 对比

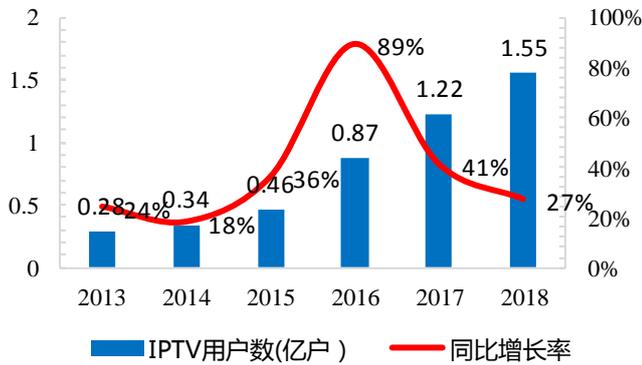
环节	IPTV	OTTTV	有线电视
视频内容来源	电视台直播(央视、卫视)	外购内容点播(国内以及海外视频内容)	电视台直播(央视、卫视、地方台); 影视剧点播
内容提供	全国性 4 家: 上海文广、央视国际、南方传媒、国广东方 地方性 3 家: 华数、江苏电视台 省级播控平台 3 家: 辽宁广播电视台、广东广播电视台、湖南广播电视台	互联网集成平台牌照商 7 家: 国广东方、银河互联、百视通、华数、南方传媒、芒果 TV、未来电视 (ICNTV)	中央及各省市广电系统
业务运营商	电信运营商(中国联通, 中国电信, 中国移动(2018 年新增))	7 家互联网集成平台牌照商	全国性广播电视有线数字付费频道集成运营牌照 4 家: 中数传媒、鼎视传媒、上海文广、CHC 华诚
传输网络	电信专用网络, 主要由电信运营商提供	普通公共宽带互联网, 移动通信网络(手机视频)	广播电视网, 主要有广电有线网络运营商提供
传输覆盖	IPTV 虚拟专网, 和基网实现同等区域覆盖, 较易实现全国覆盖和区域下沉;	租用网络和 CDN 进行覆盖, 租用成本高, 覆盖区域集中在人口密度较大的中心城市;	数字电视专网, 区域覆盖广
传输延迟	使用专网和组播技术, 高效传播无延迟, 无卡顿, 不占带宽	租用网络和 CDN, HDCP 缓存播放, 视频播放有延迟或卡顿	射频传播, 速度快无延迟
技术成本	自有硬件体系, 无需租用成本	CDN 分发租用成本高	双向改造成本高
终端	STB+普通家庭电视(机顶盒通常为非智能)	OTT 机顶盒+显示屏, 智能电视一体机, 手机、平板等	普通家庭电视
价格	与电信宽带捆绑销售	免费/隐含在 OTT 终端售价中; 部分视频需要开通会员收看, 约 5 元/月	较低
是否支持点播&回看?	是	是	传统有线电视不支持; 双向数字电视可以实现双向互动
是否支持直播?	是	禁止直播	是
是否支持自制内容?	是	是	较难实现
是否支持网络内容?	是, 方式为内容合作: 集成播控牌照商与内容方合作, 引入互联网内容	是, 方式为平台入驻: 内容方挂靠牌照商	否

资料来源: 艾瑞咨询, 新时代证券研究所

IPTV 和 OTTTV 的出现使得传统的单向线性的用户收看行为转变为双向互动, 使电视由点对面的传播方式转变成点对点的互联网传播方式, 极大的丰富了电视内容和 Usage 方式, 为市场注入活力。近年来, IPTV 和 OTTTV 快速获取用户, 市场份额迅速提高, 根据工信部的统计, 2018 年 IPTV 用户净增加 3,316 万户, 用户总

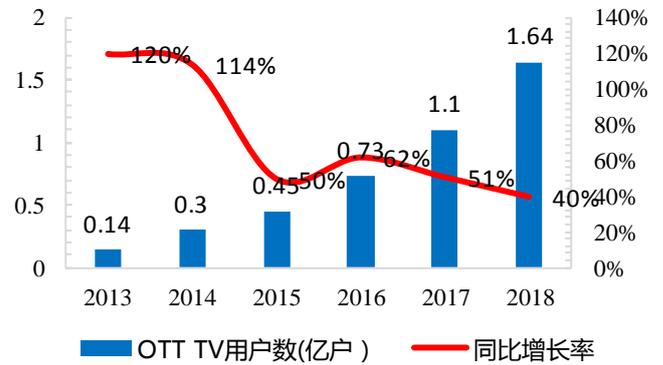
数达到 1.55 亿户，同比增加 27.1%；根据国网公司发布的数据，2018 年 OTT 用户净增加 5,300 万户，用户总数达到 1.64 亿户，同比增加 49.1%。

图6： 2013-2018 年 IPTV 用户数及增速



资料来源：工信部、中国广播电视网络有限公司、新时代证券研究所

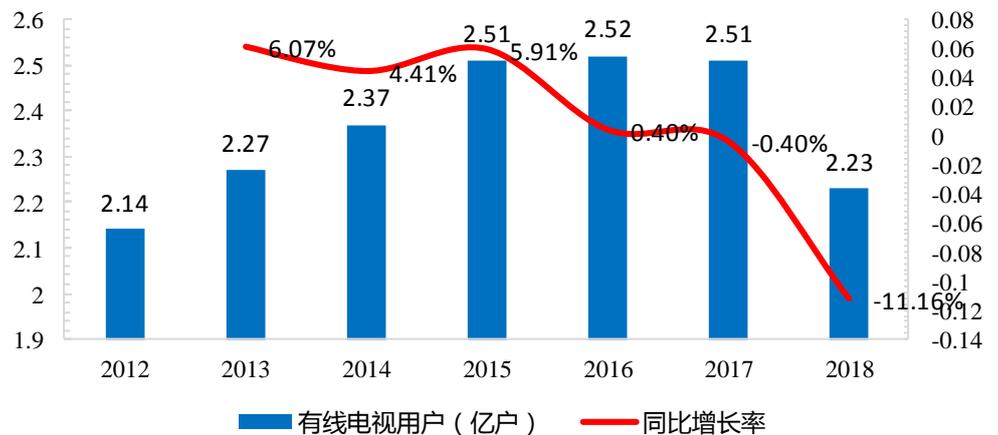
图7： 2013-2018 年 OTTTV 用户数及增速



资料来源：工信部、中国广播电视网络有限公司、新时代证券研究所

全国有线电视用户数自 2017 年开始出现首度下滑，2018 年底全国有线电视用户为 2.23 亿户，同比下降 11%。虽然有线电视用户仍然占据更多的市场份额，但受到 IPTV 和 OTTTV 的冲击较大。

图8： 2013-2018 年全国有线电视用户数及增速



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

上市公司用户数据总体好于行业情况，但是总体依然不乐观。截止 2018 年中旬，上市公司中江苏有线的用户规模最大，为 1469.53 万户；其次是贵广网络，用户数达到 691.52 万户；用户数最少的是天威视讯 200.44 万户。用户增速方面，2017 年贵广网络用户增速为 24.95%，增长速度最快；其次是江苏有线，用户增速为 19.35%（由于省网整合所致）；而天威视讯在 2015 年，用户终端数就开始出现负增长，其余上市公司用户规模变化幅度不大。

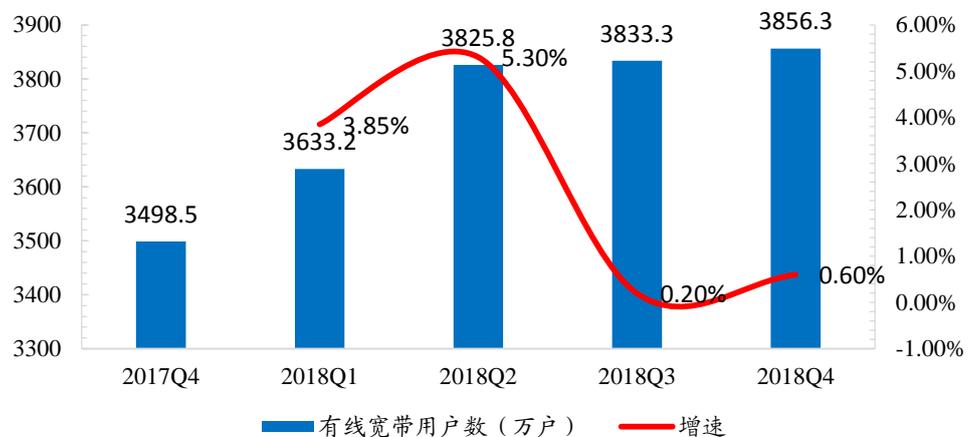
表3: 广电板块主要上市公司用户数(万户)及其增速

用户数(万户)	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
歌华有线	524	551	568	580	587	589
增速	5.22%	5.15%	3.09%	2.11%	1.03%	0.51%
天威视讯(终端数)	112.34	217.46	217.72	211.61	205.53	200.44
增速	-0.77%	93.57%	0.12%	-2.81%	-2.87%	-2.48%
吉视传媒	653	688	706.5	709.84	752.86	860
增速	40.95%	5.36%	2.69%	0.47%	6.06%	14.23%
广电网络	620.9	628	534.6	577.17	588.37	584.96
增速	7.42%	1.14%	-14.87%	7.96%	1.94%	-0.58%
电广传媒	490	530	538.09	543.38		
增速	8.16%	1.53%	0.98%			
湖北广电	557.3	864.51				
增速	3.75%	55.12%				
江苏有线	744	748	1229.23	1247.62	1489	1469.58
增速	19.23%	0.54%	64.34%	1.50%	19.35%	
广西广电	491.81	499.04	497.64	516.96	539.98	
增速		1.47%	-0.28%	3.88%	4.45%	
贵广网络		431.54	470.98	505.18	631.21	691.52
增速			9.14%	7.26%	24.95%	9.55%

资料来源:公司公告,新时代证券研究所

2.3、宽带业务: 增速放缓, 政府业务或成增长点

广电行业在进行双向网改造后,也可发展宽带入网业务。据国网公司统计,2018年有线宽带用户出现增速放缓现象,用户增长受到一定阻力。

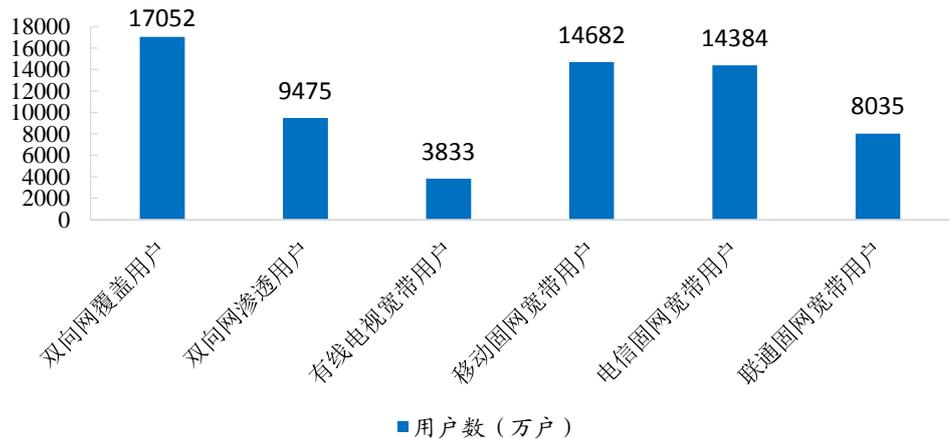
图9: 2017Q4-2018Q4 有线宽带用户数(万户)

资料来源:国网公司,新时代证券研究所

相比于电信运营商,有线网络市占率较低。据工信部统计,我国2018Q3中国移动、中国电信、中国联通宽带用户分别为14.7、14.4、0.8亿户,相比之下有线

网络宽带用户仅 0.38 亿，远低于电信运营商。

图10： 有线宽带用户数与电信运营商的对比（万户）



资料来源：工信部，格兰研究，新时代证券研究所

目前，以广电系的用户基数与业务开拓能力，暂无望与电信运营商进行同台竞争。不过，当前国家积极开展政府专用网络建设，在基础网络建设、综合信息服务运营上存在较大规模的需求，考虑到广电企业已基本具备电子政务专网的运营能力，以及其与政府关系较为紧密，广电网络可作为政府专网的较优载体。多省广电已开始积极承揽政府工程，专网的进一步建设有望作为广电行业整体的红利性机会。

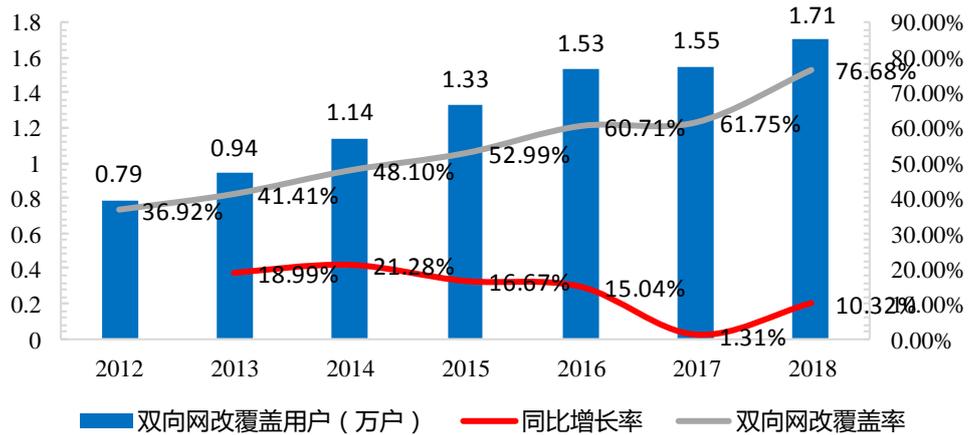
2.4、双向化改造—广电网络的阶段性任务

单向传输网络的双向化改造是发展必经之路。双向化改造前，广电网络的片区接入网仅用于广播电视的单向传送，不能实现数字电视节目下发和互动业务的上传，更不能实现其它以宽带网为媒介的宽带业务。

广电网络想要实现从单一的电视播出向“融合网络媒体服务商”转型就必须快速实现由传统的模拟广播电视网络全面向数字化双向网络转变。

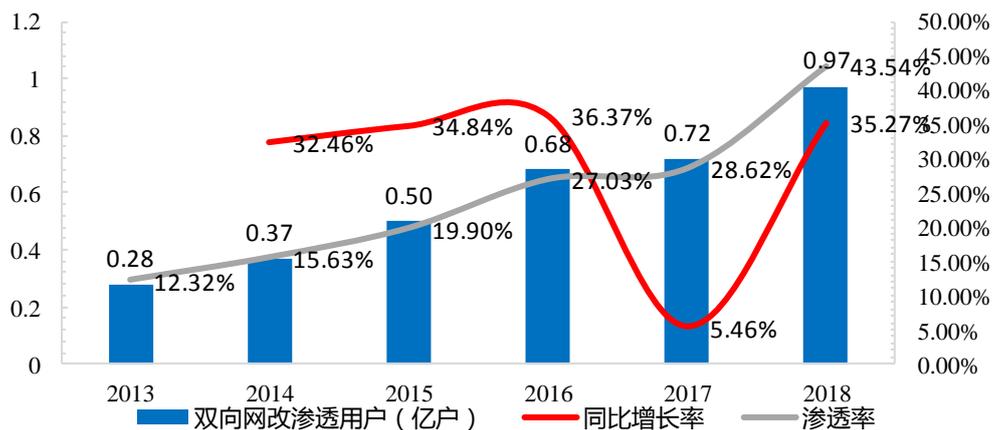
2007 年广电总局印发《有线电视网双向化改造指导意见》，要求加快网络改革步伐，推动有线电视网向双向、交互、多功能方向发展。2009 年广电总局印发《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》，要求加快网络双向化改造。

经过了 10 余年的推进，我国有线电视双向网改覆盖率有显著提高。根据工信部的统计，截至 2018 年，我国双向网改覆盖用户 1.7 亿户，双向网络覆盖率达 76.5%，标志着我国大多数的广播电视网已完成双向网建设。

图11: 2012-2018 全国双向网改覆盖用户及覆盖率变动

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

2018年全国双向网改渗透用户规模为9717万户,双向网改渗透率仅43.5%,意味着广电企业的业务推广仍存在较大的提升空间。

图12: 2013-2018 全国双向网改渗透用户及渗透率变动

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

2.5、广电一张网整合为行业带来机遇

国广电网络整合工作有所突破,2019年有望组建“全国一网”。国网公司筹备组于2009年8月成立,其组建方案于2012年11月正式获批,由财政部出资、广电总局负责组建和代管,注册资本45亿。2014年5月,国网公司在京挂牌运行。按照规划,国网公司将整合全国各省分散广电运营网络,推进全国一张网建设,国家赋予其宽带网络运营的业务资质,成为继三大电信运营商之外的“第四运营商”。但由于各省广电割据的状况由来已久,国网公司既缺乏资金支持,也不具备高于省网的行政地位,因此全国网络整合进程缓慢。

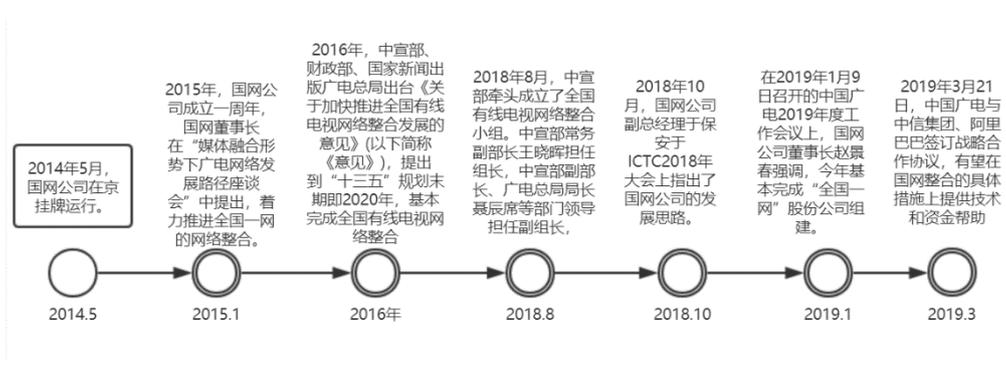
2018年下半年全国广电网络整合工作有所突破。2018年8月,中宣部牵头成立了全国有线电视网络整合小组。中宣部常务副部长王晓晖担任组长,中宣部副部长、广电总局局长聂辰席等部门领导担任副组长,其余领导小组成员也来自财政部、住房和城乡建设部、证监会等6个部委。全国有线网络发展实施方案也上报中宣部并获得原则同意。方案中的部分细节包括,引入战略投资者、国家给予政策和资金支持;成立“全国一网”股份公司等。2018年10月,国网公司副总经理于保安于

ICTC2018 年大会上指出了国网公司的发展思路。战略布局上协同推进全国有线电视网络的整合、互联互通平台的建设等，坚持“内容+平台+渠道+终端”协调发展。使广电网络向媒体化突围，打造智慧化网络平台。考虑全国有线电视网络升级改造的任务，以全国有线电视网络互联互通平台建设为抓手，与全国有线电视网络整合发展协同并进，基于全网、全业务、全产业链的总枢纽和总播控的体系架构，完成有线电视网络双向化、宽带化、智能化改造。

以 2019 年“全国一网”股份公司组建基本完成为目标。在 2019 年 1 月 9 日召开的中国广电 2019 年度工作会议上，国网公司董事长赵景春强调，要以“智慧广电”战略为主线，推动“全国一网”整合发展，今年基本完成“全国一网”股份公司组建。

2019 年 3 月 21 日，中国广电与中信集团、阿里巴巴签订战略合作协议，有望在国网整合的具体措施上得到技术和资金帮助。这将会缓解国网公司的压力，进而加快整合进程。

图13: 广电一张网整合时间线



资料来源：各政府网站，新时代证券研究所

我们认为，随着广电一张网的推进，有望聚集新老用户、形成规模优势、提升广电行业在产业链中的地位及议价权，对于当前广电体系提升 C 端业务有着很大的利好空间。

1. 过亿用户规模带来较高的议价能力，有望扭转内容端的不利局面。全国广电网络的资源若顺利化零为整、融合发展，总计过亿的用户规模将赋予广电更高的议价能力、更多的分成空间，广电有望在内容资源上重新积累资源、逐步缩小差距，扭转当前相对于互联网平台的不利局面。

2. 基于全国平台的数据互联互通，增值业务盈利能力有望提升。受制于四级办台的体制结构，我国广电目前仍处于划省而治、数据中后台互不相同的状态，对于电视增值服务的大范围开展较为不利。一张网整合完成后将会大幅提高用户体验，打通更多资源类型，比如全国范围内的联网教学互动以及游戏业务，给增值业务注入更多活力。

2.6、新业务前景：5G、“智慧广电+”及超高清视频

2.6.1、手握核心频率，5G+超高清视频将成为广电系新机遇

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。

“5G”是指第五代通信技术。目前国际电信联盟（ITU）定义了5G的三大应用场景：低时延高可靠通信（uRLLC）、低功耗大连接（mMTC）、增强型移动宽带（eMBB）。

广电网络手握优质频段。2016年2月，广电总局党组会议已明确将700MHz频段划给中国广播电视网络有限公司，700MHz频段处于低频段，具有信号覆盖广、穿透力强等特性，适合大范围网络覆盖，组网成本低，因此被国际公认为“数字红利”频段的重要优势资源。

表4：三大电信运营商获得5G试验频率段

	中国移动	中国联通	中国电信
获得5G试验资源频率	2515MHz-2675MHz、 4800MHz-4900MHz	3500MHz-3600MHz	3400MHz-3500MHz

资料来源：网络资料，新时代证券研究所

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。其中包括：

丰富超高清电视节目。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。加强4K超高清电视节目制作能力建设，支持体育赛事、纪录片、影视剧、文化科技等超高清电视节目制作。支持有条件的地区打造超高清电视内容制作生产基地，建设超高清电视内容集成平台。

加快广播电视领域创新应用。加快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。

广电5G以及超高清发展行动计划对于广电行业是全新机遇，广电系有望借助4K+5G的重大机遇，重新回归视频传输行业霸主地位。

2.6.2、“智慧广电”：重构广电网络服务体系

根据2018年11月国家广播电视总局向各省广电局、总局直属单位和中央广播电视总台办公厅印发《关于促进智慧广电发展的指导意见》中描述，智慧广电是以构建国家基础信息设施为宗旨，以有线、无线、卫星、互联网等多种协同承载为依托，以云计算、大数据、物联网及IPv6等综合技术为支撑，以融合媒体智能传播为目标，以全面提升广播电视管理、网络、业务及服务能力的广播电视系统。

智慧广电作为广电转型方向，在信息传播主业实现智能化的同时，延申多元业务，融合经济、政治和社会生活，有望推动广电在政府/集团客户业务上发展。同时，智慧广电的假设，包含了国网整合、5G、融媒体、超高清体系建设等多项内容，实现广电网络整体升级。

智慧广电需要重点发展的两个方向：一方面努力实现音视频等各种信息在内容制作、传输、播出方面的智能化、智慧化；另一方面，强调广电媒体要延伸业务范围，力求更加深入地融入政治、经济和社会生活当中。

广电总局聂辰席局长在2015年CCBN主题报告会上提出，广电行业要把加快构建“智慧广电”作为转型升级的重要目标。智慧广电的本质是新兴信息技术与广播电视既有优势的高度融合，是广播电视数字化、网络化、智能化的新发展。2018

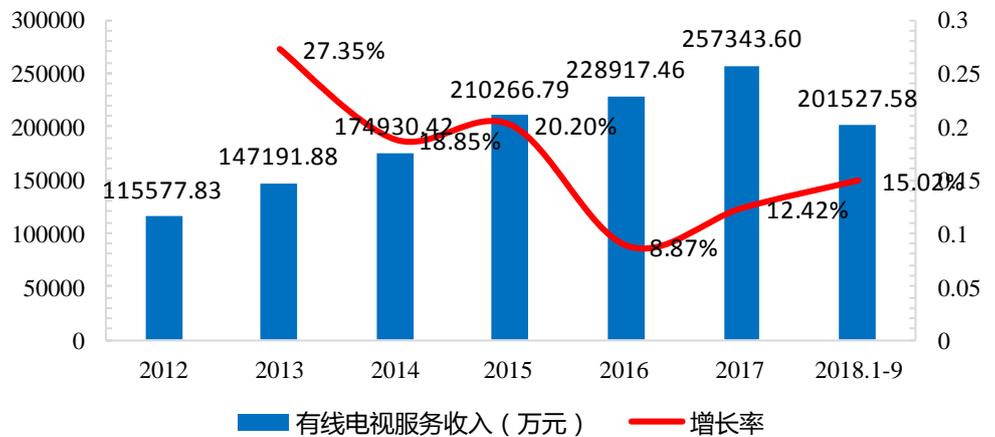
年11月，国家广播电视总局向各省广电局、总局直属单位和中央广播电视总台办公厅印发《关于促进智慧广电发展的指导意见》，明确了智慧广电在七个方面的重点任务，提出力争用3-5年时间，广播电视在内容制作、分发传播、用户服务、技术支撑、生态建设以及运行管理等方面的智慧化发展协同推进。

3、公司经营情况：收入实现多元化，业务布局行业领先

3.1、有线电视服务收入持续增长

主营业务收入逐年递增，同比增长率放缓，近几年“广电云”收益显著。公司2012-2017年的主营业务收入(有线电视服务收入)分别为11.56亿元、14.72亿元、17.49亿元、21.03亿元、22.89亿元、25.73亿元，分别同比增长27.35%、18.85%、20.20%、8.87%、12.42%。2018年1-9月主营业务收入为20.15亿元，同比增加15.02%。

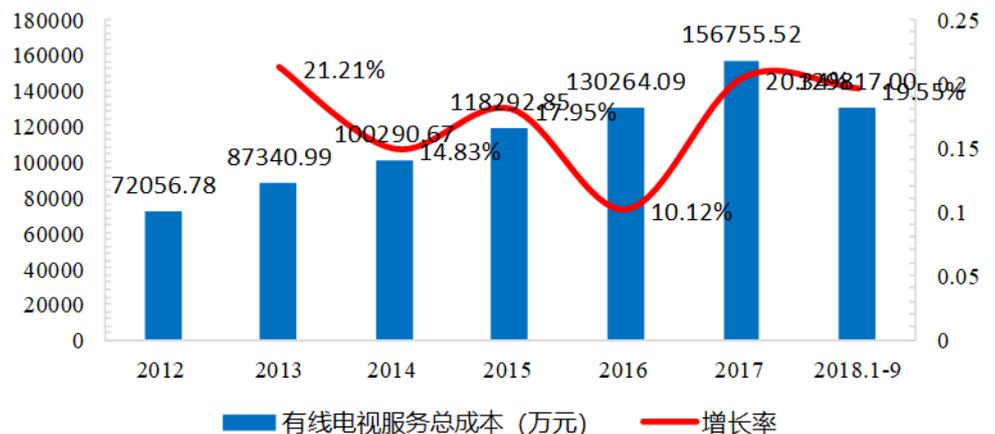
图14: 2012-2018.9 贵广网络有线电视服务收入(万元)及同比



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

主营业务成本逐年递增，2017年增加成本主要为“广电云”相关工程费。公司2012-2017年主营业务成本(有线电视服务成本)分别为7.21亿元、8.73亿元、10.03亿元、11.83亿元、13.03亿元、15.68亿元，分别同比增长21.21%、14.83%、17.95%、10.12%、20.34%。2018年1-9月主营业务成本为12.98亿元，同比增长19.55%。2017年有线电视服务成本增长的主要原因是承包工程成本、业务分成成本、互联网接入费大幅增加。

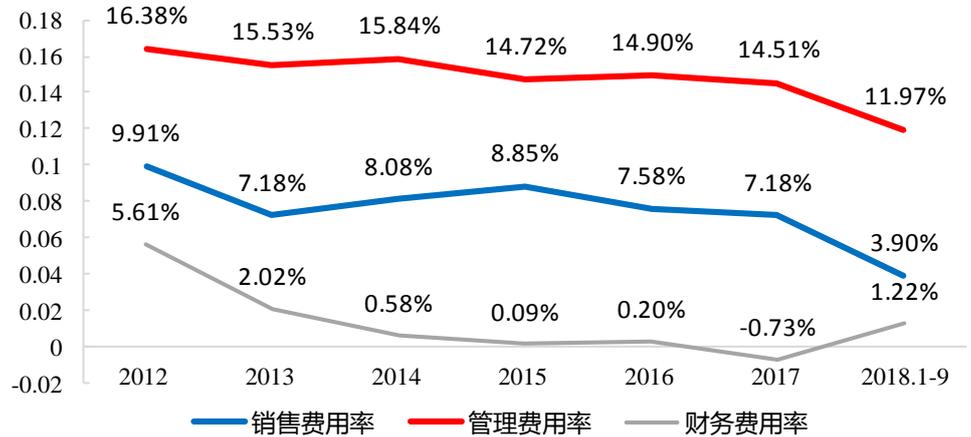
图15: 2012-2018.9 贵广网络有线电视服务成本(万元)及同比



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

销售费用率和管理费用率较为稳定，财务费用率递减。公司 2012-2017 年的管理费用率分别为 16.38%、15.53%、15.84%、14.72%、14.90%、14.51%，销售费用率分别为 9.91%、7.18%、8.08%、8.85%、7.58%、7.18%，财务费用率分别为 5.61%、2.02%、0.58%、0.09%、0.20%、-0.73%。2018 年 1-9 月管理费用率为 11.97%，销售费用率为 3.90%，财务费用率为 1.22%。

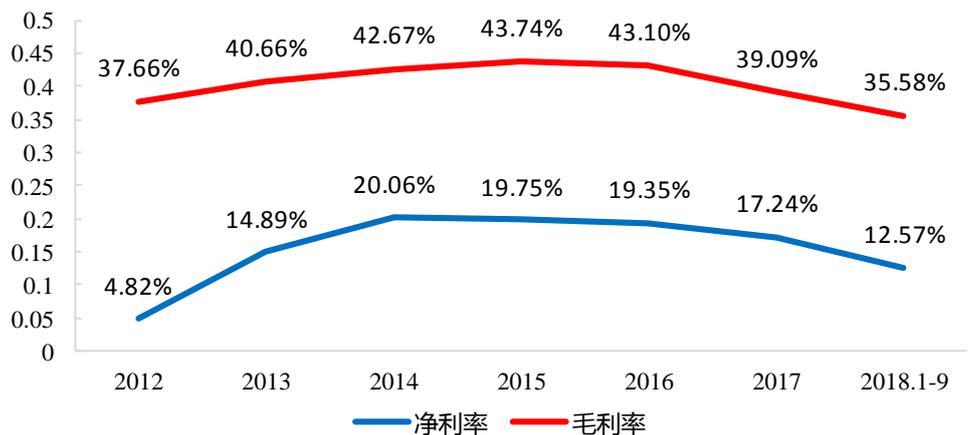
图16: 2012-2018.9 贵广网络期间费用变化情况



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

近几年公司的销售毛利率和销售净利率均呈现下降趋势。2012-2017 年，公司的销售毛利率分别为 37.66%、40.66%、42.67%、43.74%、43.10%、39.09%；公司的销售净利率分别为 4.82%、14.89%、20.06%、19.75%、19.35%、17.24%。2018 年 1-9 月销售毛利率为 35.58%，销售净利率为 12.57%。

图17: 2012-2018.9 贵广网络毛利率及净利率变化情况



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.2、公司业务收入实现多元化

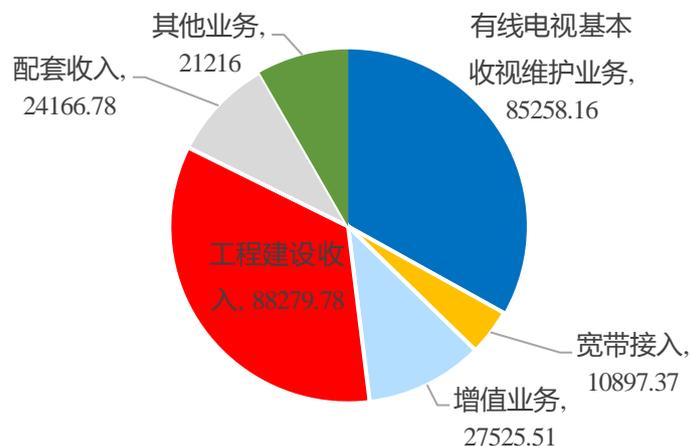
公司业务收入已经实现多元化，公司主要业务收入包含：收视业务、工程建设、增值业务等。

表5: 贵广网络基础业务分类及简介

业务分类	业务简介
基本收视业务	主要通过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	通过高清互动点播平台, 向用户提供影视、体育、生活、教育等多种类型的付费电视节目和视频内容, 收取增值业务收视费用。
信息发布(广告)业务	基于数字电视平台的信息发布业务, 有偿为广告业主发布邮件、游动字幕、音量条、换台条信息, 收取信息发布及广告费。
数据业务	是指为政府和企事业单位提供高清监控、视频会议、集团局域网等网络互联和数据传输等的信息化专用接入服务, 收取传输服务费。
宽带业务	通过为个人或单位用户提供宽带接入服务, 收取宽带业务使用费用。
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	公司将卫视频道、购物频道及省内各省市县自办频道信号传送到用户终端, 提高了频道的覆盖用户数, 提升了频道的广告价值, 收取落地频道传输费用。
销售业务	通过销售与公司业务相关的产品, 包括标清机顶盒、高清互动机顶盒、三网融合智能机顶盒和数字电视机等, 获得销售收入。
智慧广电业务	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智慧广电业务, 获得系统建设及传输服务费。

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

基本收视业务和工程建设为公司贡献主要收入。2017年, 有线电视基本收视维护业务实现收入8.52亿元, 占主营业务收入的38.57%; 工程建设收入8.83亿元, 占比34.30%; 配套收入、增值业务、宽带接入业务收入、其他业务分别占比的9.39%、10.70%、4.23%、8.24%。

图18: 2017年贵广网络基础业务收入结构

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

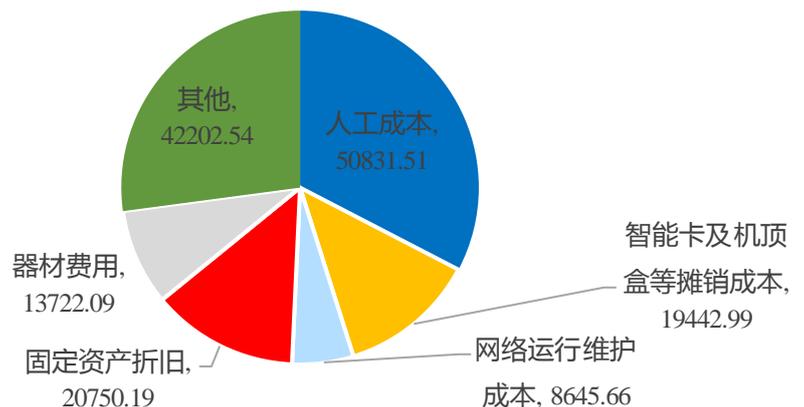
公司基础业务收费较为稳定。有线电视服务收入、宽带接入业务收入及增值业务收入的主要来源为向居民住户和非居民住户收取费用, 该收费从2016-2018年保持不变。

表6: 公司基础业务收费区间

名称	类别	收费区间	是否发生变动	
有线电视基本收视费	市、县等	居民	27元/月、26元/月	否
		非居民	27元/月、26元/月	否
	乡镇	17元/月	否	
宽带接入费	居民	15元/月—120元/月	是	
	非居民	200元/月—200000元/月	是	
城建配套维护费		无	否	
增值业务	互动	按次点播节目 1-10元/次	否	
	点播	买断点播节目一般	5元/月/版块	否
		买断教育点播节目一般	10元/月/版块	否
	收费频道	标清付费每频道	1元/月	
高清付费每频道节目		5元/月	否	
		部分每频道	20元/月	

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

人力成本和其他成本占据公司总成本的60%。2017年,在公司的基础业务中,人工成本为5.08亿元,占主营业务成本的33%,其他成本为4.22亿元,占比27%,智能卡及机顶盒摊销成本、网络运行维护成本、固定资产折旧、器材费用分别为1.94亿元、0.86亿元、2.08亿元、1.37亿元,分别占比12%、6%、13%、9%。

图19: 2017年贵广网络基础业务成本结构

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

3.3、公司战略: 全力建设智慧广电网,

3.3.1、构建“一云、双网、三用”智慧广电体系

公司围绕智慧广电的建设着力构建“一云、双网、三用”的智慧广电新体系,推动智慧广电与智慧社会建设全面融合发展。

“一云”: 构建多彩贵州“广电云”。通过平台IT化、网络IP化、终端智能

化技术手段，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。已按 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；建设了省、市、县、乡、村五级贯通和所有行政村全覆盖的全光网；研发“广电精灵”等全 IP 智能机顶盒，并成为国内 TVOS2.0 规模化商用的省级网络。

“双网”：实现有线、无线网融合协同覆盖。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融合传输覆盖网。在 2012 年完成县级以上区域双向网全覆盖基础上，以连续三年实施贵州省十件民生实事为契机，全力推动多彩贵州“广电云”村村通、户户用工程建设；融合网协同物联网提升广电网络对智慧城市、智慧社区、智慧乡村、物联网等新兴业态的支撑能力。

“三用”：从民用、政用、商用三个方面发力。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。已实施或即将实施“户户用”项目、央视 4K 专区全覆盖、雪亮工程、远程医疗、新时代大讲堂、公安物联网、智慧旅游服务平台、融合网教育平台以及农村电商等“三用”项目。

3.3.2、立足智慧广电，多业务领域发力

公司紧紧围绕“一云、双网、三用”的总体思路，通过建设智慧广电实现转型发展，争取贵州省政府出台推动智慧广电（贵州）综合试验区建设相关政策。公司将立足智慧广电，在多个业务领域积极布局并发力。

4K 超高清业务：推广支持 TVOS 智能电视操作系统、AVS2 标准解码以及高动态范围和三维声标准的 4K 超高清智能机顶盒，推动 4K 业务发展；

推动云网融合：采用 SDN/NFV 技术推动云网融合，SDN（软件定义能力）与 NFV（网络功能虚拟化）结合，根据业务的需求动态部署、按需撤销、统一管控，做到云即是网、网即是云；

基础网络升级：推进基础网络 IPv6 升级工程，满足下一代网络高速、安全、泛在的要求，致力于高带宽光纤入户，推广智慧广电高带宽业务和多行业融合业务；

发力大数据业务：以云平台为基础，以泛在化的智能网络为连接，以智能终端为载体，大力发展以大数据为支撑的广播电视、通信和物联网的混合业态；

发力智能业务：借助人工智能，助力“智能”运营，通过语音识别、自然语言处理、图像识别、机器学习，实现智能视频推荐，智能应用，智能运营；

跟进 5G 广播技术：积极跟进基于 5G 广播的混合电视广播服务，基于 5G 广播的增强/虚拟现实（AR/VR/MR 混合现实）内容的直播、点播，基于 5G 广播的公共多媒体应急广播服务等技术标准的落地。

3.4、公司前景：业务布局领先，有望引领行业

公司深耕传统广电网络运营市场，同时紧紧围绕“一云、双网、三用”的总体思路，建设智慧广电实现转型发展。公司立足智慧广电，在多个业务领域积极布局并发力，公司在 4K 业务、大数据业务、智能业务等全面发力，并积极跟进 5G 广播技术。从行业看，公司业务布局超前，业务模式具有前瞻性，公司的发展战略和业务布局有望成为行业范本。

公司作为广电网络整合的标杆，战略和业务布局领先。在全国广电网络整合背

景下，公司有望借助国家推进广电 5G 及“全国一网整合”契机，在业务布局和发展思路层面，成为行业引领者。

4、盈利预测：全国广电网络整合标杆，首次覆盖给予“推荐”

评级

公司作为广电网络整合的标杆，围绕智慧广电实现转型发展，同时立足智慧广电，在多个业务领域积极布局并发力，实现战略和业务布局的领先。公司有望借助国家推进广电 5G 及“全国一网整合”契机，成为行业引领者。预计公司 2018 年-2020 年归母净利润分别为 3.20/4.64/5.62 亿元，对应 EPS 分别为 0.31/0.45/0.54 元，当前股价对应 2018 年-2020 年 PE 分别为 36、25 和 21 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5、风险提示

一网整合不达预期；

5G 业务推进不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	2860	2386	2551	3171	4148	营业收入	2289	2573	3206	3600	4000
现金	2165	715	1143	1258	2491	营业成本	1303	1568	2085	2293	2523
应收账款	294	947	599	1137	792	营业税金及附加	14	10	14	15	17
其他应收款	10	27	18	32	24	营业费用	174	185	244	261	280
预付账款	43	44	64	57	77	管理费用	341	373	471	522	580
存货	121	131	204	164	241	财务费用	5	-19	24	-7	-20
其他流动资产	228	523	523	523	523	资产减值损失	9	44	45	54	59
非流动资产	3748	6141	6578	6509	6388	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	40	53	65	79	92	投资净收益	0	1	1	1	1
固定资产	2297	3425	4171	4533	4811	营业利润	444	427	324	462	562
无形资产	53	57	60	59	57	营业外收入	25	20	0	7	5
其他非流动资产	1358	2607	2282	1838	1428	营业外支出	26	2	2	2	2
资产总计	6609	8527	9130	9679	10536	利润总额	443	445	322	467	565
流动负债	2288	3822	4272	4531	5004	所得税	0	1	1	1	1
短期借款	200	420	420	420	420	净利润	443	444	321	466	563
应付账款	895	1960	1837	2339	2254	少数股东损益	0	2	1	1	2
其他流动负债	1194	1442	2015	1771	2330	归属母公司净利润	443	442	320	464	562
非流动负债	396	451	422	377	331	EBITDA	800	906	985	1231	1415
长期借款	200	200	171	126	80	EPS(元)	0.42	0.42	0.31	0.45	0.54
其他非流动负债	196	251	251	251	251						
负债合计	2684	4273	4694	4908	5335						
少数股东权益	49	51	52	53	55	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	1043	1043	1043	1043	1043	成长能力					
资本公积	1605	1605	1605	1605	1605	营业收入(%)	8.9	12.4	24.6	12.3	11.1
留存收益	1229	1556	1782	2107	2502	营业利润(%)	9.9	-3.9	-24.2	42.8	21.6
归属母公司股东权益	3876	4203	4385	4718	5146	归属于母公司净利润(%)	6.6	-0.3	-27.5	44.9	21.0
负债和股东权益	6609	8527	9130	9679	10536	获利能力					
						毛利率(%)	43.1	39.1	35.0	36.3	36.9
						净利率(%)	19.3	17.2	10.0	12.9	14.0
						ROE(%)	11.3	10.4	7.2	9.8	10.8
						ROIC(%)	9.0	9.1	6.2	8.3	9.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	40.6	50.1	51.4	50.7	50.6
						净负债比率(%)	-45.0	(2.2)	(11.5)	(14.0)	-37.5
						流动比率	1.2	0.6	0.6	0.7	0.8
						速动比率	1.2	0.6	0.5	0.7	0.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
						应收账款周转率	10.0	4.1	4.1	4.1	4.1
						应付账款周转率	1.8	1.1	1.1	1.1	1.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.42	0.42	0.31	0.45	0.54
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.16	1.60	0.94	2.06
						每股净资产(最新摊薄)	3.72	4.03	4.21	4.53	4.94
						估值比率					
						P/E	26.13	26.19	36.12	24.92	20.61
						P/B	2.99	2.75	2.64	2.45	2.25
						EV/EBITDA	12.57	13.0	11.5	9.1	7.0

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	642	652	1673	982	2149
净利润	443	444	321	466	563
折旧摊销	396	444	660	770	878
财务费用	5	-19	24	-7	-20
投资损失	-0	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-232	-283	669	-245	729
其他经营现金流	30	68	0	0	0
投资活动现金流	-982	-2274	-1096	-699	-756
资本支出	963	2262	424	-83	-134
长期投资	-20	-12	-13	-13	-13
其他投资现金流	-39	-24	-685	-796	-903
筹资活动现金流	2274	171	-149	-168	-160
短期借款	200	220	0	0	0
长期借款	200	0	-29	-45	(47)
普通股增加	210	0	0	0	0
资本公积增加	1603	0	0	0	0
其他筹资现金流	61	-49	-120	-124	-113
现金净增加额	1934	-1451	428	115	1233

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕苒琪销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>