

全国首家“省内一张网”，有望借助广电网络整合和广电5G契机实现跨越式发展

——广电网络首次覆盖报告

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

● 全国首家“省内一张网”广电运营商

广电网络是在陕西省广播电视信息网络股份有限公司的基础上,通过网络整合、重组借壳、增发融资、整体上市、集团化运作成立的,是全国首家实现“全省一张网”的省级广电网络公司。公司以视频、数据、智慧三大业务为主业,涵盖特色内容、系统集成、互联网金融等。

● 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,在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。

● 深耕有线网运营主业,积极探索新业态

公司持续巩固传统的业务优势,同时发力政府信息化、智慧业务并发展多元产业等。传统业务领域公司持续推进网络优化升级,巩固传统广电网络运营业务市场;新业务领域公司发力政府信息化和智慧业务,开拓5G时代的潜力市场;面对新形势,公司推进实施“5大工程”,配合国家层面的县级融媒体中心建设、“雪亮工程”、“乡村振兴工程”等。

● 广电网络整合受益标的,首次覆盖给予“推荐”评级

公司作为全国首家实现“省内一张网”广电运营商,依托陕西省广电网络运营业务,发力政府信息化和智慧业务,业务上初步实现多元化。公司有望借助5G及“全国一网整合”契机实现传统业务的突破,迎来跨越式发展。预计公司2018年-2020年归母净利润分别为1.66/1.91/2.04亿元,对应EPS分别为0.24/0.28/0.29元,当前股价对应2018年-2020年PE分别为47、41和39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,5G业务推进不达预期。

财务摘要和估值指标

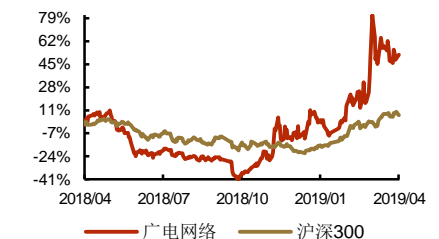
指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2596	2,853	3,124	3,499	4,024
增长率(%)	8.8	9.9	9.5	12.0	15.0
净利润(百万元)	133.3	176	166	191	204
增长率(%)	0.0	32.1	-6.0	15.4	6.6
毛利率(%)	33.3	31.5	31.0	30.5	30.0
净利率(%)	5.1	6.2	5.3	5.5	5.1
ROE(%)	4.7	5.7	5.0	5.5	5.6
EPS(摊薄/元)	0.19	0.25	0.24	0.28	0.29
P/E(倍)	58.81	44.5	47.3	41.0	38.5
P/B(倍)	2.80	2.7	2.5	2.3	2.2

推荐(首次评级)

市场数据

市场数据	时间 2019.04.22
收盘价(元):	11.3
一年最低/最高(元):	4.38/13.5
总股本(亿股):	6.94
总市值(亿元):	78.38
流通股本(亿股):	6.52
流通市值(亿元):	73.68
近3月换手率:	428.46%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-12.91	18.68	42.59
绝对	-7.91	46.75	49.63

相关报告

目录

1、 公司基本概况：全国首家“省内一张网”广电运营商	4
1.1、 概况：陕西省广电运营商	4
1.2、 股权：国有资本控股超 50%	4
1.3、 业务：从有线电视传输向融合网络媒体服务转型	4
1.4、 财务：收入和利润保持平稳增长	5
2、 广电行业：传统业务增长乏力，一网整合使行业迎来发展新机遇	6
2.1、 广电网是具有战略意义的专网	6
2.2、 收视业务为基础，业务向多元化发展	7
2.3、 双向化改造—为广电网络业务发展提供更大空间	7
2.4、 有线收视业务：IPTV、OTT 冲击，用户数量持续下滑	8
2.5、 宽带业务：增速放缓，政府业务或成增长点	11
2.5.1、 广电一张网整合为行业带来机遇	11
2.6、 新业务前景：5G、“智慧广电+”及超高清视频	12
2.6.1、 手握核心频率，5G+超高清视频将成为广电系新机遇	12
2.6.2、“智慧广电”：重构广电网络服务体系	13
3、 公司经营：深耕广播电视网络运营，多维度探索发展机遇	14
3.1、 公司业务：有线电视网运营业务稳定，新业态持续发力	14
3.2、 公司战略：巩固主业市场，持续发力新业务	17
3.2.1、 巩固主业市场，积极探索新业务	17
3.2.2、 持续推进网络优化升级	18
3.2.3、 重点推进实施“五大工程”	18
3.3、 发展前景：受益于广电网络整合和 5G，有望实现跨越式发展	19
4、 盈利预测：广电网络整合受益标的，首次覆盖予以“推荐”评级	19
5、 风险提示	19
附：财务预测摘要	20

图表目录

图 1： 公司收视业务	4
图 2： 公司“秦岭云”品牌业务	4
图 3： 2014-2018Q3 营业收入及增速变化（亿元）	5
图 4： 2014-2018Q3 净利润及增速变化（亿元）	5
图 5： 广电运营商位于产业链中游	6
图 6： 2017 年全国广电行业收入结构	7
图 7： 2012-2018 全国双向网改覆盖用户及覆盖率变动	8
图 8： 2013-2018 全国双向网改渗透用户及渗透率变动	8
图 9： 2013-2018 全国有线电视用户数及增速	9
图 10： 2015-2018 收视业务用户数（万户）	10
图 11： 2017-2018 全国家庭电视收视市场的比重	10
图 12： 2017Q4-2018Q4 有线宽带用户数（万户）	11
图 13： 有线宽带用户数与电信运营商的对比（万户）	11
图 14： 广电一张网整合时间线	12
图 15： 公司 2017 年营业收入占比	14
图 16： 2014-2018H1 有线电视网络运营收入（亿元）	15

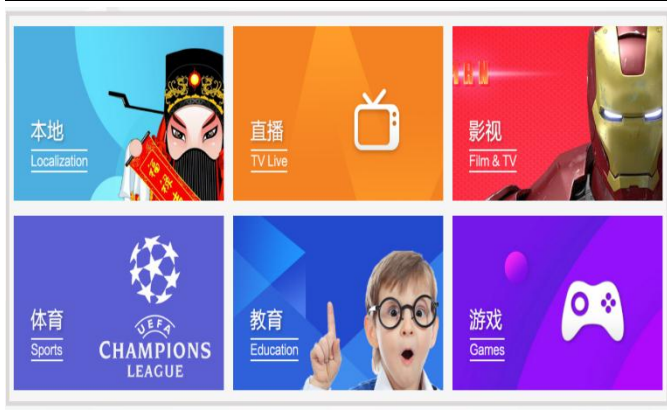
图 17: 2014-2017 年数字电视用户数 (万户)	15
图 18: 2014-2018H1 年有线电视网络运营成本 (亿元)	15
图 19: 2014—2018Q3 毛利率及净利率情况	16
图 20: 2014-2018Q3 三费率情况.....	16
图 21: 2014-2018H1 公司业务收入占比.....	17
图 22: 2015-2017 互动用户数量及增速变化.....	17
图 23: 2015-2017 付费节目点播量及增速变化.....	17
表 1: 公司前十大股东 (截至 2018 年 Q3)	4
表 2: IPTV 和 OTTTV 运营特点.....	9
表 3: 三大电信运营商获得 5G 试验频率段.....	13
表 4: 广电网络业务收入分类及简介.....	14

1、公司基本概况：全国首家“省内一张网”广电运营商

1.1、概况：陕西省广电运营商

广电网络是在2001年6月29日挂牌的陕西省广播电视信息网络股份有限公司的基础上，通过网络整合、重组借壳、增发融资、整体上市、集团化运作成立的，是全国首家实现全省广电网络统一规划、统一建设、统一管理、统一运营的省级广电网络公司。广电网络拥有国家广电总局有线数字电视应用技术实验室，通过有线+无线方式覆盖省、市、县、乡、村级上千万家庭用户。

图1：公司收视业务



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

图2：公司“秦岭云”品牌业务



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

1.2、股权：国有资本控股超50%

公司第一大股东是陕西广播电视集团有限公司，实际控制人是陕西省委宣传部。截至2018年三季报，持股比例为33.6%。其他的大股东多为一些机构投资者和国资集团。

表1：公司前十大股东（截至2018年Q3）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	陕西广播电视集团有限公司	203,249,114	33.6000
2	中国人民人寿保险股份有限公司-分红-个险分红	23,882,432	3.9500
3	东方明珠新媒体股份有限公司	19,526,952	3.2300
4	同方股份有限公司	16,501,650	2.7300
5	中央汇金资产管理有限责任公司	15,022,400	2.4800
6	中国证券金融股份有限公司	7,894,300	1.3000
7	东方点石投资管理有限公司-东方点钻-东兴礴璞3号投资基金	5,500,550	0.9100
8	西安黄河机器制造有限公司	4,985,473	0.8200
9	中国人民财产保险股份有限公司-传统-普通保险产品-008C-CT001 沪	3,458,942	0.5700
10	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	3,054,795	0.5000

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

1.3、业务：从有线电视传输向融合网络媒体服务转型

公司以视频、数据、智慧三大业务为主业，涵盖特色内容、系统集成、互联网金融等在内的全媒体、多网络、综合性业务。公司以智慧新广电为方向，推出了新一代业务品牌“秦岭云”，并积极布局智慧社区业务。

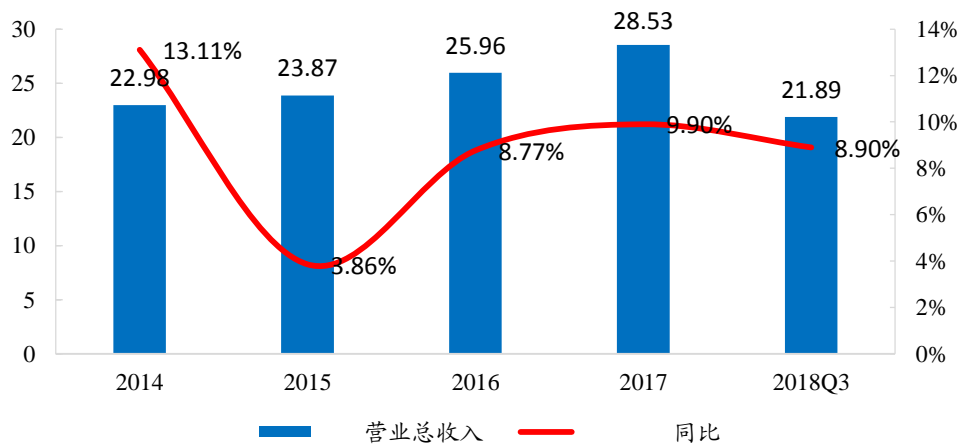
目前，公司网络覆盖陕西省所有市、县和乡镇，实现省、市、县、乡、村五级贯通，形成陕北、陕南、关中三大环网，是集视频、数据、信息三位一体的综合运营商和全省电子政务网支撑企业。

截止 2017 年末，公司有线电视网络覆盖用户 953 万户，其中双向网络覆盖用户 723 万户，双向化率 75.77%，公司无线电视网络覆盖用户 246 万户，“有线+无线”覆盖为公司实现广播电视、互联网信息、智慧社区等业务的协同发展。

1.4、财务：收入和利润保持平稳增长

公司营收保持稳定增长：截至 2018 年三季度，公司营业总收入 21.89 亿元，同比增长 8.9%；2017 年，公司实现总收入 28.5 亿元，同比增长 9.90%；公司营业收入保持稳定增长。

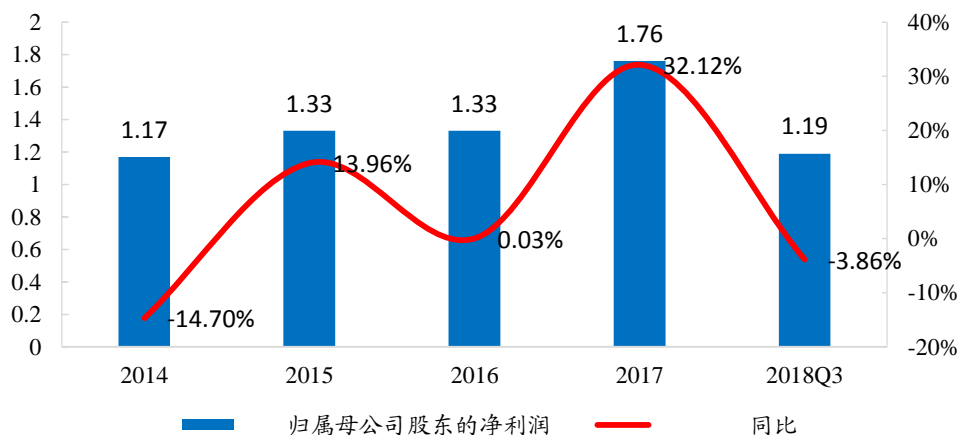
图3： 2014-2018Q3 营业收入及增速变化（亿元）



资料来源：wind，新时代证券研究所

2017 年公司实现净利润 1.76 亿元，同比增长 32.12%，主要是因为公司持续开展提质增效、降本增效活动，财务费用、销售费用大幅下降。截至 2018 年 Q3，公司实现净利润 1.09 亿元，同比下降 12.8%。

图4： 2014-2018Q3 净利润及增速变化（亿元）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、广电行业：传统业务增长乏力，一网整合使行业迎来发展新机遇

有线广播电视传输行业是一个非常特殊的行业，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。有线广播电视传输行业通过发放经营许可证，实施许可证认证管理。

2.1、广电网是具有战略意义的专网

广电网从产业链看，同三大运营商角色类似，但是广电网有不同于三大运营商的定位，我们认为广电网具有4个角色：

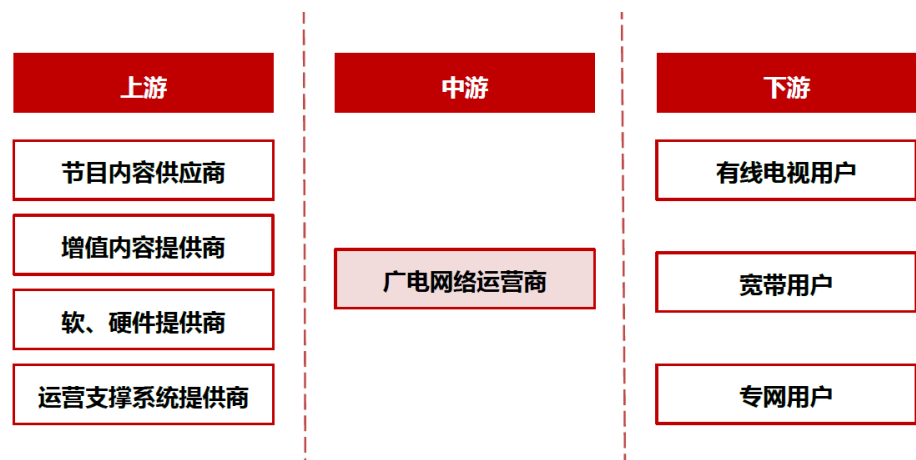
- (1) 文化数字网，承担文化娱乐内容的传输；
- (2) 媒体数字网，国家意识形态内容传输的专网；
- (3) 数字经济网，市场化经营的电信网络；
- (4) 国家战略基础网，具备安全性和可靠性，满足国家战略需求。

因此，我们认为正是广电网络具有专网属性，对于国家具有战略意义，中央层面才决心推动广电网络和整合并向广电网发放5G牌照。

广电运营商处于产业链的中游，起到了承上启下的关键作用。行业内公司通过建设有线网络，整合上游的内容资源，从而向下游用户提供多元化的服务。

行业上游主要包括节目内容提供商、增值内容提供商、软硬件提供商和运营支持系统提供商。其中，节目内容提供商主要是国内外电视台和收费频道，增值内容提供商主要提供包括电视教育、电视游戏、视频内容等增值服务业务内容，它既可以与广电网络运营商合作运营，也可以仅为其提供某些增值服务的内容支持。以上两部分业务广电行业都有不同程度的参与，考虑到广电的财力物力，向上整合潜力较大。

图5：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

广电行业下游主要包括有线电视用户、宽带用户和专网用户。广电网络由于自身的专网属性，在通讯方面更加注重通信可靠，能够保证网络的可用性在任何时刻

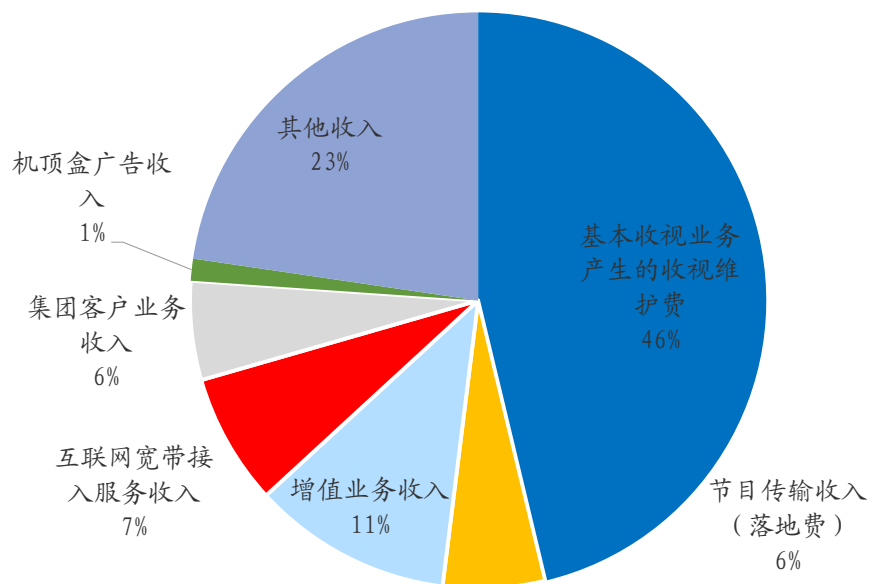
都能达到 99% 以上。在紧急事件发生时网络资源可以不被其他不相关用户占用，从而保证紧急信息的传输，所以在某些 ToG 的业务方面具有天然的优势。

2.2、收视业务为基础，业务向多元化发展

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6： 2017 年全国广电行业收入结构

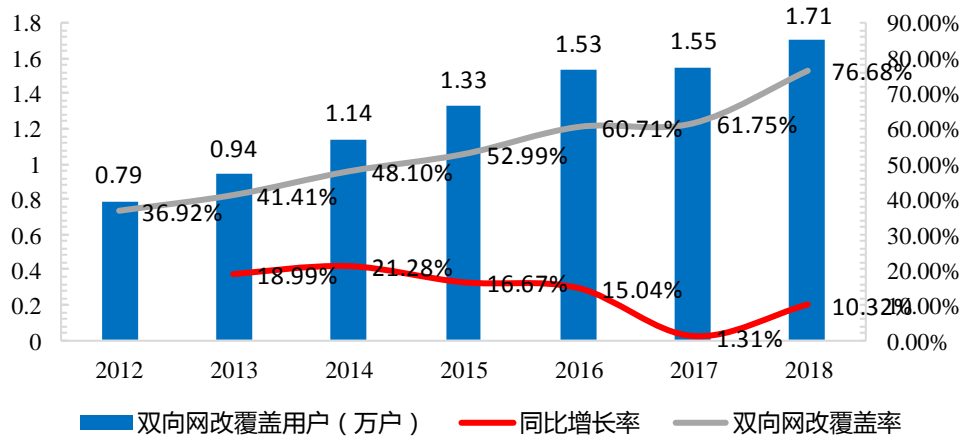


资料来源：工信部，中国广播电视网络有限公司，新时代证券研究所

2.3、双向化改造—为广电网络业务发展提供更大空间

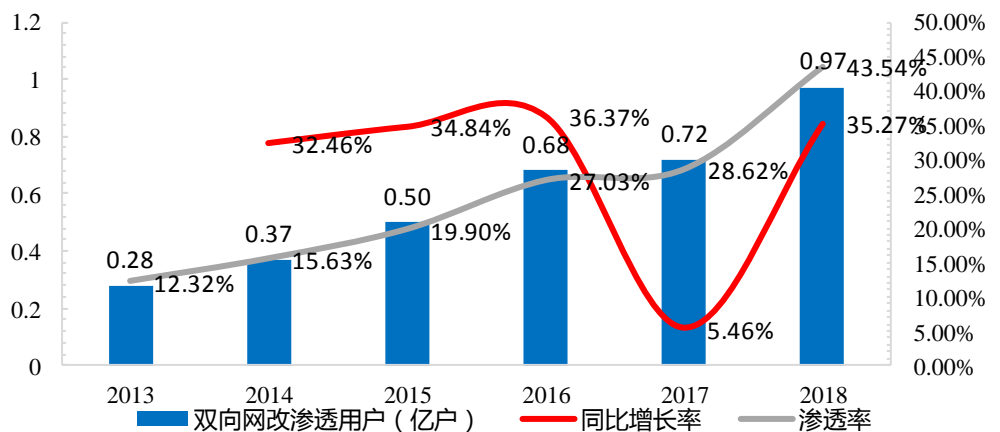
单向传输网络的双向化改造为广电网络业务发展提供更大空间：双向化改造前，广电网络的片区接入网仅用于广播电视的单向传送，不能实现数字电视节目下发和互动业务的上传，更不能实现其它以宽带网为媒介的宽带业务。因此，广电网络想要实现从单一的电视播出向“融合网络媒体服务商”转型就必须快速实现由传统的模拟广播电视网络全面向数字化双向网络转变。2007 年广电总局印发《有线电视网双向化改造指导意见》，要求加快网络改革步伐，推动有线电视网向双向、交互、多功能方向发展。2009 年广电总局印发《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》，要求加快网络双向化改造。经过了 10 余年的推进，我国有线电视双向网改覆盖率有显著提高。

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7： 2012-2018 全国双向网改覆盖用户及覆盖率变动

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

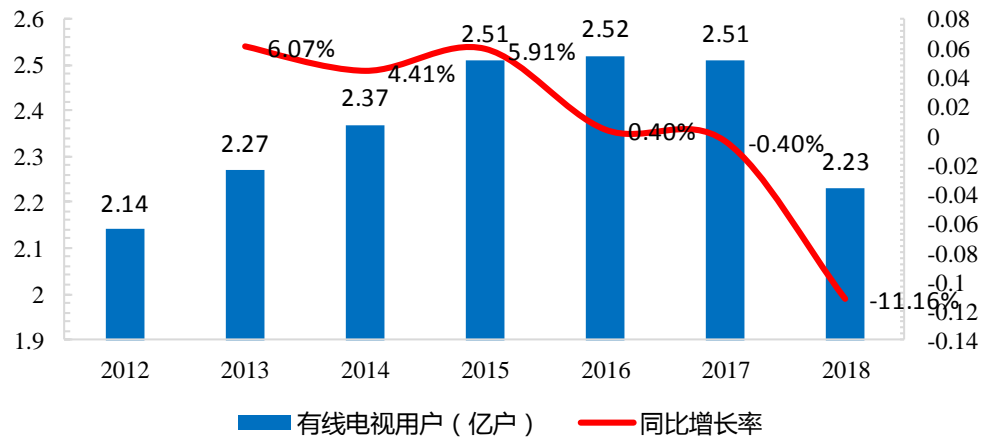
2018年全国双向网改渗透用户规模为9717万户，双向网改渗透率仅43.5%，意味着广电企业的业务推广仍存在较大的提升空间。

图8： 2013-2018 全国双向网改渗透用户及渗透率变动

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

2.4、有线收视业务：IPTV、OTT冲击，用户数量持续下滑

IPTV、OTT和互联网的冲击，全国有线电视网市场出现用户流失的现象：根据工信部和国网公司发布的数据显示，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%。

图9: 2013-2018 全国有线电视用户数及增速

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

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 TV 等。其中, 卫星电视部分主要是为了解决部分地区群众长期无法收听收看广播电视的问题, 本质上是对有线电视的补充和延伸, 因而主要竞争来自于 IPTV 和 OTT TV。

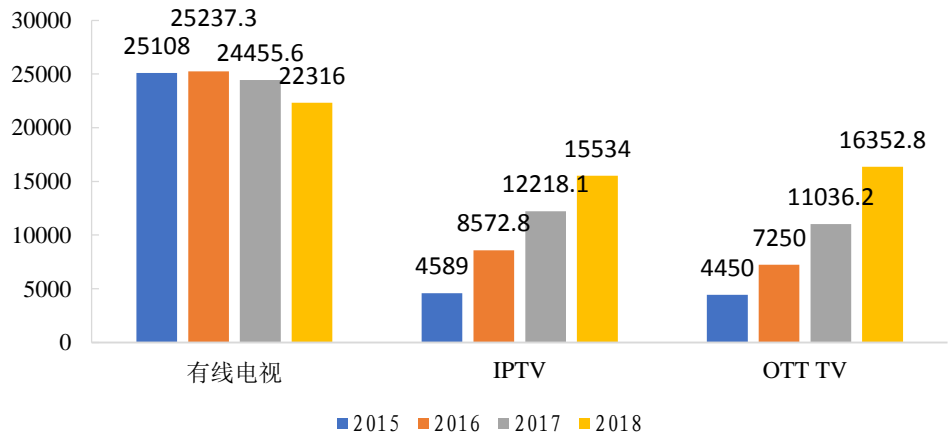
表2: IPTV 和 OTT TV 运营特点

项目	技术特点
IPTV	即交互式网络电视, 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。具有高效传播无延迟、不占带宽的特点
OTT TV	是指基于开放互联网的视服务, 终端可以是电视机、电脑、机顶盒、PAD、智能手机等等, 强调服务与物理网络的无关性, 因此互动性最高。但是由于需要缓存播放, 视频播放有延迟或卡顿。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

资料来源: 格兰研究, 维基百科, 新时代证券研究所

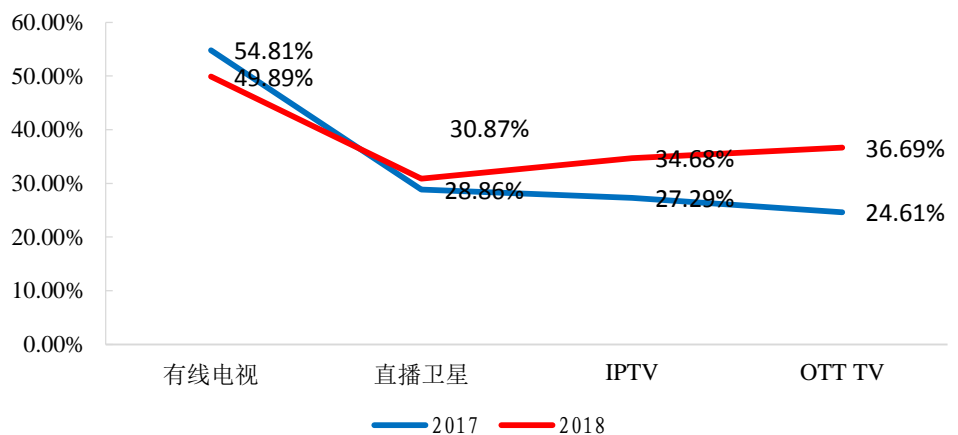
IPTV、OTT TV 内容资源与交互性更胜一筹

IPTV 和 OTT TV 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使用方式, 为市场注入活力。根据国网公司发布的数据, 2018 年 IPTV 用户总数达到 1.55 亿户, 同比增加 27.1%; 2018 年 OTT 用户总数达到 1.64 亿户, 同比增加 49.1%, 相比之下, 有线电视用户数连续两年下滑。这说明随着视频网站、IPTV、OTT TV 等业态的发力, 传统有线电视市场受到较大的冲击。

图10: 2015-2018 收视业务用户数 (万户)

资料来源: 国网公司, 新时代证券研究所

家庭用户多种方式复合收视的特征愈发明显。2018年, 有线电视用户在全国家庭电视收视市场的比重为 49.89%, 下滑约 5%; IPTV 收视份额 34.68%, 同比增长 7.39%; OTT TV 收视份额 36.69%, 同比增长 12.08%。

图11: 2017-2018 全国家庭电视收视市场的比重

资料来源: 国网公司, 新时代证券研究所 (注: 计算方式为各收视方式用户数/全国家庭电视用户数)

广电行业参与 IPTV 和 OTT TV 业务主要通过三种方式: 提供内容、提供硬件服务和参股方式获得播控平台经营授权。

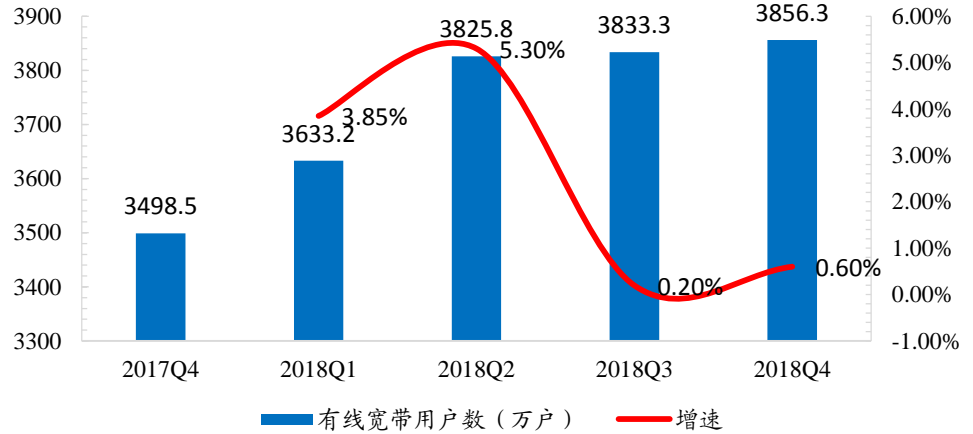
由于广电网络运营商是我国最早的视频内容提供者, 积累了一大批优质内容的制作经验以及拍摄技术、剪辑技术等, 广电网络参与 IPTV 和 OTT TV 业务最常见的方式就是提供内容和硬件服务。

由于广电企业的行政属性, 广电网络运营商与 IPTV 运营商有着千丝万缕的联系。例如华数传媒已经分别获得文广集团和浙江广播电视集团关于互动电视/IPTV、手机电视、互联网电视业务运营的书面独家授权, 广西广电、贵广网络通过参股各自地方广电新媒体, 进行 IPTV 集成、播控、经营管理。广电网络也可以通过这种方式参与 IPTV 业务。

2.5、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。

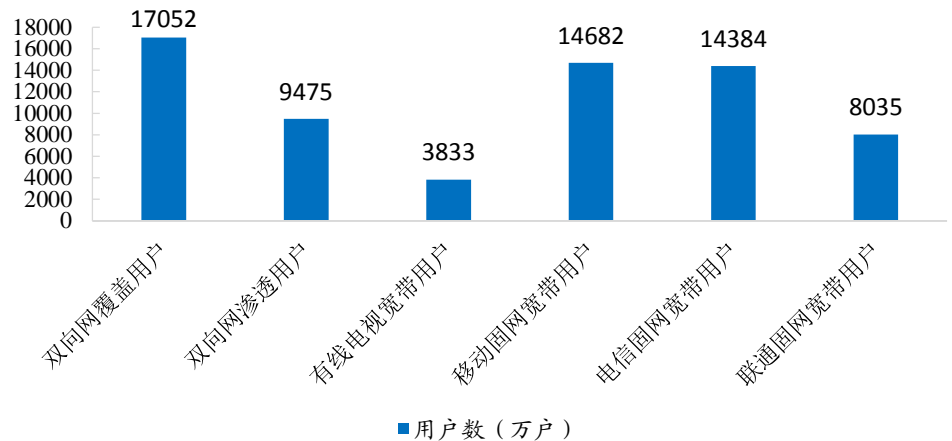
图12： 2017Q4-2018Q4 有线宽带用户数（万户）



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13： 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。

2.5.1、广电一张网整合为行业带来机遇

2014年5月，国网公司在京挂牌运行。按照起初规划，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。但鉴于各省广电状况较为复杂，国网公司既缺乏资金支持，也不具备高于省网

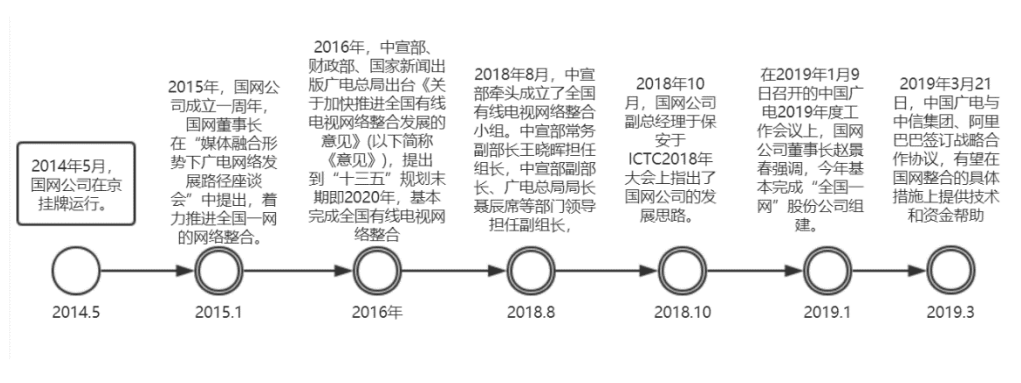
的行政地位，因此全国网络整合困难重重。

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，集结了多个部委，推行力度大幅提高。

2019年基本完成“全国一网”：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，2019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14： 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

“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）。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。

广电网发展5G业务的最大优势在于频率优势。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。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，与此同时将成立“中广移动”负责700MHz频段的运营。同时，为了解决资金难题，国网还将引入新战略投资者，2017年中国广电和中信集团合资组建的中广移动网络有限公司正式注册成立。

表3: 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、中央广播电视总台最新发布《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022年）》，提出按照“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，4K产业生态体系基本完善，8K关键技术产品研发和产业化取得突破。该计划提出多项任务，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。

频率优势以及政策优势结合，广电系公司有望借助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。

全力推进“智慧广电”建设要把握方向、打牢基础、抓住关键，重点在四个方面集中发力：

一是要在打造“智慧广电”媒体上发力，提升智慧内容制播能力、融合一体化发展水平、高清超高清电视发展水平，努力让广电主流媒体强起来，确保履行好党的新闻舆论工作职责使命。

二是要在发展“智慧广电”网络上发力，把广电网络最大限度延伸下去，尽快把有线网络整合起来，加快有线无线卫星协同承载网建设，进一步增强广播电视传播能力。

三是要在培育“智慧广电”生态上发力，重点打造家庭信息终端，引导新供给、新消费、新业态，充分运用和拓展行业大数据资源，进一步增强广播电视服务能力。

四是要在加强“智慧广电”监管上发力，强化业务安全、系统安全、监管安全，进一步增强广播电视安全保障能力。

3、公司经营：深耕广播电视网络运营，多维度探索发展机遇

公司主要进行广播电视运营和多元产品销售业务：公司目前主要通过向广大用户提供广播电视传输、数字电视增值、互联网接入、多元化产品营销等服务获得收入，其中有线电视网络运营业务在公司收入结构中占比较高。

表4：广电网络业务收入分类及简介

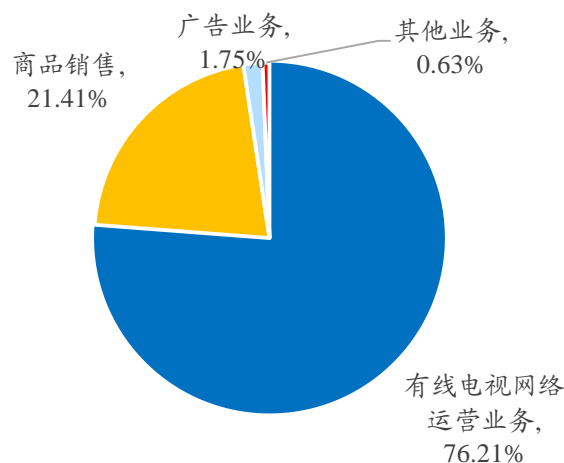
业务收入分类	业务简介
视频业务收入	视频业务收入主要包括三个部分：①电视收视业务收入：该项业务收入目前主要包括基本收视费、付费节目收视费和互动电视收视费等②安装工料费收入：通过向陕西省内新入网的有线电视用户，提供有线电视安装服务，收取一定的有线电视入户工本材料费；③卫视落地收入：在陕西省内公司有权接收并通过有线电视网络向用户传输有线电视节目信号。
数据业务收入	通过向陕西省内数据用户提供互联网接入服务，向用户收取有线宽带使用费。该项业务目前主要包括个人客户家庭宽带业务收入和集团客户专网专线业务收入
商品销售收入	公司充分挖掘现有资源，利用遍布全省各地的分支机构和人员团队，向地方企事业单位争取业务或系统集成项目，向用户开展多元化商品营销从而取得收益。该项业务目前主要由各地分支机构与子公司协同开展

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3.1、公司业务：有线电视网运营业务稳定，新业态持续发力

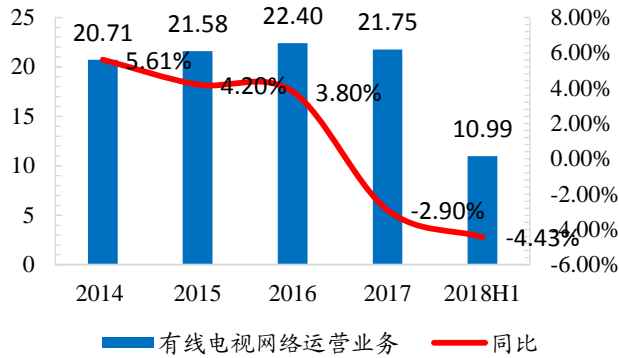
2017年，公司实现总收入28.5亿元，其中，有线电视网络运营业务收入21.7亿元，占总收入76%；商品销售实现收入6.1亿元，占总收入21%，广告业务实现收入0.5亿元，占总收入2%。从营收结构上看，有线电视网络运营业务仍然占据最高比重。

图15：公司2017年营业收入占比

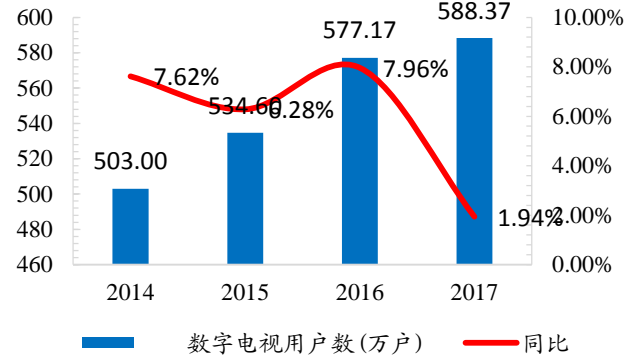


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

主营业务收入方面，有线电视网络运营在2017年首次出现负增长，营收同比下降2.9%。2018年上半年有线电视网络运营收入为10.99亿元，同比下降4.43%，出现加速下滑态势。在数字电视用户方面增速逐渐下滑，2017年数字电视用户数保持正增长，其中以农网用户数增长为主。

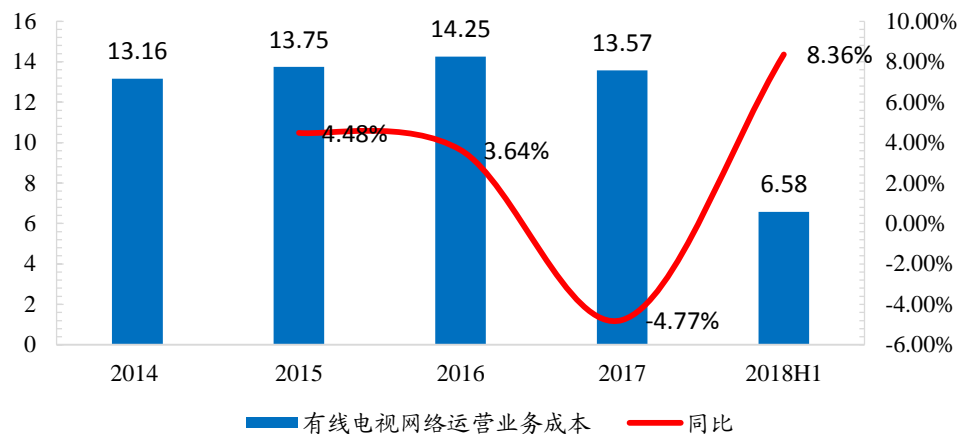
图16: 2014-2018H1 有线电视网络运营收入 (亿元)

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

图17: 2014-2017 年数字电视用户数 (万户)

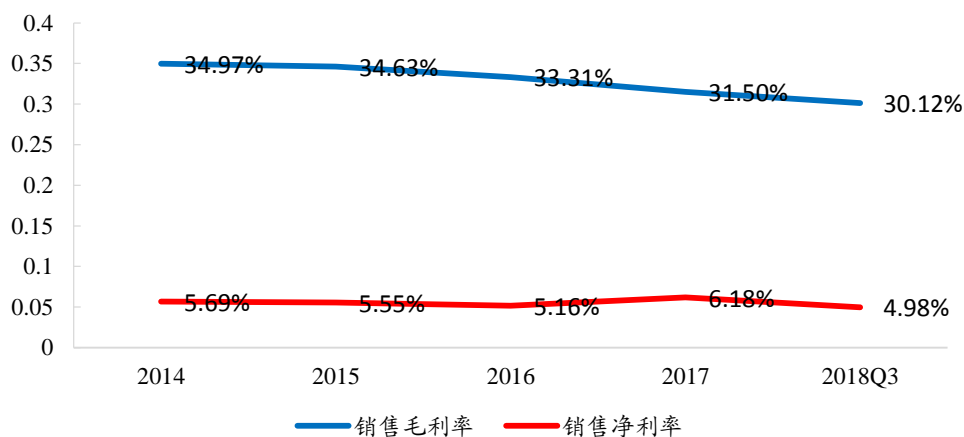
资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

主营业务成本方面近年波动较大, 2014-2017 年有线电视网络运营成本分别为 13.16 亿、13.75 亿、14.25 亿、13.57 亿。2018 年上半年有线电视网络运营成本为 6.58 亿, 同比增长 8.36%。2017 年有线电视网络运营成本出现大幅下滑, 主要系业务运营模式调整导致实施降本增效。

图18: 2014-2018H1 年有线电视网络运营成本 (亿元)

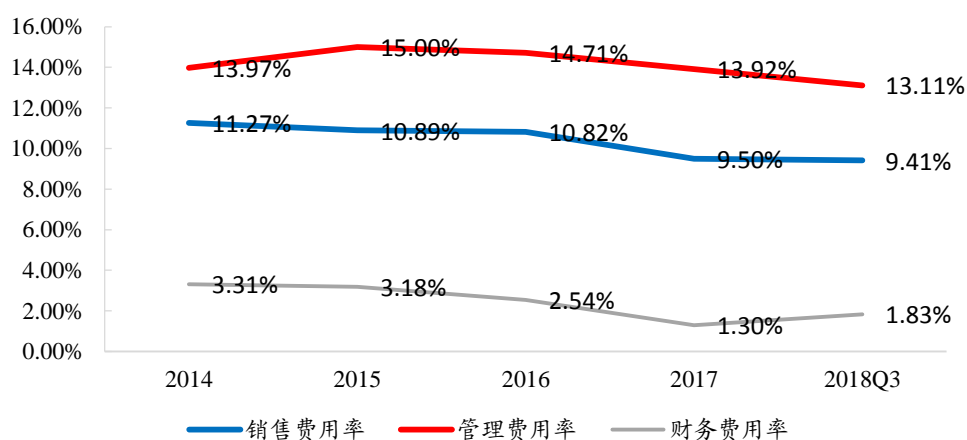
资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

毛利率、净利率方面保持稳定, 2014-2017 年, 公司的销售毛利率分别为 34.97%、34.62%、33.31%、31.50%; 销售净利率分别为 5.69%、5.55%、5.16%、6.18%。2018 年 Q3 销售毛利率为 30.12%, 销售净利率为 4.98%。2017 年净利率增长的主要原因是实施降本增效策略。

图19: 2014—2018Q3 毛利率及净利率情况

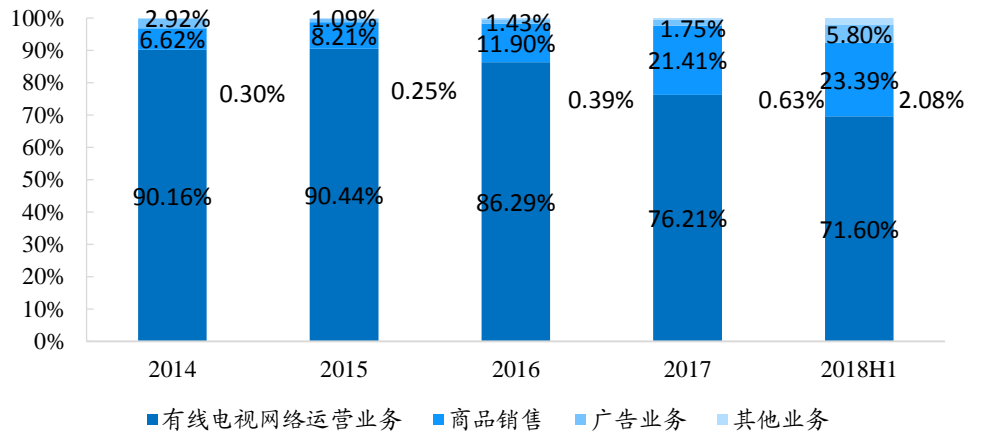
资料来源: wind、新时代证券研究所

销售费用率和管理费用率较为稳定,财务费用率下降是收到政府贷款贴息补助冲减财务费用及有息负债减少所致。公司2014-2017年的管理费用率分别为13.97%、15.00%、14.71%、13.92%,销售费用率分别为11.27%、10.89%、10.82%、9.50%,财务费用率分别为3.31%、3.18%、2.54%、1.30%。2018年Q3管理费用率为13.11%,销售费用率为9.41%,财务费用率为1.83%。2017年财务费用率减少为负的主要原因是由于收到政府贷款贴息补助冲减财务费用及有息负债减少。

图20: 2014-2018Q3 三费率情况

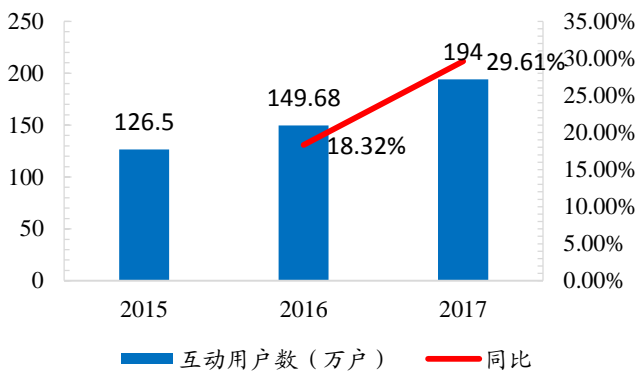
资料来源: wind、新时代证券研究所

收入结构方面商品销售业务比重增长迅速。2018年上半年有线电视网络运营业务营收占比72%;近些年商品销售业务营收有所增加,主要是通过向用户开展多元化商品营销所得。2018年上半年商品销售业务占比相对于2017年提高了1.98%,达到22.39%。

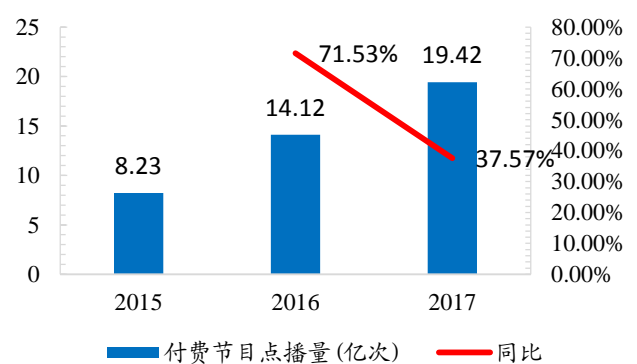
图21: 2014-2018H1 公司业务收入占比

资料来源: 公司公告、新时代证券研究所

增值业务方面, 互动用户数持续增长, 点播量继续增长, 从“量”的角度提高营收。2017 年公司互动用户数量为 194 万户, 同比增长 29.61%; 付费节目点播量为 19.42 亿次, 同比增长 37.57%, ARPU 值出现下滑。

图22: 2015-2017 互动用户数量及增速变化

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图23: 2015-2017 付费节目点播量及增速变化

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.2、公司战略: 巩固主业市场, 持续发力新业务

3.2.1、巩固主业市场, 积极探索新业务

公司持续巩固传统的广电网络运营业务优势, 发力政府信息化、智慧业务并发展多元产业等。

1、提升主业, 巩固传统业务优势

推进“秦岭云”覆盖范围, 升级城市市场。“秦岭云”基于覆盖全省的全光双向网络和互联网交互平台, 提供集高清、4K、VR 视频传输和多媒体跨屏、本地信息、大数据服务、高速互联网接入以及智慧城市、智慧家庭、云存储等新业务形态。

实施“乡村振兴”惠民工程, 发展农村市场。在农村市场, 公司主要从 4 个方面开拓市场: 一是继续落实“广电扶贫·宽带乡村”工程, 由政府为贫困户购买有线电视基本服务, 为贫困村购买 WIFI 热点服务; 二是积极推动“政府购买”, 巩固农村电视用户; 三是全力实施电信普遍服务, 提升农村信息化基础设施; 四是争取“应

急广播”、“百县万村综合文化服务中心示范工程”。

2、重点开拓政务信息化市场

公司紧抓政府、行业、社会信息化机遇，参与全省信息化建设。一是以省大数据集团为据点，从全省大数据产业发展中挖掘新的机会。二是积极争取“雪亮工程”项目；三是积极开展物联网试点，拓展试点区域和营业范围；四是承接市县视频监控项目、综合治理项目、智慧教育项目等基于网络的信息化应用业务。

3、布局智慧社区，开辟转型市场

全面布局智慧社区，通过线上智慧社区平台、线下智慧社区服务中心融合发展，在办理广电业务的基础上，整合社会品牌服务机构，提供物业服务、平安社区、和谐社区、健康医疗、家庭理财、便民服务、社区商家、阳光政务等多项线上智能业务。

4、发展多元产业，培育融合市场

促进互联网金融与广电主业融合。例如 2017 年推出的创新性金融产品“广电 TV 宝”，用户购买“广电 TV 宝”，就能在免费享受“秦岭云”融合业务的同时获得一定的固定收益，进而粘住用户，提升 ARPU 值。子公司协力打造公司内容板块，继续促进智慧终端的推广，开展互联网新零售探索。

3.2.2、持续推进网络优化升级

(1) 优化平台网络。推进光网改造和基础设施建设；优化 FTTH 自动化开通流程；统筹现有资源，实施 OTT 和 DVB 信源整合；上线智能应用和业务开发平台，完成 BOSS2.0、OTT 等能力系统的集成对接，引入可视化开发工具。

(2) 升级端到端网络。完善端到端质量监测、检测体系，建立有效及时的维护机制，提高产品质量，提升安全保障能力。完成与百度、阿里、腾讯、京东以及爱奇艺核心节点等的直连，提升互联互通能力；加强内网建设，优化内外网流量比。

3.2.3、重点推进实施“五大工程”

公司聚焦主业的同时，积极应对新形势，实施“五大工程”。

一是以县级党政集中宣传平台为抓手，丰富秦岭云平台内容应用，实施“主业提升工程”，加快网络升级改造建设，加速推进“秦岭云进万家”活动，建立新型市县宣传融合平台。

二是以社区服务和网格化管理融合发展为抓手，实施智慧社区规模与效益“双提升工程”，争取更多政府政务、民生服务项目落地智慧社区。

三是以“雪亮工程”为抓手，采取合作共享方式，实施“集团业务扩张工程”，打造“链路+平台+应用”的集团业务模式。

四是以广电扶贫、政府购买、应急广播、电信普遍服务等业务融合为抓手，突出特色、整合发力，实施“乡村振兴工程”，形成多业务协同布局的特色化竞争优势。

五是以碑林区物联网试点建设为抓手，实施“物联网示范工程”，通过技术引领和示范带动，为产业转型探索经验。

3.3、发展前景：受益于广电网络整合和 5G，有望实现跨越式发展

公司是全国首家实现“省内一张网”广电运营商，依托陕西省广电网络运营业务，发力政府信息化和智慧业务，业务上初步实现多元化。

目前，国家层面推动全国广电网络的整合，未来省级广电公司将实现互联互通，公司的业务空间有望进一步延伸；同时，今年国网将拿到 5G 牌照，在全国广电网络整合的基础上，公司将有机会直接参与 5G 网络的建设以及未来网络的运营。

我们认为，公司有望借助 5G 及“全国一网整合”契机实现传统业务的突破，布局 5G 新业务，实现跨越式发展。

4、盈利预测：广电网络整合受益标的，首次覆盖予以“推荐”

评级

公司作为全国首家实现“省内一张网”广电运营商，依托陕西省广电网络运营业务，发力政府信息化和智慧业务，业务上初步实现多元化。公司有望借助 5G 及“全国一网整合”契机实现传统业务的突破，迎来跨越式发展。预计公司 2018 年-2020 年归母净利润分别为 1.66/1.91/2.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.24/0.28/0.29 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 47、41 和 39 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	1757	1828	2166	2601	2769	营业收入	2596	2853	3124	3499	4024
现金	701	576	1040	1169	1390	营业成本	1731	1954	2156	2432	2817
应收账款	248	414	311	501	433	营业税金及附加	7	5	6	7	8
其他应收款	25	38	31	46	42	营业费用	281	271	297	332	382
预付账款	151	200	184	247	249	管理费用	382	397	437	507	584
存货	122	149	150	187	203	财务费用	66	37	53	20	18
其他流动资产	510	450	450	451	451	资产减值损失	13	9	9	11	12
非流动资产	4759	5408	5369	5421	5700	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	31	35	42	48	55	投资净收益	7	8	5	6	6
固定资产	3873	4054	4180	4368	4679	营业利润	123	193	171	196	209
无形资产	103	127	127	127	125	营业外收入	18	4	0	1	1
其他非流动资产	752	1192	1020	879	840	营业外支出	8	18	18	5	5
资产总计	6516	7236	7535	8022	8468	利润总额	133	179	166	193	205
流动负债	2714	3108	3350	3834	4236	所得税	-1	3	0	1	1
短期借款	140	530	530	530	530	净利润	134	176	166	191	204
应付账款	1058	1312	1302	1647	1768	少数股东损益	1	0	0	0	0
其他流动负债	1517	1265	1519	1657	1937	归属母公司净利润	133	176	166	191	204
非流动负债	951	1060	886	725	593	EBITDA	748	834	753	838	864
长期借款	903	834	660	499	367	EPS(元)	0.19	0.25	0.24	0.28	0.29
其他非流动负债	48	226	226	226	226						
负债合计	3666	4168	4236	4559	4829	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	49	116	116	116	117	成长能力					
股本	605	605	694	694	694	营业收入(%)	8.8	9.9	9.5	12.0	15.0
资本公积	1153	1151	1151	1151	1151	营业利润(%)	1.0	57.2	-11.4	14.8	6.5
留存收益	1044	1197	1338	1502	1676	归属于母公司净利润(%)	0.0	32.1	-6.0	15.4	6.6
归属母公司股东权益	2802	2953	3183	3347	3523	获利能力					
负债和股东权益	6516	7236	7535	8022	8468	毛利率(%)	33.3	31.5	31.0	30.5	30.0
						净利率(%)	5.1	6.2	5.3	5.5	5.1
						ROE(%)	4.7	5.7	5.0	5.5	5.6
						ROIC(%)	4.3	5.3	4.2	4.4	4.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	56.3	57.6	56.2	56.8	57.0
						净负债比率(%)	25.0	28.0	9.6	0.8	-8.7
						流动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						速动比率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
						应收账款周转率	14.1	8.6	8.6	8.6	8.6
						应付账款周转率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.19	0.25	0.24	0.28	0.29
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.29	1.50	1.45	1.89
						每股净资产(最新摊薄)	4.04	4.26	4.59	4.83	5.08
						估值比率					
						P/E	58.81	44.51	47.34	41.01	38.47
						P/B	2.80	2.65	2.46	2.34	2.22
						EV/EBITDA	11.56	10.8	11.3	9.8	9.1

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	654	665	1039	1009	1314
净利润	134	176	166	191	204
折旧摊销	568	585	554	627	651
财务费用	66	37	53	20	18
投资损失	-7	-8	-5	-6	-6
营运资金变动	-122	-149	271	176	447
其他经营现金流	15	24	0	0	0
投资活动现金流	-1025	-799	-509	-674	-924
资本支出	814	1094	-46	46	272
长期投资	-213	87	-7	-7	-7
其他投资现金流	-424	382	-562	-635	-659
筹资活动现金流	777	9	-66	-206	-168
短期借款	-480	390	0	0	0
长期借款	230	-69	-174	-161	(132)
普通股增加	42	0	89	0	0
资本公积增加	720	-2	0	0	0
其他筹资现金流	265	-310	20	-46	-36
现金净增加额	405	-125	464	129	222

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/>