

广播与电视

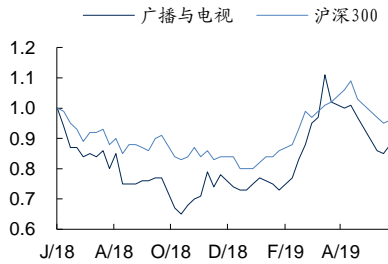
广电行业专题

中性

(维持评级)

2019年06月14日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

- 《5G 行业专题研究: 5G 渐近, 推荐有线电视板块及通信行业龙头公司》——2019-03-22
- 《三网融合专题研究: 通往“3+1”之路》——2010-09-20
- 《三网融合试点方案快评: 三网融合试点方案利好广电, 超出预期》——2010-06-08
- 《加快推进三网融合政策点评: 三网融合加速有线网络跨区域整合》——2010-01-14

证券分析师: 张衡

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

证券分析师: 侯帅楠  
电话: 021-60875168  
E-MAIL: houshuainan@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090001

独立性声明:

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

行业专题

康卡斯特离我们有多远?

● 康卡斯特成长史

康卡斯特公司成立于 1963 年, 初创时主营业务为有线电视通信服务, 经过多年的发展和数次并购, 公司已建立起涵盖有线电视通信 (58%)、有线电视网络 (12%)、广播电视 (12%)、影视娱乐 (8%)、主题公园 (6%) 和 SKY (5%) 的娱乐传媒王国, 最新市值达 1900 亿美元。在康卡斯特成立以来的近 60 年间, IT 技术发生了多次重大升级, 视频收看习惯也从电视时代向互联网时代转移; 而康卡斯特在技术变革中不断突破业务边界, 是造就传媒王国的重要原因。

● 电视用户下降趋势下康卡斯特做了什么?

1) 《新电信法》下“混业政策”打破经营边际, 康卡斯特宽带业务迅速发展。1996 年《新电信法》打破电信业、广电业间的壁垒。混业经营后, 康卡斯特宽带业务成长迅速, 市场渗透率由 1999 年的 4% 增长至 44% (2016 年末), 2018 年康卡斯特宽带业务收入已与视频业务相当, 收入占比达到 18%, 有效平滑了视频服务收入增长停滞的风险。此外, 康卡斯特还以“融合套餐”形式推出 4G 移动通信业务, 并积极酝酿 5G 服务。2) 协同发展云平台及智能家庭服务。2014 年康卡斯特首次推出了“Xfinity Home”品牌, 开始发展智能家居产品并同时通过双向有线电视网络、宽带以及 MVNO 网络提供相关服务, 目前已成为智慧家庭领域 TOP4 公司。2018 年末康卡斯特拥有家庭安防及智慧家庭用户数 132 万户, 同比增长 16%, 与其 2000 多万家庭宽带用户的总量相比, 市场空间依然巨大。

● 5G 渐近, 广电成新军, 关注智慧广电及高清视频领域

与美国广电行业相比, 我国广电业与电信业“混业经营”政策滞后 (2016 年国网公司获得《基础电信业务经营许可证》, 错过宽带高速发展期) 以及电网在省级层面割据, 造成我国有线电视运营商 (各地方广电公司) 收入依然单一。

当前, 在 5G 落地、全国一张网整合及高清视频政策推动的大背景下, 广电系公司在智慧广电及高清视频领域有望弯道超车。2019-20 年将是 5G 商用的元年, 中国、韩国、美国、日本在 5G 竞备中处于第一梯队, 中国三大运营商均预计在 2019 年内开启 5G 的预商用, 而广电有望获得 5G 牌照将会对广电系公司的通信类业务带来巨大变革。我们认为, 随着 5G 商用, 广电系公司有望涅槃重生, 在智慧广电融合业态 (智慧家庭、安防等)、高清视频领域存在落地性机遇。

● 投资建议: 广电系公司全年投资机会凸显

受互联网视频及 IPTV、OTT 双重压力, 广电行业用户数持续流失; 受制于政策滞后影响, 国内广电系公司宽带业务开展滞后, 发展亦阻力较大。获取 5G 牌照叠加近期高清视频政策推动, 均有助于有线运营商切入万亿级电信服务市场并显著丰富广电行业产品矩阵, 推荐关注有线板块相关公司贵广网络、华数传媒、歌华有线、江苏有线、湖北广电、广西广电、东方明珠等。

● 风险提示: 宏观经济风险、整合进度不及预期、用户流失风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS (元) TTM	PE TTM
600996	贵广网络	买入	10.15	10582	0.30	33.89
000156	华数传媒	增持	11.32	16226	0.50	22.63

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 内容目录

康卡斯特成长史 .....	4
如何深度理解康卡斯特庞大的业务体系? .....	6
美国广电行业的基本结构 .....	7
康卡斯特业务详览 .....	9
电视用户下降趋势下康卡斯特做了什么? .....	14
《新电信法》下“混业政策”打破经营边际，宽带业务迅速发展成为新支柱 .....	14
协同发展云平台及智能家庭服务 .....	17
再看 5G 时代广电系公司涅槃机会 .....	18
中美广电行业对比 .....	18
混业政策滞后，国内广电公司基础电信业务拓展落后 .....	21
三网融合+5G 先行，智慧广电及高清视频领域有望弯道超车 .....	23
投资建议：广电系公司全年投资机会凸显 .....	32
广电系上市公司经营指标对比 .....	33
风险提示 .....	36
国信证券投资评级 .....	37
分析师承诺 .....	37
风险提示 .....	37
证券投资咨询业务的说明 .....	37

## 图表目录

图 1: 康卡斯特业务全景 .....	5
图 2: 2011-2018 康卡斯特主营业务收入分布变化 (亿美元) .....	6
图 3: 2011-2018 康卡斯特主营业务收入分布 .....	6
图 4: 美国广播电视行业基本结构 .....	7
图 5: 地方电视台、广播电视网和有线电视频道网之间的关系 .....	7
图 6: 广播电视网、地方电视台及多频道传输商之间的盈利模式安排 .....	8
图 7: 康卡斯特核心业务的产业链位置 .....	9
图 8: 康卡斯特有线电视通信业务覆盖范围 .....	9
图 9: 2019 年底美国 VoIP 电话主要提供商用户数对比 .....	11
图 10: 康卡斯特高速互联网业务用户数变化 .....	14
图 11: 康卡斯特高速互联网技术升级路线 .....	15
图 12: 康卡斯特高速互联网业务收入变化 (百万美元) .....	15
图 13: 康卡斯特视频服务业务收入变化 (百万美元) .....	15
图 14: 康卡斯特有线电视通信业务细分收入分布 .....	16
图 15: 康卡斯特 4G 套餐情况及同业对比 .....	16
图 16: xFi pods 产品图 .....	17
图 17: 康卡斯特 XFINITY HOME 平台示意 .....	17
图 18: 康卡斯特家庭安防及智慧家庭用户数变化 (千人) .....	18
图 19: 康卡斯特在电信业及广电全产业链的扩张 .....	18
图 20: 2017 年全国有线电视收入结构 .....	20
图 21: 我国广电体系 .....	20
图 22: 2015-2018 全国有线电视用户数 (亿) 及增速 .....	21
图 23: 2015-2018 全国有线电视营业收入 (亿) .....	21
图 24: 美国有线电视传输市场份额分布 .....	22
图 25: 美国宽带市场份额分布 .....	22
图 26: 康卡斯特 66% 以上的客户同时订购 2 项以上产品 .....	22
图 27: 2015-2018 电信运营商宽带用户数及覆盖率 .....	23
图 28: 2015-2018 广电有线宽带用户数及覆盖率 .....	23
图 29: 广电企业宽带用户数与电信运营商对比 .....	23
图 30: 我国有线电视双向网覆盖率 .....	26

图 31:	有线电视行业收入增速持续下滑 .....	27
图 32:	2016 年有线电视行业与三大运营商总收入对比 .....	27
图 33:	5G 时代应用场景丰富 .....	27
图 34:	ITU-R 对 5G 三大应用场景的定义 .....	28
图 35:	5G 将丰富网络场景应用, 实现万物互联 .....	28
图 36:	贵广网络基于广电云平台建设的“智慧广电+”应用案例 .....	29
图 37:	视频监控业务 .....	30
图 38:	雪亮工程 (公共安全视频监控) .....	30
图 39:	提供直播卫星电视的区域维护服务 .....	32
图 40:	推动 4K 传输和覆盖 .....	32
图 41:	高清视频会议系统网络架构 .....	32
图 42:	2017 年全国有线电视收入结构 .....	34
图 43:	广电行业有线电视、高清电视、宽带用户数 .....	35
图 44:	广电行业 ARPU 情况 (元) .....	35
图 45:	广电行业 ARPU 情况 (元) .....	35
图 46:	广电行业双向网改情况 .....	36
表 1:	康卡斯特并购史 .....	4
表 2:	美国电视行业经营主体举例 .....	8
表 3:	康卡斯特有线电视通信业务用户数据 .....	10
表 4:	美国市场主要宽带运营商用户数及网络速率 (截止 2018H1) .....	10
表 5:	康卡斯特旗下有线电视频道 .....	11
表 6:	美国五大电视网覆盖情况 .....	12
表 7:	2018 年美国电影制片公司市场份额分布 .....	12
表 8:	康卡斯特历史票房 TOP10 影片 .....	13
表 9:	2016 年末智慧家庭市场竞争格局 .....	18
表 10:	美国传媒及电信行业政策在 1980s 后全面放松 .....	19
表 11:	国内广电系上市公司主营构成 .....	19
表 12:	中美广电产业对比 .....	21
表 13:	1997-2007: 制播分离、台网分离后, 三网融合首次出现萌芽 .....	24
表 14:	2008-2015: 数字化基本完成, 成立国网公司推进三网融合 .....	25
表 15:	2016 年至今: 双向网改造基本完成, 5G+广电三网融合升级发展 .....	26
表 16:	5G 在性能上的提升 .....	30
表 17:	《计划》中涉及广电板块的内容一览 .....	31
表 18:	数字互动电视、IPTV 及 OTT 的区别 .....	31
表 19:	同业可比公司情况 .....	33
表 20:	国内广电系上市公司主营构成 .....	34
表 21:	同业可比公司情况 .....	36

## 康卡斯特成长史

康卡斯特公司成立于 1963 年，初创时主营业务为有线电视通信服务。经过多年的发展和数次并购，公司已建立起涵盖有线电视通信、广播电视网、有线电视、数字媒体、影视娱乐、主题公园等多业务的娱乐传媒王国。

我们将康卡斯特并购扩张战略分为三个层次：广播电视类核心业务持续扩张，通信业务及媒体娱乐业务两翼齐飞。

**1) 广播电视类核心业务持续扩张：**1986 年至 2018 年，康卡斯特通过 14 起并购持续巩固和扩张广播电视类业务；2002 康卡斯特成为美国第一大有线电视运营商，2013 年完成对 NBC 全球的收购后拥有了五大电视网之一的 NBC 电视网，2018 年通过收购欧洲付费电视巨头 Sky 进军欧洲市场。

**2) 发展通信类业务：**1988 年开始，康卡斯特陆续并购 American Cellular Network、Metro Phone、AMECLL 等通信资产，在 1996 年《新通信法》打破电信业、媒体娱乐业边界后，康卡斯特在高速互联网、语音通话等通信业务领域迅速发展；2014 年以来，康卡斯特在家庭安防及智慧家庭领域相关的物联网技术领域持续布局，推出“Xfinity Home”品牌及“X1”AI 遥控工具，并陆续收购物联网相关公司 Watchwi、Stringify 以及 AI 网络安全公司 BluVector，目前已成为智慧家庭领域 TOP4 公司。

**3) 发展媒体娱乐业务：**2006 年以来康卡斯特频繁布局媒体娱乐业务，2006-2008 年间陆续收购视频娱乐软件公司 Platform 和 Fandango，2009 年康卡斯特收购 NBC 全球 51% 的股份，2013 年收购 NBC 全球剩余 49% 的股权，2016 年收购动画制作公司梦工厂。

表 1：康卡斯特并购史

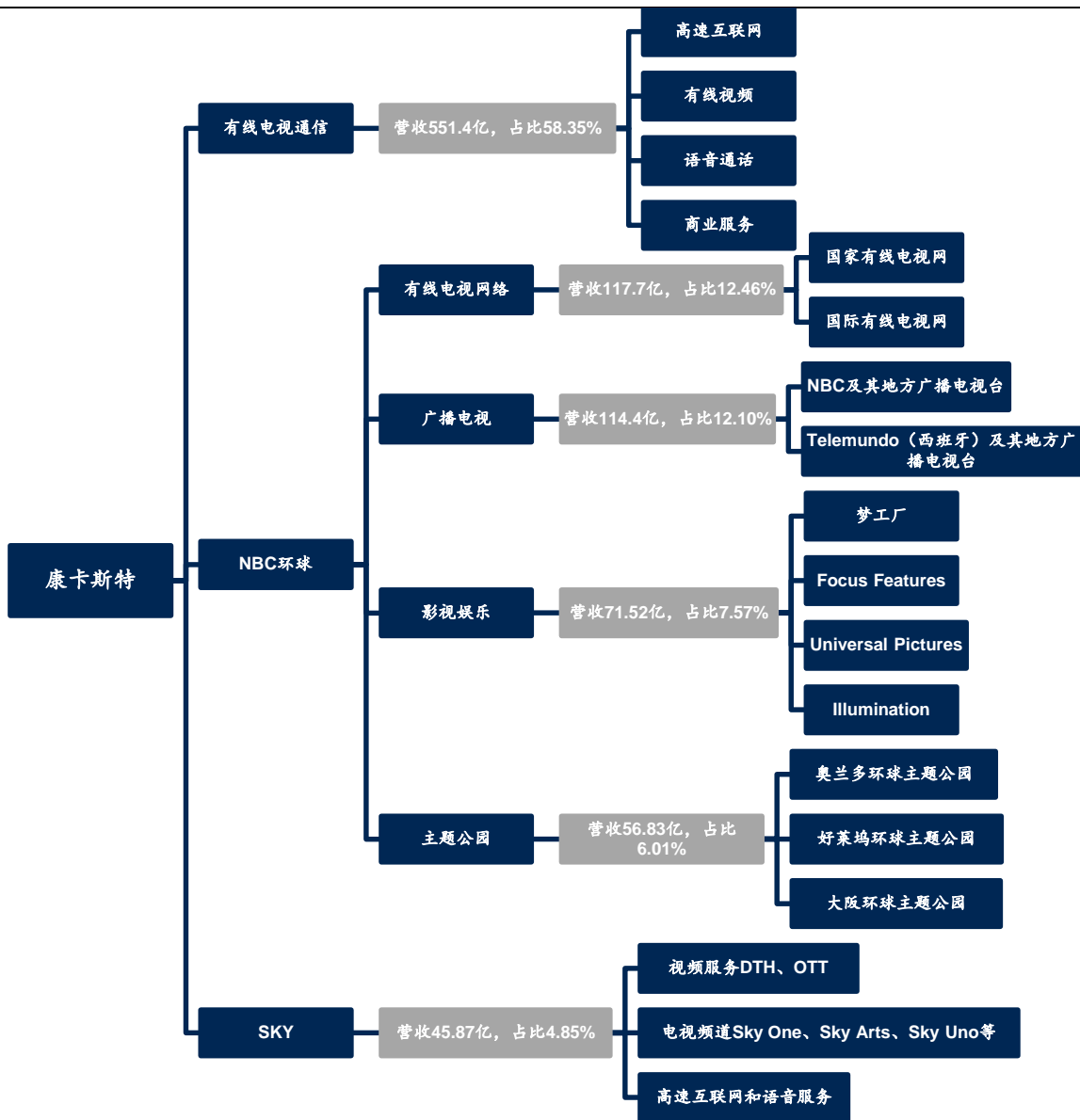
时间	并购事件	金额 (美元)	标的资产业务
1986	购入 Group W 公司 25% 股权，公司规模扩大一倍		广播电视
1988	购入 Storer Communication 50% 股票，成为全美第 5 大有线电视运营商		广播电视
1988	收购 American Cellular Network		无线通信
1990	并购 Metro Phone 公司		通信
1992	与 AMECLL 进行资产合并		通信
1994	收购 Maclean-Hunter 美国资产		广播电视
1995	收购 E.W. Scripps Cable		广播电视
1997	与迪士尼合作控股 E-Entertainment		媒体娱乐
1998	收购 Jones Intercable		媒体娱乐
1998	收购 Prime Communication		零售
1999	收购 Great Media Inc		广播电视
2000	收购 Lenfest Communication		广播电视
2002	收购 AT&T 旗下 Broadband Cable Systems 所有资产	475 亿	广播电视
2002	收购国家数字电视中心		广播电视
2004	公司收购华特迪士尼公司失败		——
2005	与索尼电影公司共同收购 MGM		广播电视
2006	收购软件公司 Platform		媒体娱乐
2006	收购 Patroit Media	4.8 亿	通信
2007	收购 Fandango	2 亿	媒体娱乐
2008	收购 DailyCandy	1.25 亿	媒体娱乐
2009	收购 GE 旗下的 NBC 全球 51% 的股份	138 亿	广播电视、媒体娱乐、主题公园
2013	从 GE 手上收购 NBC 全球余下 49% 股权，花费 167 亿美元	167 亿	广播电视、媒体娱乐、主题公园
2014	拟斥资 452 亿美元收购华纳有线，2015 年放弃		——

2016	收购梦工厂	38 亿	媒体娱乐
2017	收购 Watchwith		通信 (物联网)
2017	收购 Stringify		通信 (物联网)
2017	IControl Networks		通信 (智能家居)
2018	收购 Wilco Electronic Systems		广播电视
2018	收购欧洲付费电视巨头 Sky 电视台 75%股份	400 亿	海外广播电视
2019	收购 BluVector		人工智能、网络安全

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

目前康卡斯特业务已形成六大板块：有线电视通信、有线电视网络、广播电视、影视娱乐、主题公园和 SKY。并购整合后，康卡斯特广播电视业务与 NBC 环球整合，梦工厂业务并入 NBC 环球影视娱乐业务板块，因此目前 NBC 环球体系内包含有线网络、广播电视、影视娱乐和主题公园四个业务板块。

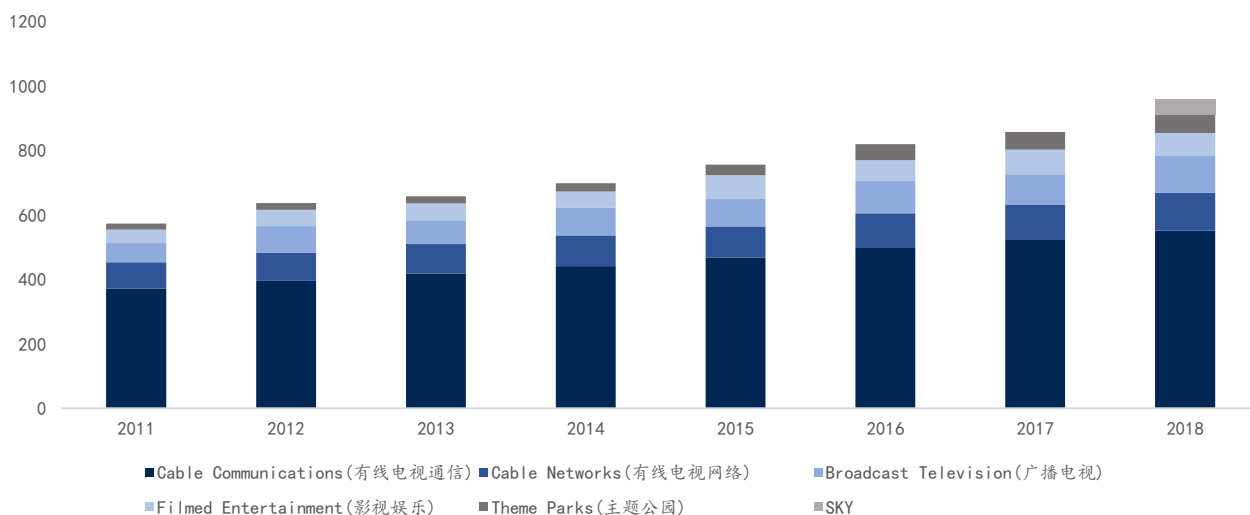
图 1：康卡斯特业务全景



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

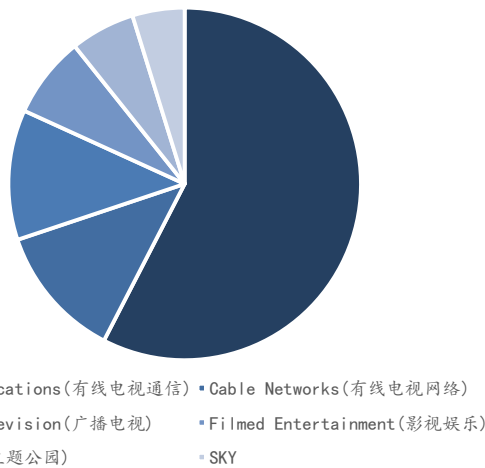
2018年，康卡斯特有线电视通信业务营业收入551.4亿美元，占比58.35%；有线电视网络业务营收117.7亿美元，占比12.46%；广播电视业务营收114.4亿美元，占比12.10%；影视娱乐业务营收71.52亿美元，占比7.57%；主题公园业务营收56.83亿美元，占比6.01%；SKY营业收入45.87亿美元，占比4.85%。

图 2： 2011-2018 康卡斯特主营业务收入分布变化（亿美元）



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 3： 2011-2018 康卡斯特主营业务收入分布



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

### 如何深度理解康卡斯特庞大的业务体系？

我们前文提到，康卡斯特业务板块包含有线电视通信、有线电视网络、广播电视、影视娱乐、主题公园和SKY。有线电视通信、有线电视网络、广播电视三大业务间的区别是什么呢？首先需要了解美国电视行业的基本结构。

### 美国广电行业的基本结构

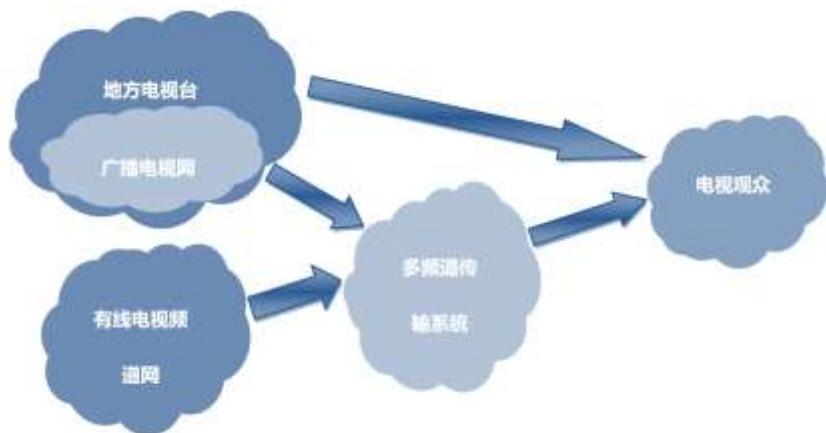
图 4： 美国广播电视行业基本结构



资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理

从行业上游到行业下游，参与者包括内容商、发行渠道、传输商三个节点。1) 内容商负责产生创意、并将这些创意制作成电视节目；主要参与者包括综合传媒公司旗下的广播电视网、有线电视频道网以及独立制片商等。2) 发行渠道的任务是购买或自制电视节目，并把他们打包、编排在一起，形成一个个电视频道，或者更准确地说一个个视频流；主要参与者包括广播电视网、地方电视台和有线电视频道网。3) 内容传输商的任务则是将发行渠道已经编排好的视频流传送出去，使其被观众接收到，以多频道传输体系为主。

图 5： 地方电视台、广播电视网和有线电视频道网之间的关系



资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理

因此，美国电视行业参与主体包括：广播电视网、地方电视台、有线电视频道网和多频道视频内容传输商。1) 地方电视台是电视行业中最基本的单元，它们分布在全国各地，通过电视频道的形式将电视节目内容传播到各自所覆盖市场中的家庭；美国的商业电视台数量大约是 1800 个，另外还有数百家公共电视台、教育电视台和宗教电视台等。2) 广播电视网是为大量地方电视台同时提供电视节目的机构，在美国，主要的广播电视网有哥伦比亚广播电视网 (CBS)、美国广播电视网 (ABC)、全国广播电视网 (NBC)、福克斯广播电视网 (FOX) 和哥伦比亚-华纳兄弟广播电视网 (CW) 五家，他们各自有 200 多家附属电视台，分布在 211 个电视市场中，电视网的附属电视台在大部分时间里会播放其所属广播电视网为其提供的电视节目；尽管每家地方电视台的覆盖范围都仅限

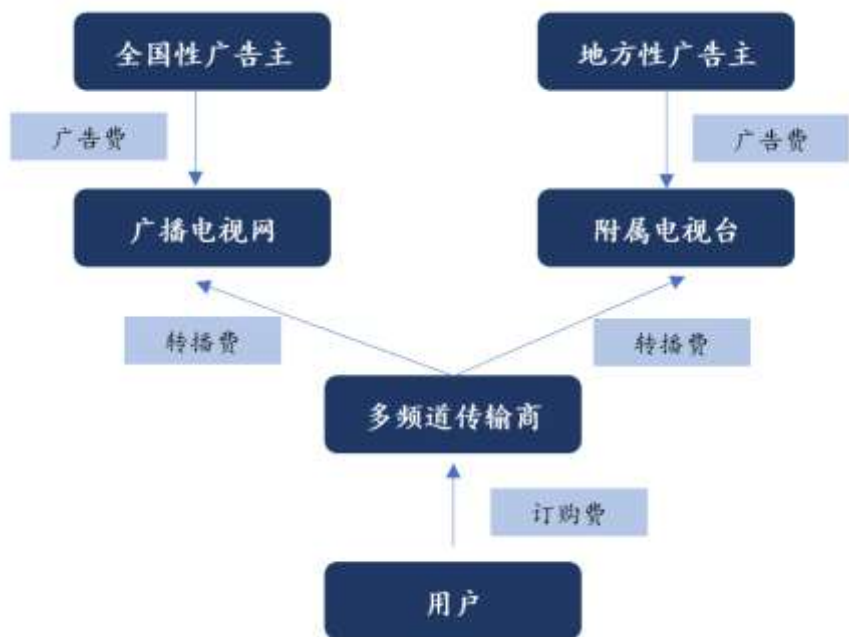
于它所在的市场，但由于一家广播电视网通常在 211 个电视市场中的每一个都有一家附属电视台，广播电视网可以实现其电视节目的全国覆盖。**3) 有线电视频道网**同样是可以为全国范围内的观众提供电视节目，但和广播电视网不同，有线电视频道网无需借助众多的附属电视台就可以实现全国覆盖，因为它可以利用布满全国的有线传输网络。全国范围内的广播电视网只有五家，而同样可以覆盖全国的有线电视频道网有成百上千家，例如著名的 CNN 有线新闻频道、ESPN 体育频道、Discovery 探索频道等。广播电视网与有线电视频道网之间的区别不在于传输方式，而在于其提供的内容，后者多是专业性频道。**4) 多频道视频内容传输商**是电视信号的传输商，它们所依赖的不是传统的地面无线广播传输，而是信号更稳定、可传输数据量更大的新型数据传输系统。根据传输技术的不同，可以分为三类：一类是有线电视运营商，依靠在全国范围内铺设的同轴线缆网络传输电视信号；一类是卫星电视运营商，依靠卫星直接入户技术传输电视信号；一类是电信运营商，依靠光纤网络传输电视信号。对于普通用户来说，三类运营商提供的视频传输服务基本是同质的，既包括有线电视频道，也包括地面电视台频道，还包括其他数字电视服务等。

表 2: 美国电视行业经营主体举例

内容商	广播电视网	有线电视频道	多频道传输体系		
			有线电视运营商	卫星运营商	电信运营商
二十世纪福克斯	CBS	Discovery	康卡斯特	直接电视 (Direct TV)	AT&T
华纳兄弟	ABC	ESPN	时代华纳	回声公司	Verizon
环球影业	NBC	CNN	.....	.....	.....
CBS 工作室	FOX	MTV			
.....	CW	.....			

资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理

图 6: 广播电视网、地方电视台及多频道传输商之间的盈利模式安排



资料来源：各公司年报，国信证券经济研究所整理



### 康卡斯特业务详览

对应美国电视产业链来看，康卡斯特有线电视通信业务在产业链中扮演“传输商”的角色；有线电视网络业务对应的是“有线电视频道网”，是产业链中是“发行渠道商”；广播电视业务对应的是“广播电视网”，在产业链中也是“发行渠道商”的角色；影视娱乐业务对应的是内容商角色。

图 7：康卡斯特核心业务的产业链位置



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

**1) 有线电视通信 (Cable Communications):** 美国最大的有线电视运营商康卡斯特的有线电视通信业务不但提供视频服务传输，还提供高速互联网、语音通话、家庭安防及智慧家庭等服务给住宅和商业用户，采用“Xfinity”品牌。康卡斯特有线服务的收入主要来自于认购其有线服务的住宅和商业用户的订阅费，捆绑服务和广告销售的相关费用。截至 2018 年底，康卡斯特有线共有 3030 万用户，包括 2800 万住宅客户和 230 万商业客户，覆盖了 5700 多万个家庭和企业，渗透率为 53%；康卡斯特是美国最大的高速互联网、视频、语音、家庭安防及智慧家庭提供商之一。

图 8：康卡斯特有线电视通信业务覆盖范围



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

**表 3: 康卡斯特有线电视通信业务用户数据**

(in thousands, except per customer amounts)	Total Customers			Net Additional Customers		
	2018	2017	2016	2018	2017	2016
<b>Customer relationships</b>						
Residential customer relationships	28,046	27,168	26,533	878	635	705
Business services customer relationships	2,303	2,179	2,044	123	135	157
Total customer relationships	30,349	29,347	28,577	1,002	770	862
Average monthly total revenue per customer relationship	\$ 153.95	\$ 152.70	\$ 149.75			
Average monthly Adjusted EBITDA per customer relationship	\$ 62.67	\$ 60.62	\$ 59.26			
<b>Residential customer relationships mix</b>						
Single product customers	9,074	8,196	7,756	878	439	110
Double product customers	9,092	9,056	8,797	36	259	319
Triple and quad product customers	9,880	9,916	9,980	(36)	(64)	277
<b>High-speed internet</b>						
Residential customers	25,097	23,863	22,827	1,234	1,036	1,218
Business services customers	2,125	2,006	1,874	120	132	155
Total high-speed internet customers	27,222	25,869	24,701	1,353	1,168	1,373
<b>Video</b>						
Residential customers	20,959	21,303	21,488	(344)	(186)	103
Business services customers	1,027	1,054	1,019	(27)	35	57
Total video customers	21,986	22,357	22,508	(370)	(151)	161
<b>Voice</b>						
Residential customers	10,153	10,316	10,546	(163)	(231)	110
Business services customers	1,297	1,236	1,140	60	96	101
Total voice customers	11,449	11,552	11,687	(103)	(135)	211
<b>Security and automation</b>						
Security and automation customers	1,317	1,131	891	186	239	279

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

### ■ 视频服务

康卡斯特有线通过高清机顶盒为客户提供高分辨率的图像、音频和宽屏格式, 并提供多种高清节目选择, 包括主要广播电视网、国家和地区有线电视网以及网络节目。截至 2018 年底, 2100 万居民用户订阅了康卡斯特视频服务。

### ■ 高速互联网服务

康卡斯特有线提供高速互联网服务, 其下游速度可达每秒 1 千兆位 (Gbps), 光纤速度可达每秒 2 千兆位。截至 2018 年底, 包括居民用户和商业用户在内, 共有 2722 万用户订阅了康卡斯特高速互联网服务。

**表 4: 美国市场主要宽带运营商用户数及网络速率 (截止 2018H1)**

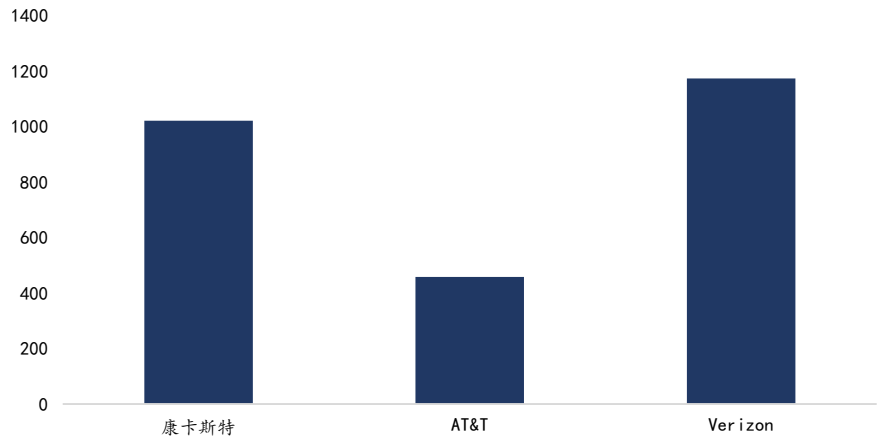
宽带运营商	用户数 (万)	网络速率 (Mbps)
康卡斯特	2650.9	25-2000
Charter	2462.2	100-1000
AT&T	1577.2	18-1000
Verizon	695.6	0.5-1000
Altice USA	408.21	400-1000
CenturyLink	550.6	140-1000

资料来源: Leichtman Research Group, 国信证券经济研究所整理

■ 语音通话服务

康卡斯特有线根据互联网语音协议（“VoIP”）技术提供语音服务，提供无限制或基于使用情况的本地和国内长途呼叫。截至 2018 年底，有 1020 万家庭用户和 130 万商业用户订购了语音服务。截至 2018 年底，公司在 VoIP 领域主要竞争对手 AT&T 拥有 458 万 VoIP 用户，Verizon 则拥有 1173 万 VoIP 用户。

图 9： 2019 年底美国 VoIP 电话主要提供商用户数对比



资料来源: Leichtman Research Group, 国信证券经济研究所整理

■ 商业服务

康卡斯特为商务服务客户提供的高速互联网服务可提供高达 1 Gbps 的下游速度和高达 10 Gbps 的光纤速度的宽带服务。小型企业服务主要包括高速互联网服务，以及语音和视频服务，类似于向住宅客户提供的服务。

此外，康卡斯特还提供视频监控解决方案和基于云的服务，提供文件共享、在线备份和 Web 会议等功能。企业服务主要提供给《财富》1000 强企业和其他大型企业。

2) 有线电视网络 (Cable Communications)

康卡斯特有线电视网络业务主要包括国家有线电视网，国际有线网和有线电视工作室生产运营等，其收入主要来自其节目的发行和广告销售。NBC 环球的有线电视工作室负责开发和制作其有线电视网络的原始内容。同时，NBC 环球还在美国和国际上向多频道视频提供商销售和分销有线网络节目，其中包括传统的有线节目，也包括视频点播服务平台，如亚马逊、Hulu 和 Netflix 等。

表 5： 康卡斯特旗下有线电视频道

Cable Network	Description of Programming
USA Network	General entertainment
E!	Entertainment and pop culture
Syfy	Imagination-based entertainment
MSNBC	News and information
CNBC	Business and financial news
Bravo	Entertainment, culture and arts
NBC Sports Network	Sports
Oxygen	Crime, mystery and suspense for women
Golf Channel	Golf competition and golf entertainment
Universal Kids	Children's entertainment
The Olympic Channel	Olympic sports events and Olympic-themed original content
CNBC World	Global financial reviews

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

### 3) 广播电视 (Broadcast Television)

康卡斯特的广播电视业务主要由 **NBC 广播电视台、NBC 地方广播电视台、Telemundo 广播电视台、Telemundo 地方广播电视台** 四块组成。NBC 广播电视台通过美国 200 多个附属电视台向几乎所有美国电视家庭的观众传播娱乐、新闻和体育节目。NBC 旗下共有 11 家附属地方广播电视台，覆盖总计达到约 3200 万美国电视家庭，约占美国电视家庭的 29%。**Telemundo 是一家拉美裔媒体公司**，在美国和国际上生产、收购和分销西班牙语内容。Telemundo 的业务包括 Telemundo 网络和 28 家地方广播电视台。Telemundo 网络拥有 2026 年国际足联世界杯足球赛的西班牙语美国广播权。截至 2018 年末，Telemundo 市场份额达到美国拉美裔电视家庭的约 70%。

表 6: 美国五大电视网覆盖情况

电视网	CBS	ABC	NBC	FOX	CW
直属电视台	14	8	11	17	0
附属电视台	215	244 (2018 年 9 月)	226	223	204
覆盖家庭数 (百万户)	112.65	112.65	112.77	113.00	109.64
全国覆盖率	97.2%	97.2%	97.3%	97.5%	94.6%

资料来源: BIA, 国信证券经济研究所整理

### 4) 影视娱乐 (Filmed Entertainment)

康卡斯特的影视娱乐部门主要在全球生产、收购、营销和分销电影娱乐内容。电影由电影娱乐部门单独制作，并与其他制片厂或制作公司以及其他实体联合制作，电影制作的主要部门有**梦工厂, Universal Pictures, Illumination 和 Focus Features**。电影主要通过 NBC Universal 自己的营销和分销业务在全球销售和分销。电影娱乐部分的内容包括戏剧电影、视频电影及其电影库，其中包括 5000 多部不同类型的电影。

表 7: 2018 年美国电影制片公司市场份额分布

Rank	Distributor	Market Share	Total Gross	Movies Tracked	2018 Movies
1	<b>Buena Vista</b>	<b>26.0%</b>	\$3,092.4	13	10
2	<b>Warner Bros.</b>	<b>16.3%</b>	\$1,940.7	49	38
3	<b>Universal</b>	<b>14.9%</b>	<b>\$1,771.9</b>	<b>23</b>	<b>21</b>
4	<b>Sony / Columbia</b>	<b>10.9%</b>	\$1,304.3	28	23
5	<b>20th Century Fox</b>	<b>9.1%</b>	\$1,082.3	17	12
6	<b>Paramount</b>	<b>6.4%</b>	\$757.0	12	10
7	<b>Lionsgate</b>	<b>3.3%</b>	\$388.9	20	19
8	<b>STX Entertainment</b>	<b>2.3%</b>	\$269.6	10	8

资料来源: Box Office Mojo, 国信证券经济研究所整理

注: 票房单位为百万美元

**表 8: 康卡斯特历史票房 TOP10 影片**

Rank	Movie Title (click to view)	Studio	Total Gross / Theaters		Opening / Theaters		Open
1	Jurassic World	Uni.	\$652,270,625	4,291	\$208,806,270	4,274	6/12/15
2	Jurassic World: Fallen Kingdom	Uni.	\$417,719,760	4,485	\$148,024,610	4,475	6/22/18
3	The Secret Life of Pets	Uni.	\$368,384,330	4,381	\$104,352,905	4,370	7/8/16
4	Despicable Me 2	Uni.	\$368,061,265	4,003	\$83,517,315	3,997	7/3/13
5	E.T.: The Extra-Terrestrial	Uni.	\$359,197,037	1,778	\$11,835,389	1,103	6/11/82
6	Jurassic Park	Uni.	\$357,067,947	2,566	\$47,026,828	2,404	6/11/93
7	Furious 7	Uni.	\$353,007,020	4,022	\$147,187,040	4,004	4/3/15
8	Minions	Uni.	\$336,045,770	4,311	\$115,718,405	4,301	7/10/15
9	Meet the Fockers	Uni.	\$279,261,160	3,554	\$46,120,980	3,518	12/22/04

资料来源: Box Office Mojo, 国信证券经济研究所整理

### 5) 主题公园 (Theme Parks)

主题公园的收入主要来自门票销售和游客消费, 以及知识产权授权使用费。NBC 环球主题公园主要包括位于奥兰多环球主题公园、好莱坞环球主题公园和日本大阪的环球主题公园。北京环球主题公园正在建设中, 将于 2021 年开放。

### 6) SKY

2018 年, 康卡斯特击败竞争对手 21 世纪福克斯, 以 400 亿美元收购欧洲付费电视巨头 Sky 电视台 75% 股份。收购完成后, 康卡斯特可以掌控英国、爱尔兰、奥地利、德国和意大利约 2300 余万家庭的付费电视网络。康卡斯特在广播, 电影发行, 体育和原创内容制作能力上进一步提升。

**Sky 是欧洲领先的娱乐公司, 业务主要包括提供视频、高速互联网、语音和无线电话服务。**Sky 的大部分收入来自其直接面向消费者的视频业务, 该业务拥有 2360 万零售客户。Sky 拥有多种付费电视频道, 提供娱乐、新闻、体育和电影等多种内容, 这些频道同时向第三方视频提供商授权, 通过第三方视频提供商覆盖了另外 400 万户家庭。

#### ■ 视频服务

**Sky 的视频服务主要包括家庭 DTH 视频服务和 OTT 视频服务。**DTH 服务通过卫星传输和宽带连接提供, 并在英国、爱尔兰、意大利、德国和奥地利销售。此外, 它还提供了 OTT 视频服务, 通过互联网提供视频内容。Sky 的 DTH 视频服务以套餐的形式直接出售给客户, 基本套餐包括英国和爱尔兰约 170 个付费电视频道, 意大利约 84 个频道, 德国和奥地利约 44 个频道。儿童、体育、电影和高清节目的专业等级可收取额外费用。Sky 的视频服务还为某些现场体育赛事提供付费观看节目。

#### ■ 电视频道

**Sky 旗下的娱乐频道包括英国和爱尔兰的 Sky One、Sky Arts 和 Sky Atlantic; 意大利的 Sky Atlantic、Sky Uno 和 Sky Arte 等。**它还拥有体育频道和电影频道, 包括家庭和儿童电影频道, 新闻频道, 体育频道。Sky 拥有英国对 2022 年英超足球赛的转播权, 德国对德甲和欧洲足球联合会的转播权, 以及意大利对 2021 年英超足球赛的转播权。Sky 也在投资原创剧集, 并销售给其他市场。除了将其频道作为其视频服务的一部分, Sky 还在第三方平台上分销其部分频道, 从而获得收入。

#### ■ 高速互联网和语音服务

**Sky 在英国和爱尔兰提供高速互联网和语音服务。**Sky 提供家庭光纤 (“ftth”),

机柜光纤和标准铜数字用户线（“DSL”）宽带服务，英国和爱尔兰的平均下载速度分别为 63 Mbps 和 1 Gbps。Sky 作为一家虚拟移动运营商，在租用 Telefónica 的无线电接入的同时，使用自己的核心光纤网络向英国客户提供无线电话服务。Sky 的视频、高速互联网、语音和无线电话服务可以单独出售或捆绑出售。

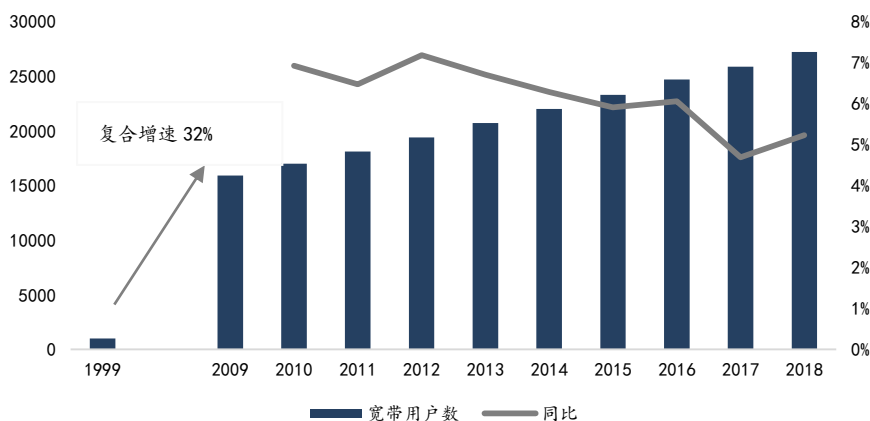
## 电视用户下降趋势下康卡斯特做了什么？

在美国，同样面临来自电信运营商、网络视频运营商的严峻的市场竞争压力，以 Comcast 为代表的美国有线电视运营商采取多种举措以增强自身竞争力、最大化利用自身庞大的有线电视通信网络，其中之一就是结合市场需求不断开发新的智慧家庭解决方案。康卡斯特新业务布局，主要包括宽带网络（移动通信）、云平台（智慧家庭）两个方面。

**《新电信法》下“混业政策”打破经营边际，宽带业务迅速发展成为新支柱**  
1996 年《新电信法》取消跨媒介经营壁垒，打破电信业、传媒业与其他产业之间的壁垒。

**混业经营后，康卡斯特宽带业务（高速互联网服务）成长迅速，市场渗透率由 1999 年的 4.40% 增长至 43.80%（2016 年末）。**其中 1999-2009 年间，康卡斯特宽带业务收入复合增速达到 32%；2009-2018 年间康卡斯特宽带业务增速在 5%-8% 之间；截至 2018 年末，康卡斯特拥有宽带用户数 2722 万户。

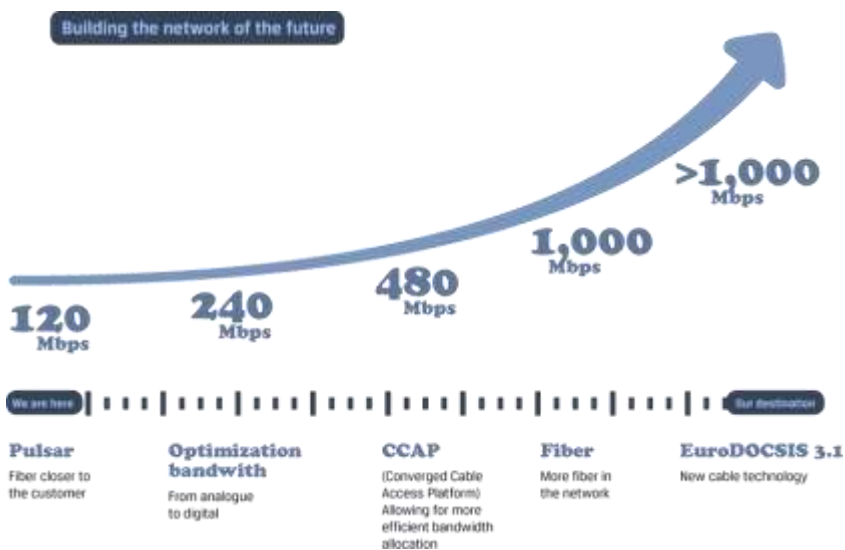
图 10：康卡斯特高速互联网业务用户数变化



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

**康卡斯特不断利用最新技术升级宽带网络，单用户付费持续提升。**2015 年，Comcast 即基于双向有线电视网络 DOCSIS 3.0 技术面向部分高端家庭用户提供千兆宽带接入服务，并基于光纤到户（FTTH）面向有更大需求的高端家庭用户提供下行 2Gbps/上行 2Gbps 接入服务。目前，Comcast 仍在继续基于最新 DOCSIS 3.1 技术提供千兆宽带接入服务，DOCSIS 3.1 最高速度可达到 10Gbps。此外，由于智慧家庭的新兴业务种类繁多，对基础网络具备大带宽、低时延的要求也越来越高，康卡斯特宽带技术为智慧家庭业务发展奠定了基础。

图 11: 康卡斯特高速互联网技术升级路线



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

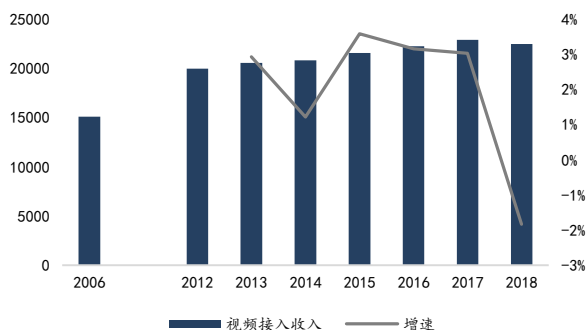
受益于技术服务能力提升, 2013 年以来, 康卡斯特宽带业务收入增速一直高于用户数增速, 单用户付费持续提升; 收入贡献层面, 2018 年康卡斯特宽带业务收入已与视频业务相当, 收入占比达到 18%, 有效平滑视频服务收入增长停滞的风险。

图 12: 康卡斯特高速互联网业务收入变化 (百万美元)



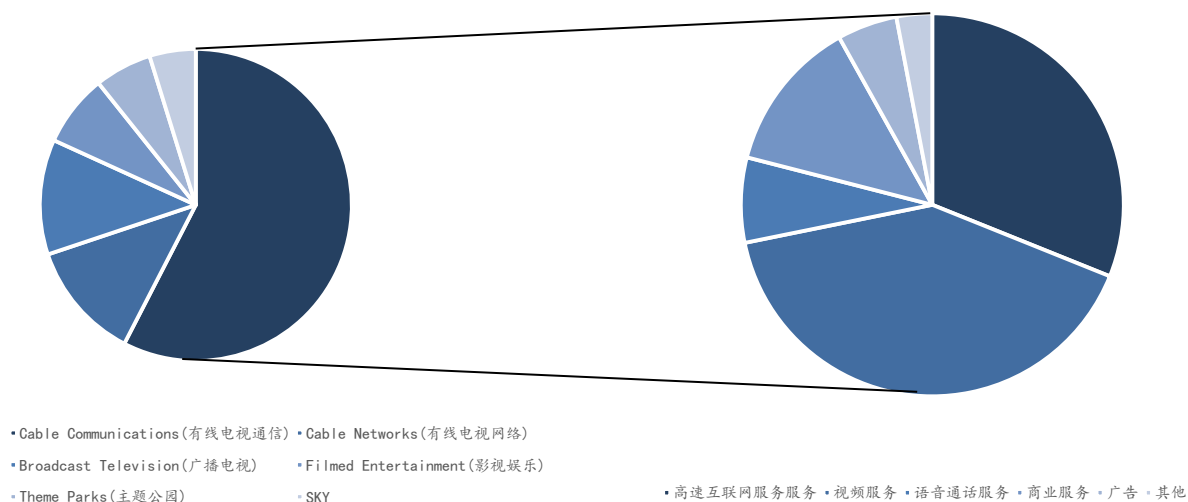
资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 13: 康卡斯特视频服务业务收入变化 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图 14: 康卡斯特有线电视通信业务细分收入分布



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

此外, 康卡斯特还以“融合套餐”形式推出 4G 移动通信业务, 并积极酝酿 5G 服务。2017 年 4 月, Comcast 成为 Verizon 的移动虚拟网络运营商 (MVNO), 随后推出以“Xfinity Mobile”为品牌的 4G 移动通信服务, 向用户提供包括有线数字电视、固网宽带接入、固话、4G 语音及数据在内的“融合套餐”产品, 其中, 4G 数据服务采取的是流行的“无限流量”(最高 20GB, 超过后会自动限速)和账号共享(最多可有 5 个号码共享)等方式。同时, 康卡斯特的 4G 套餐资费比 Verizon 和 AT&T 等运营商价格较低、不限流量, 因而优势明显; 截至 2017 年底已拥有 43.7 万 4G 用户, 成为美国移动通信运营商里用户增长速度最快的公司。目前 Comcast 正在酝酿 5G 服务, 并利用 Xfinity 平台进行智慧家庭服务延伸。

康卡斯特对 4G 目标用户群进行预设, 增强产品协同发展及用户粘性。订购 Xfinity Mobile 的服务, 用户必须先签约 Comcast 家庭宽带或电视业务。Xfinity 使用户实时查看数据和通话使用情况, 切换套餐, 添加共享线路等; 自动登录康卡斯特的其他应用程序, 比如用 Xfinity Stream 应用收看直播电视或点播内容, 用 Xfinity Home 应用控制家庭设备。

图 15: 康卡斯特 4G 套餐情况及同业对比

HOW DOES CONNECTION PRO COMPARE?																		
Feature	Comcast Business	Verizon	AT&T															
Pre-integration Solution	All components have been pre-integrated and engineered to work together seamlessly.	Customer must DIY—purchase the components, choose a data plan and wire everything together.	Customer must DIY—purchase the components, choose a data plan and wire everything together.															
Profession Installation	Available at no added cost.	Not available.	Not available.															
Upfront Costs	- \$99.95 Activation (one time fee)	- Gateway \$599 - Activation \$20	- Gateway TBD - Activation \$20															
Monthly Fee	- \$29.95 with unlimited data + \$10.00 equipment fee (recurring)	- Est \$45 (data plan) plus overages - Gateway Management Fee \$7.50	<table border="1"> <thead> <tr> <th>MRC</th> <th>Data (MB)</th> <th>Overage (KB)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>\$39.99</td> <td>30</td> <td>\$0.00097</td> </tr> <tr> <td>\$49.99</td> <td>250</td> <td>\$0.0003</td> </tr> <tr> <td>\$59.99</td> <td>1000</td> <td>\$0.0003</td> </tr> <tr> <td>\$99.99</td> <td>5000</td> <td>\$0.0003</td> </tr> </tbody> </table>	MRC	Data (MB)	Overage (KB)	\$39.99	30	\$0.00097	\$49.99	250	\$0.0003	\$59.99	1000	\$0.0003	\$99.99	5000	\$0.0003
MRC	Data (MB)	Overage (KB)																
\$39.99	30	\$0.00097																
\$49.99	250	\$0.0003																
\$59.99	1000	\$0.0003																
\$99.99	5000	\$0.0003																
Wireless Network Coverage	Connection Pro selects the stronger signal of two different LTE networks assuring high signal strength	Verizon Only	AT&T Only															
Uninterruptible Power Supply	Included	Not included	Not included															

资料来源: 康卡斯特商业白皮书, 国信证券经济研究所整理



### 协同发展云平台及智能家庭服务

推出智能家居服务云平台 Xfinity Home 以及 X1 智能遥控产品。2014 年，Comcast 推出了“Xfinity Home”品牌，开始发展智能家居产品并同时通过双向有线电视网络、高速互联网以及 MVNO 网络提供相关服务。Comcast 自 2015 年起推出名为“X1 语音遥控”的 AI 产品，以电视遥控器为中介，用户通过发出语音指令对电视进行操作。经过不断的迭代优化，X1 产品得到了用户的广泛认可并迅速成功获得大规模市场推广，目前已有约 2000 万家庭用户，月均通过遥控器发送 6 亿条语音指令。2017 年，Comcast 推出 Xfinity xFi 路由器，使得用户可便捷地通过 APP、门户网站、Comcast X1 遥控器来管理自己的家庭网络。Comcast 还将推出了网格路由器 xFi pods，并与宽带产品捆绑定价销售。

图 16: xFi pods 产品图



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

图 17: 康卡斯特 XFINITY HOME 平台示意



资料来源：securityledger，国信证券经济研究所整理

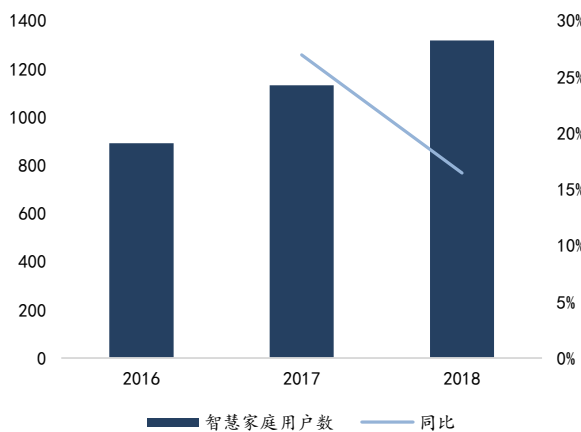
康卡斯特智慧家庭用户数快速增长，在美国智慧家庭领域位列 TOP4。Xfinity Home 的主要产品分布于家庭安防、家庭智能管理领域，Xfinity 用户现在都可以在无需安装任何其他专业网关的前提下，对其智能家居设备进行控制，所有的服务、应用和设备都可以通过 Xfinity 平台——包括 X1 TV 语音遥控和手机 app（xFi 或 Xfinity Home）进行控制和管理。

网络支持方面，康卡斯特通过 1600 万个 WiFi 热点承担多数数据传输，当用户需要使用语音业务或不在康卡斯特的 WiFi 热点覆盖范围时才会被自动无缝切换到 Verizon 的网络（MVNO）。

用户规模方面，Comcast 基于 Xfinity Home 平台探索发展家庭自动化业务正稳步提升，2018 年末康卡斯特拥有家庭安防及智慧家庭用户数 132 万户，同比增长 16%；与其 2000 多万家庭宽带用户的总量相比，市场空间依然巨大。

市场份额方面，Strategy Analytics 的数据显示，截至 2016 年末 TOP10 智慧家庭提供商共有 240 万用户，占有智能家居服务用户的 80% 以上；在 Vivint、ADT 领先者之外，康卡斯特智慧家庭服务用户规模位列第四位。

图 18: 康卡斯特家庭安防及智慧家庭用户数变化 (千人)



资料来源: securityledger, 国信证券经济研究所整理

表 9: 2016 年末智慧家庭市场竞争格局

排序	智慧家庭服务商	用户数 (千)
1	Vivint	737
2	ADT Pulse	692
3	AT&T	308
4	<b>Comcast</b>	<b>280</b>
5	FrontPoint	123
6	Protection1	93
7	CenturyLink	60
8	Nexia	55
9	TWC	36
10	MONI	32

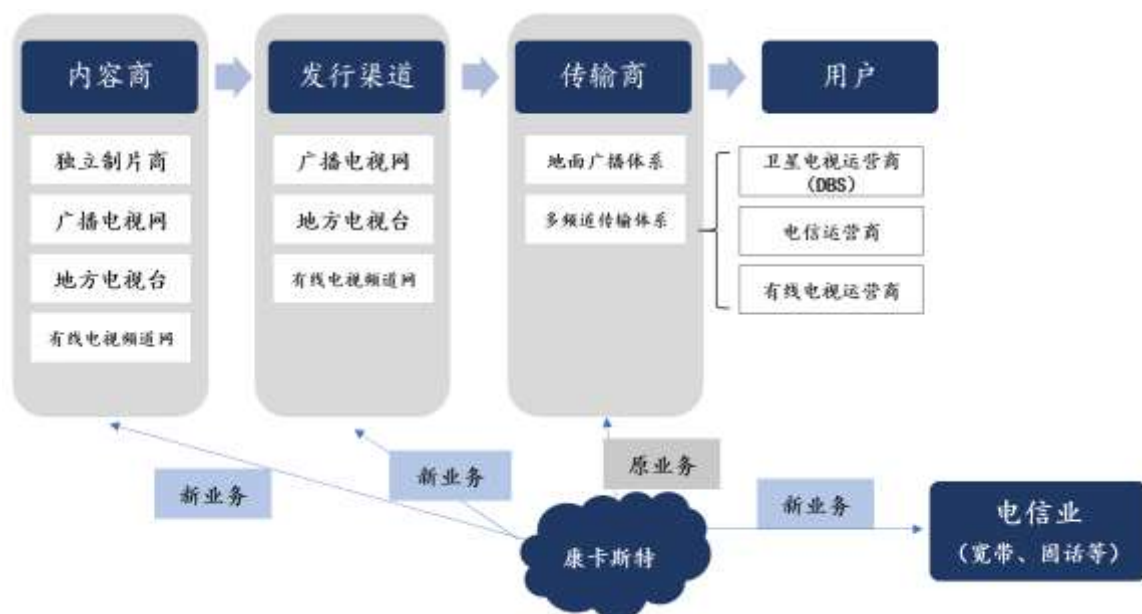
资料来源: Strategy Analytics, 国信证券经济研究所整理

## 再看 5G 时代广电系公司涅槃机会

### 中美广电行业对比

康卡斯特多元发展一方面得益于公司战略前瞻性 (1990s 电信类业务横向高速发展、2000s 向上游内容商及渠道商纵向整合产业链), 另一方面也得益于美国的宽松行业政策: 网台不分离、制播不分离、较早的混业经营政策。

图 19: 康卡斯特在电信业及广电全产业链的扩张



资料来源: 各公司年报, 国信证券经济研究所整理

**表 10: 美国传媒及电信行业政策在 1980s 后全面放松**

1910-1950 “制播分离”时期	1950-1980 政策逐渐松动	1980-2000 “制播分离”破除, “混业经营”开启
1938 政府指控八大电影公司非法勾结控制市场; 1948 派拉蒙裁决: 分割制作、发行、放映部门	1977 司法部判定放映商产品分割违法; 1984 最高法院通过首次销售原则; 1980 电影管制政策放松	1994 财务辛迪加法 (Fin-syn rule) 废除; 1996 年《新电信法》取消跨媒介经营壁垒, 打破电信业、广电传媒业与其他产业之间的壁垒

资料来源:《娱乐产业经济学》, 国信证券经济研究所整理

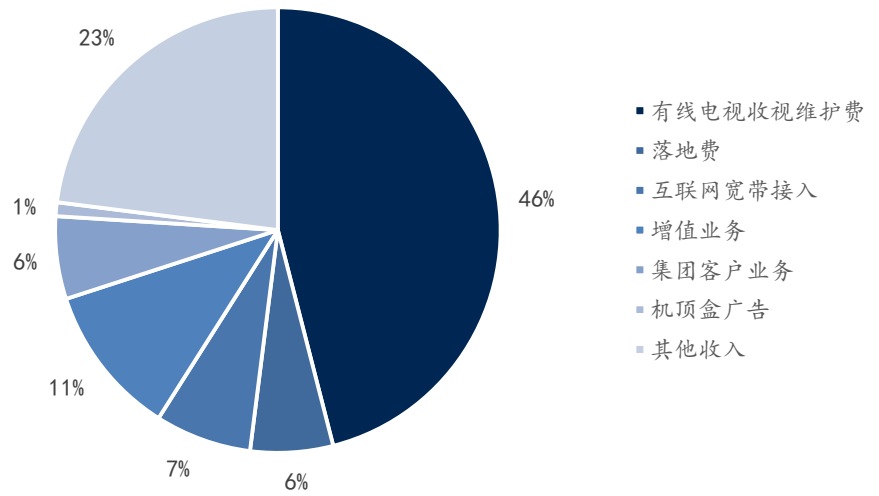
在“网台分离”“制播分离”制度下, 国内广电公司业务单一, 与“康卡斯特”多元业务相差甚远。1999 年国办发 82 号文件启动了“两台合并、网台分离”, 规定“抓紧落实广播电视传输网络的建设和管理实行政企分开, 成立企业化的广播电视传输公司”; 2009 年广电总局下发的《关于认真做好广播电视制播分离改革的意见》, 以上海、湖南等为代表的省级广电集团积极推动事业企业分离。因此, 我国广电行业经营范围局限, 2017 年全行业有线电视收视维护费及落地费收入占比高达 52%。

**表 11: 国内广电系上市公司主营构成**

证券代码	证券简称	主营收入构成 (2018)
600831.SH	广电网络	有线电视行业:76.85%;商品销售收入:21.01%;广告代理:2.14%
601929.SH	吉视传媒	有线电视行业:100%
600037.SH	歌华有线	有线电视收看维护收入:38.44%;信息业务收入:33.99%;频道收转费收入:11.18%;工程建设费收入:7.02%;广告收入:4.24%;其他业务:2.03%;商品销售收入:1.87%;入网建设费:1.23%
002238.SZ	天威视讯	有线电视服务:84.18%;电视购物:10.18%;其他业务:5.64%
600996.SH	贵广网络	有线电视服务:100%
600936.SH	广西广电	收视维护费收入:35.31%;专网业务收入:27.08%;广播电视器材销售收入:11.48%;宽带业务收入:8.32%;增值业务收入:7.93%;节目传输收入:5.12%;其他:2.39%;用户安装工程收入:2.09%;其他业务:0.27%
600959.SH	江苏有线	收视维护费:41.51%;城建配套费:19.69%;其他业务:13.69%;数据业务服务:9.07%;数字电视增值服务:6.36%;视频接入费:5.07%;其他:3.24%;分成收入:1.01%;入网费:0.37%
000665.SZ	湖北广电	电视收视业务收入:53.37%;数据网收入:19.97%;信息化应用收入:9.13%;节目传输收入:7.09%;其他:6.23%;机顶盒收入:3.68%;广告收入:0.53%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

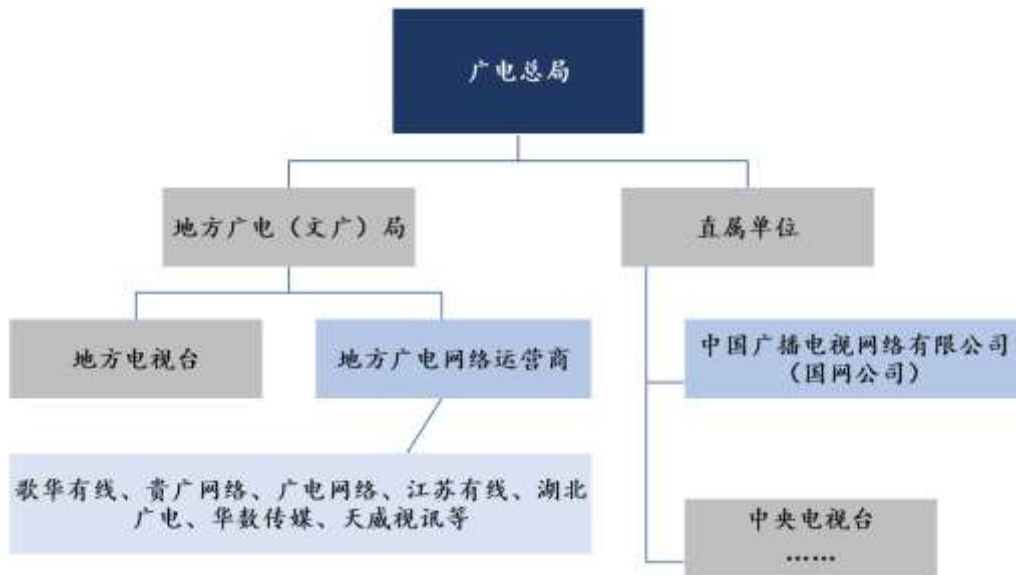
图 20: 2017 年全国有线电视收入结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

国内广电行业即有线广播电视传输行业,我国“广电系”公司主营业务与美国“多频道传输商(MVPD)”业务相同。我国广电行业目前实行统一领导,分级管理的原则,国家广播电视总局(后文简称广电总局)为行业主管部门,负责统筹全国的有线广播电视传输网络管理工作,负责规划全国有线广播电视管理和发展方向以及负责参与制订国家信息网络的总体规划。各省、市、县级广电局则对各级有线广播电视传输业务进行分级管理,负责本行政区域内的有线广播电视传输业务的管理工作和事业发展规划。

图 21: 我国广电体系

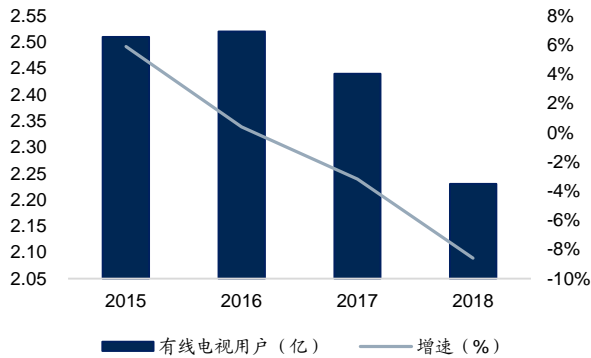


资料来源: 广电总局, 国信证券经济研究所整理

随着 IPTV、OTT TV 等网络视听新媒体的普及、获取用户并形成新的全国性收视渠道,有线电视市场存在用户流失的现象: 根据工信部发布的数据显示,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%。2018 年有线电视网络收入 779.48 亿元,同

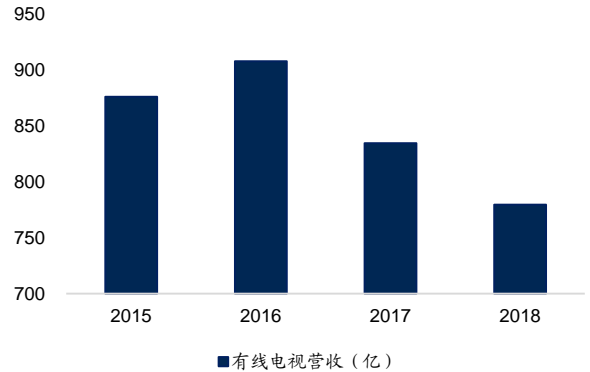
比减少 54.95 亿元，降幅较 2017 年有所收窄。

图 22: 2015-2018 年全国有线电视用户数(亿)及增速



资料来源: 广电总局, 国信证券经济研究所整理

图 23: 2015-2018 年全国有线电视营业收入(亿)



资料来源: 广电总局, 国信证券经济研究所整理

### 混业政策滞后, 国内广电公司基础电信业务拓展落后

与美国广电行业相比, 我国广电业与电信业“混业经营”政策滞后以及电视网在省级层面割据, 造成我国有线电视运营商(各地方广电公司)收入单一(宽带业务滞后三大运营商多年, 难以分得市场份额)、新业务开展障碍较大。

表 12: 中美广电产业对比

	中国	美国	差异
政策层面	2016 年, 中国广播电视网络有限公司获得《基础电信业务经营许可证》	1996 年, 《新电信法》取消跨媒介经营壁垒, 打破电信业、传媒业与其他产业之间的壁垒	“混业经营”中国较美国晚 20 年
行业层面	我国广播电视形成央视、省级卫视、省级地面频道、城市频道等多个层次电视频道相结合的体系	美国的广播电视体系没有这种层次的划分, 全国 1800 家地方性的广播电视台绝大多数附属于五大广播电视网, 另有少数独立的地方电视台。	中国: 区域分割, 各省内垄断 美国: 五大电视网全国垄断
公司业务层面	全国有线电视(2017): 收视维护费及落地费 52%; 互联网宽带业务 7%; 增值业务 11%	康卡斯特为例(2018): 有线视频服务 23%; 高速互联网服务 18%; 有线电视网 12%; 广播电视网 12%; 影视娱乐 7%	政策滞后、省级割裂造成中国广电公司业务单一、发展空间局限性较大

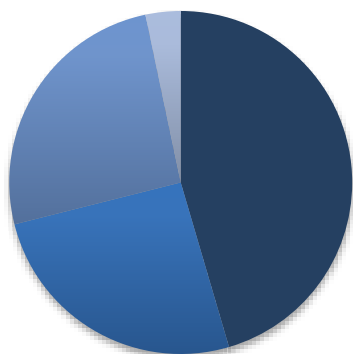
资料来源: 广电总局, FCC 等, 国信证券经济研究所整理

### 美国: 1996 年, 在宽带业务发展初期, 新电信法造就广电业与电信业充分融合。

《1996 年电信法》有线电视运营商及其附属机构从事电信服务, 不必申请获取特许权; 特许权管理机构不得禁止或限制有线电视运营商及其附属机构提供电信服务, 也不得对其服务施加任何条件; 电信企业可以通过无线通信方式、有线电视系统以及开放的视频系统提供广播电视服务。

这一法律彻底打破了美国信息产业混业经营的限制, 美国的有线电视运营商和电信运营商并不局限于自己原来的领域, 而是在各个业务层面展开竞争, 电信公司也参与多频道视频内容传输业务, 康卡斯特等有线电视运营商也参与宽带接入和电话通信业务, 康卡斯特宽带业务市场渗透率由 1999 年的 4.40% 增长至 43.80% (2016 年末)。

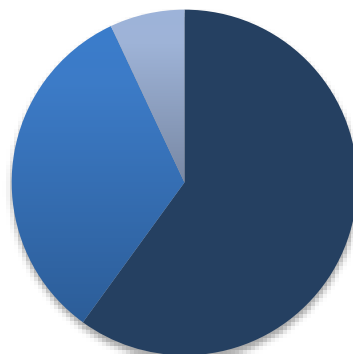
图 24: 美国有线电视传输市场份额分布



■ 有线 ■ 电信-DSL ■ 电信-光纤 ■ 其他

资料来源: FCC, NCTA, 国信证券经济研究所整理

图 25: 美国宽带市场份额分布

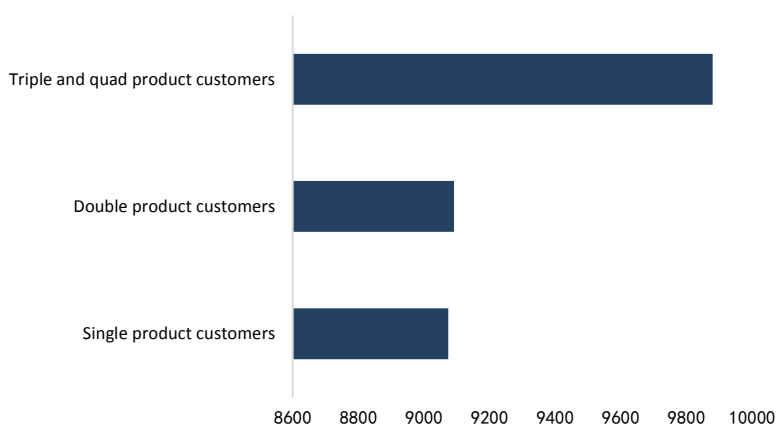


■ 有线 ■ 卫星 ■ 电信

资料来源: FCC, NCTA, 国信证券经济研究所整理

美国有线电视网络和电信网络逐渐整合的发展趋势明显。多数美国家庭在选择某一有线电视运营商的 MVPD 服务后很可能再选择其宽带服务和电话服务，同样，在选择某一电信运营商的宽带服务后很可能会选择其 MVPD 服务，有线电视运营商、电信运营商的竞争同质化显著。以康卡斯特为例，66%以上的客户同时订购康卡斯特 2 项以上产品，2018 年公司单一产品客户为 907 万户，同时订购两项产品以上的客户共计达到 1897 万户。

图 26: 康卡斯特 66%以上的客户同时订购 2 项以上产品



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

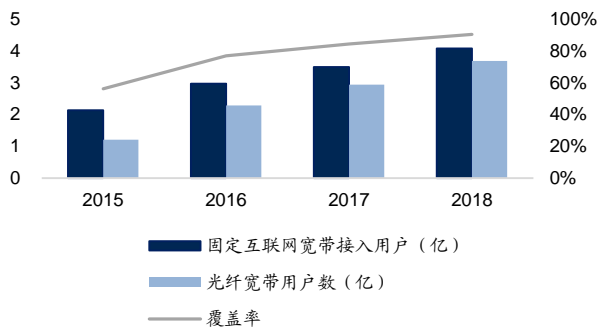
我国: 广电系于 2016 年获得“宽带牌照”，错失宽带业高速渗透期

2016 年，中国广播电视网络有限公司获得《基础电信业务经营许可证》，获批在全国范围内经营“互联网国内数据传送业务”以及“国内通信设施服务业务”，并允许授权其控股子公司中国有线电视网络有限公司在全国范围内经营上述两项基础电信业务。广电运营的有线网络进行双向改造后，具备发展宽带入网业务的硬件基础，因此在国网公司获得两证后，正式进军基础电信业务。

广电系宽带用户数持续增长，但全国广电总覆盖率近为达到 17%。全国有线电视宽带业务一方面继续保持快速增长态势，根据《2018 中国有线电视行业发展公报》，有线宽带用户规模 3,498.5 万户 (YOY+33.13%)。但另一方面，有线宽带业务发展仍面临着电信运营商规模优势持续扩大、出口带宽成本居高不下、用户 ARPU 值下降等方面的行业发展不利因素。截至 2018 年，全国广电总覆

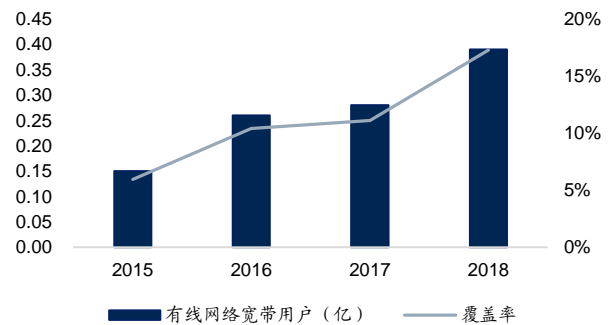
盖率为 17%；广电宽带用户数为 0.39 亿，仅占电信运营商约 1/10 的规模（中国移动、电信、联通宽带用户数分别为 1.57、1.46、0.81 亿）。

图 27：2015-2018 电信运营商宽带用户数及覆盖率



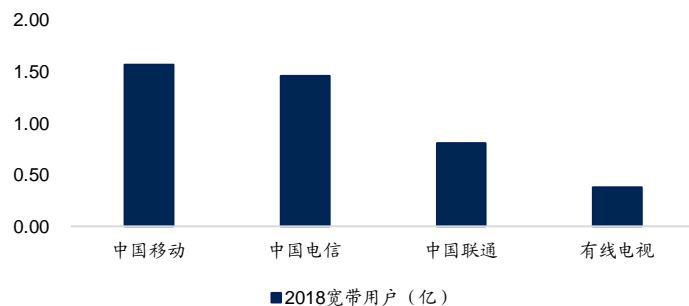
资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

图 28：2015-2018 广电有线宽带用户数及覆盖率



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

图 29：广电企业宽带用户数与电信运营商对比



资料来源：工信部，国信证券经济研究所整理

进军宽带市场带给我国广电公司新业务增量，同时宽带接入能力也是运营商发展智慧家庭、开展新兴业务的重要基础，但广电宽带也存在局限性和弊端：1) 区域分割不利于实现规模效应。由于过去发展机制问题，各省之间、甚至同一省份内不同地市之间运营商相互独立，不利于实现网络的规模效益；2) 各个省级区域之间甚至省内各地区之间技术架构不统一（技术不统一、平台不统一、终端不统一），导致开展应用业务时阻碍较大；3) 广电网络的带宽并不在公网上，而是通过从三大运营商购买而来的公网 IP 和带宽出口让用户共享上网，从而会造成网络延迟。广电网络目前也尚未整合成全国一网，31 家省市广电拥有各自独立的带宽出口，需要利用电信、联通等的全国性公网互联网口。

### 三网融合+5G 先行，智慧广电及高清视频领域有望弯道超车

在 2018 年 11 月传出广电有望获得 5G 牌照之后，3 月 21 日上午中国广播电视网络有限公司与中国中信集团有限公司及阿里巴巴集团分别签署了战略合作框架协议。按照合作协议，中国广播电视网络有限公司与中国中信集团和阿里巴巴集团将在全国有线电视网络整合发展、改造升级、产品开发和运营管理中形成战略联盟，各自投入相关优势资源，共同努力将广电网络打造成新型的媒体融合传输网、数字文化传播网、数字经济基础网和国家战略资源网。标志着广电行业在 5G 领域落地迈下重要一步。

同时，在全国有线网络公司整合上，3 月 20 日国家广播电视总局副局长、党组成员张宏森在 CCBN2019 主题报告会上表示，中央全面深化改革委员会正式将网络整合和升级改造方案列入 2019 年重点工作。今年 2 月 15 日，领导小组召开第一次会议，审议了《全国有线电视网络整合实施方案》，该方案正在进行最

后的修订完善和按程序报批中。3月4日，中央全面深化改革委员会正式将网络整合和升级改造方案列入2019年工作要点。推动网络整合，加快建设“全国一张网”是贯彻落实中央要求，进一步巩固和加强宣传思想阵地的重要举措。下一步，国网公司将按照实施方案要求，联合各方力量，在加强战略合作、推动网络改造、优化产业布局、强化用户服务上下功夫，重塑有线电视战略地位，强化有线电视网络传播能力。

**我们认为，在5G落地、广电行业整合的大背景下，广电板块有望在业务上迎来涅槃重生的机会，同时在资本市场也有望迎来价值重估的可能。**与之相应的，随着广电系5G运营商的加入，传统电信运营商市场和设备供应商将会迎来全新的机遇与挑战；同时在5G更加丰富多元的应用场景下，内容与相关的服务、设备等领域将具备更多的投资机会。

### 1) 1997-2007：制播分离、台网分离后，三网融合首次出现萌芽

为了加强有线广播电视传输行业监管，促进行业健康发展，我国于1997年和2000年分别发布施行了《广播电视管理条例》和《广播电视设施保护条例》。1999年后国家推动制播分离、台网分离。

2001年通过的十五计划纲要，第一次明确提出“三网融合”：“促进电信、电视、互联网三网融合”。

2004年以来，广电总局先后发布了《广播电视视频点播业务管理办法》、《广播电视无线传输覆盖网管理办法》、《广播电视安全播出管理规定》、《有线广播电视运营服务管理暂行规定》等部门规章，为有线广播电视传输行业的健康有序发展奠定了基础。

2005年后IPTV等新型集成平台出现，2006年的十一五规划纲要，再度提出“三网融合”：积极推进“三网融合”。建设和完善宽带通信网，加快发展宽带用户接入网，稳步推进新一代移动通信网络建设。

**表 13： 1997-2007：制播分离、台网分离后，三网融合首次出现萌芽**

时间	事件
1997年9月	发布《广播电视管理条例》
1998年3月	信息产业部正式成立，广电部改名广电总局
1998年6月	发布《国务院办公厅关于加强广播电视传输网络建设管理的通知》
1999年9月	发布《国务院办公厅转发信息产业部国家广播电影电视总局关于加强广播电视有线网络建设管理意见的通知》
2000年11月	发布《广播电视设施保护条例》
2001年11月	发布《广播影视科技“十五”计划和2010年远景规划》
2001年12月	发布《国家广播电影电视总局关于加快有线广播电视网络有效整合的实施细则（试行）》
2003年5月	发布《我国有线电视向数字化过渡时间表》
2003年12月	发布《广播电视有线数字付费频道业务管理暂行办法（试行）》
2004年6月	发布《关于推进广播电视有线数字付费频道运营产业化的意见》
2004年8月	发布《广播电视节目传送业务管理办法》
2005年4月	发布《国务院关于非公有资本进入文化产业的若干规定》
2006年2月	发布《国家中长期科学和技术发展规划纲要》
2006年3月	发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》

资料来源：广电总局等，国信证券经济研究所整理

2007年2月 发布《广电总局关于进一步加强和规范有线电视数字化工作的通知》  
 请务必阅读正文之后的免责声明部分  
 2007年3月 发布《有线电视网双向化改造指导意见》



## 2) 2008-2015: 数字化基本完成, 成立国网公司推进三网融合

2008 年国务院办公厅《转发发展改革委等部门关于鼓励数字电视产业发展若干政策的通知》(国办发[2008]1 号), 明确加快推广和普及数字电视广播, 并推进三网融合。要求到 2010 年东部和中部地区县级以上城市、西部地区大部分县级以上城市的有线电视基本实现数字化, 到 2015 年基本停止播出模拟信号电视节目。

2009 年, 三网融合作为国家战略落地, 同年 7 月广电总局印发《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》, 指出“加快有线网络整合步伐”。2010 年, 国务院在《推进三网融合总体方案》的通知中首次提出组建国家级有线电视网络公司。2012 年 11 月, 党的十八大报告将“扎实推进社会主义文化强国建设”作为报告的重点内容之一, 明确指出推动文化产业快速发展, 提高文化产业规模化、集约化、专业化水平。

2014 年, 国网正式成立, 作为广电网络参与三网融合、全国有线电视网络整合发展、互联互通平台建设运营主体。2015 年 9 月, 国务院办公厅下发了《国务院办公厅关于印发三网融合推广方案的通知》(国办发[2015]65 号), 提出加快在全国全面推进三网融合, 推动信息网络基础设施互联互通和资源共享。

**表 14: 2008-2015: 数字化基本完成, 成立国网公司推进三网融合**

时间	事件
2008 年 1 月	发布《转发发展改革委等部门关于鼓励数字电视产业发展若干政策的通知》
2008 年 10 月	发布《国务院办公厅关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和支持文化企业发展两个规定的通知》
2008 年 12 月	发布《国家高性能宽带信息网暨我国下一代广播电视网自主创新合作协议书》
2009 年 3 月	发布《财政部海关总署国家税务总局关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》
2009 年 3 月	发布《财政部国家税务总局关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的若干税收优惠政策的通知》
2009 年 4 月	发布《电子信息产业调整和振兴规划》
2009 年 7 月	发布《文化产业振兴规划》
2009 年 8 月	发布《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》
2009 年 8 月	发布《国家广电总局关于促进高清电视发展的通知》
2010 年 1 月	发布《“加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合”的决定》
2010 年 1 月	发布《关于印发推进三网融合总体方案的通知》
2010 年 7 月	发布《广电总局科技司关于成立中国下一代广播电视网 (NGN) 工作组的通知》
2010 年 9 月	发布《国家广电总局关于进一步促进和规范高清电视发展的通知》
2010 年 10 月	发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》
2011 年 10 月	发布《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》
2012 年 2 月	发布《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》
2012 年 5 月	发布《广电总局关于鼓励和引导民间资本投资广播影视产业的实施意见》(广发[2012]36 号)
2012 年 6 月	发布《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》
2012 年 11 月	发布《发展改革委广电总局关于印发<有线数字电视基本收视维护定价成本监审办法(试行)>的通知》(发改价格[2012]3505 号)
2013 年 8 月	发布《国务院关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》
2013 年 8 月	发布《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》
2014 年 3 月	发布《国务院关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》
2014 年 3 月	发布《关于深入推进文化金融合作的意见》
2014 年 4 月	发布《国务院办公厅关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》
2014 年 11 月	发布《国家新闻出版广电总局办公厅关于组织做好三网融合第二阶段试点双向进入业务许可申报有关工作的通知》(新广电办发[2014]115 号)
2015 年 9 月	发布《国务院办公厅关于印发三网融合推广方案的通知》(国办发[2015]65 号)

2008-2015:  
数字化基本完成,  
成立国网公司推  
进三网融合

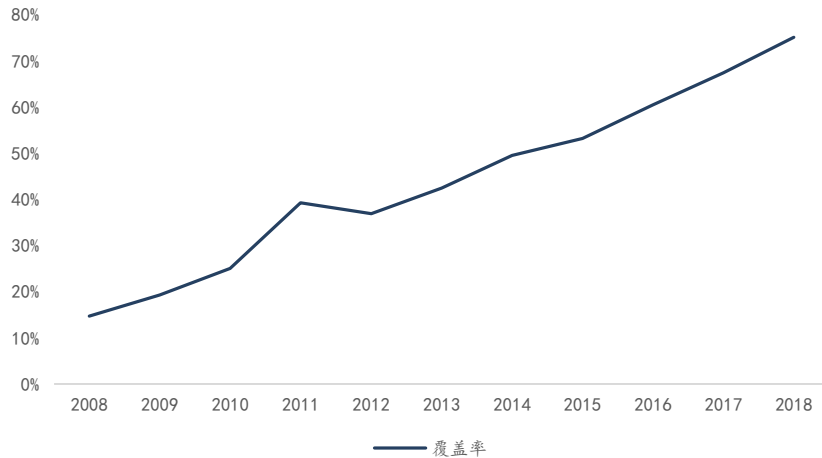
请务必阅读正文之

资料来源：广电总局等，国信证券经济研究所整理

3) 2016 年至今：双向网改造基本完成，“5G+广电”融合升级正当时

双向网络的改造实现了单向传播的广播式网络转换为采用互联网协议方式的交互式网络，是互动业务、宽带业务、物联网新兴业务发展的基础，截至 2018Q3，我国有线电视网络双向改造用户覆盖率达到 75.1%，双向改造已基本完成。

图 30：我国有线电视双向网覆盖率



资料来源：中国有线电视行业发展公报，国信证券经济研究所整理

2016 年，中宣部、财政部、国家新闻出版广电总局出台《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》，提出到“十三五”规划（2016-2020 年）末期，基本完成全国有线电视网络整合。2018 年 8 月，中宣部推动全国网络整合，成立全国有线电视网络整合领导小组；全国有线电视网络发展实施方案，上报中宣部获得原则同意。2018 年 11 月传出广电有望获得 5G 牌照。2019 年 3 月 21 日，中国广播电视网络有限公司与中国中信集团、阿里巴巴集团分别签署了战略合作框架协议，标志“全国一网”融合发展再进一步。

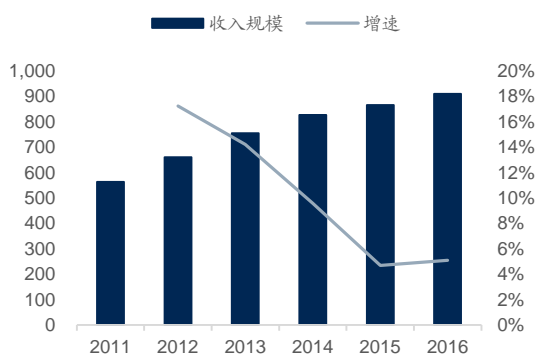
表 15：2016 年至今：双向网改造基本完成，5G+广电三网融合升级发展

时间	事件
2016 年 5 月	中国广电获得工业和信息化部颁发的《基础电信业务经营许可证》
2016 年至今： 双向网改造基本 完成，5G+广电融 合升级发展	2016 年 12 月 发布《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》
	2018 年 8 月 中宣部成立全国有线电视网络整合领导小组
	2019 年 3 月 中国广播电视网络有限公司与中国中信集团、阿里巴巴集团分别签署了战略合作框架协议

资料来源：广电总局等，国信证券经济研究所整理

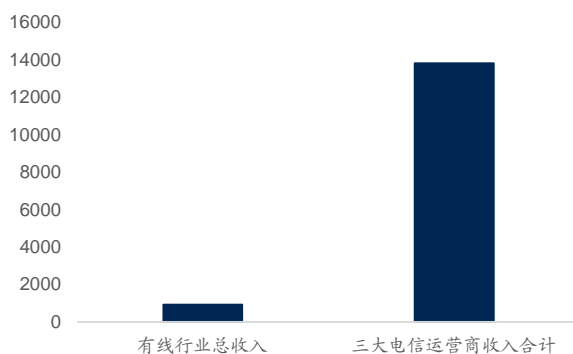
一方面，宽带牌照滞后导致广电系错失宽带增长红利期，而当前获取 5G 牌照将有助于广电系在电信服务及智慧广电领域涅槃重生。1) 根据广电总局的统计数据，2016 年国内有线行业收入总规模约为 900 亿元，仅为同期三大运营商收入规模的 6%；同时从市场竞争格局上来看，随着三大运营商陆续发力 IPTV、OTT 等电视节目传输服务，广电有线电视运营商面临着严重的不对等竞争状况；2) 若广电运营商成功拿到 5G 运营牌照，将有望从体量较小的有线电视市场迈入万亿级电信服务市场，同时从市场格局上来看，广电运营商也有望获取更加丰富的市场竞争手段。

图 31: 有线电视行业收入增速持续下滑



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2016 年有线电视行业与三大运营商总收入对比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

**5G 时代丰富的应用场景有助于广电系切入竞争激烈的电信服务市场。** 1) 5G 具有高速率(增强型移动宽带, eMBB)、大容量(大规模机器通信, mMTC)、低时延(高可靠低时延通信, URLLC)的特性; 2) 基于以上特征, 5G 在高清视频内容、VR、AR 等大带宽、低延时等领域有望为 C 端用户带来更好的用户体验, 结合广电系在内容监管、牌照等方面的优势, 有望在 5G 相关的内容应用领域具备一定的优势; 3) 同时在 C 端服务之外, 更为广阔的 2B、2G 市场, 广电运营商也有望在前期较少的网络覆盖、较低的投资支出下获得业务启动的机会。

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

图 33: 5G 时代应用场景丰富



资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

另一方面, 三网融合+全国一张网整合将进一步理顺体制, 提升广电系公司竞争力。我们分析康卡斯特经验认为, 康卡斯特多元发展一方面得益于公司战略前瞻性(1990s 电信类业务横向高速发展、2000s 向上游内容商及渠道商纵向整

合产业链),另一方面也得益于美国的宽松行业政策:网台不分离、制拨不分离、较早的混业经营政策。与美国广电行业相比,我国广电业与电信业“混业经营”政策滞后以及电视网在省级层面割据,造成我国有线电视运营商(各地方广电公司)收入单一(宽带业务滞后三大运营商多年,难以分得市场份额)、新业务开展障碍较大。当前,在三网融合+全国一张网整合不断升级中,我国广电公司省级割据及政策瓶颈都有望全面打开,进一步提升广电系公司在电信万亿市场的竞争力。

**机遇 1: 智慧广电融合创新业态**

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

图 34: ITU-R 对 5G 三大应用场景的定义



资料来源: ITU-R、国信证券经济研究所整理

5G 技术有望让万物互联成为可能。ITU 定义的 5G 三大应用场景中,低功耗大连接 (mMTC) 的重要应用之一就是物联网。物联网的机器规模巨大,对网络连接的承载能力、速度和低时延要求较高。

图 35: 5G 将丰富网络场景应用, 实现万物互联



资料来源: 易观、国信证券经济研究所整理

以贵广网络为例，公司已组建三家控股子公司（贵安天广、贵广惠教、中安云网），聚合优质社会资源，着力大数据、云计算、智慧城市、智慧教育、窄带物联网等多种应用。

图 36: 贵广网络基于广电云平台建设的“智慧广电+”应用案例



资料来源：国信证券经济研究所整理

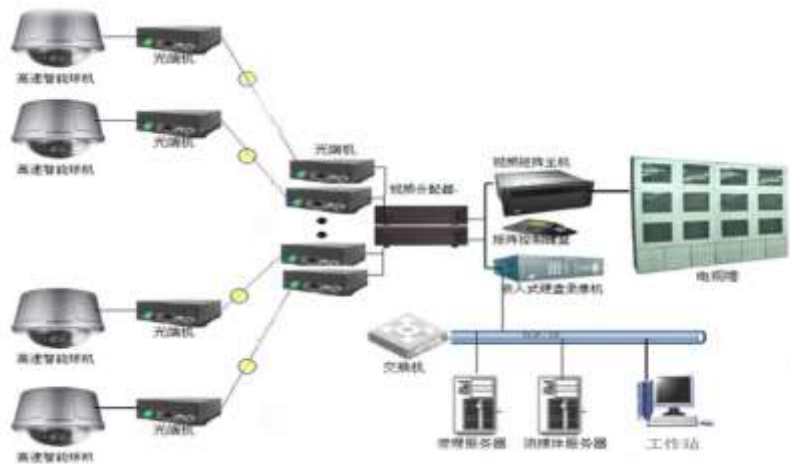
**案例 1: 贵广网络建有国内最大规模省级 LoRa 物联网**

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

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

**案例 2: 雪亮工程（视频监控业务):** 视频监控业务是利用广电网络的光纤资源在覆盖范围、传输安全性方面的优势，实现小区安防视频监控、智能家居视频监控、城市治安视频监控、金融系统安全监控等视频监控业务。贵广网络的“雪亮工程”由贵州省综治办、省发改委、省公安厅、省农委、省质监局联合下文，依托多彩贵州广电云村村通户户用工程，建设覆盖全省所有行政村（1.7 万个）的公共安全视频监控，实现乡村实时监控、一键报警、群防群治，推动“平安贵州”建设。截至 2018 年 6 月末，雪亮工程全省已完成 21 个区县的协议签署，已完成约 2000 个行政村的监控点建设。

图 37: 视频监控业务



资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 38: 雪亮工程 (公共安全视频监控)



资料来源: 国信证券经济研究所整理

**机遇 2: 5G 及高清视频时代, 广电系有望迎来更大成长空间**

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

表 16: 5G 在性能上的提升

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

资料来源: 德勤, 国信证券经济研究所整理

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

表 17: 《计划》中涉及广电板块的内容一览

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

资料来源: 国信证券经济研究所整理

相对于 IPTV 和 OTT TV, 数字互动电视仍具有一定优势。一方面, 数字电视的视觉效果好, 清晰度高, 未来发展的高清电视和 3D 电视, 视觉效果优势更为明显; 另一方面, 广电网络一般使用 IPQAM 技术体系来实现电视互动, 对于 IPQAM 系统, IP 网络只承担业务认证和交互信息通道, 媒体流仍然是通过有线网络传输的, 因此对于 IP 网络的贷款和服务质量 (QoS) 要求较低, 稳定性非常强。

表 18: 数字互动电视、IPTV 及 OTT 的区别

项目	有线数字互动电视	IPTV	OTT TV
传输网络	有线电视网	电信网	互联网
播放方式和质量	采用 DVB-C 实现直播业务, IPQAM+IP 方式实现互动电视, 图像质量高	采用组播方式实现直播业务, 纯 IP 方式实现点播业务, 图像质量与网络带宽相关	以点播为主, 图像质量取决于网络带宽
交互性	双向化改造后较强	强	强
运营主体	广电网络运营商	IPTV 牌照持有方+电信运营商+互联网服务提供商	牌照持有方+互联网宽带运
运营牌照	运营主体必须由广电系统控股	CNTV 和百视通拥有集成播控总平台牌照, 各省级电视台拥有 IPTV 集成播控分平台牌照	CNTV、华数传媒、百视通、南方传媒、湖南电视台、中国国际广播电台以及中央人民电台共七张 OTT TV 牌照
盈利模式	基本收视费, 付费、高清频道订购、点播等互动业务	各种增值业务收费, 如点播电视、互动游戏等	由于其运营的主体较多, 不同主体的营利模式不一, 目前主要有: 硬件销售、平台及内容上的广告收入、付费内容等
内容监管	可控可管	可控可管	管控制较弱
收费方式	每月固定收视维护费	每月固定使用费, 或者与互联网宽带组合收费	除了硬件销售收费外, 后续服务多以免费为主, 用户为所需内容或服务支付费用

资料来源: 广西广电招股书, 国信证券经济研究所整理

**案例 1: 推动央视 4K 专区全覆盖:** 以央视 4K 专区在北京、上海、广东、贵州有线电视网络试播为契机, 推动 4K 传输、服务协同一体化发展。目前全国第一批落地的广电网络 4K 用户 1360 万户, 贵州就有 380 万, 位居全国首位。

图 39: 提供直播卫星电视的区域维护服务



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

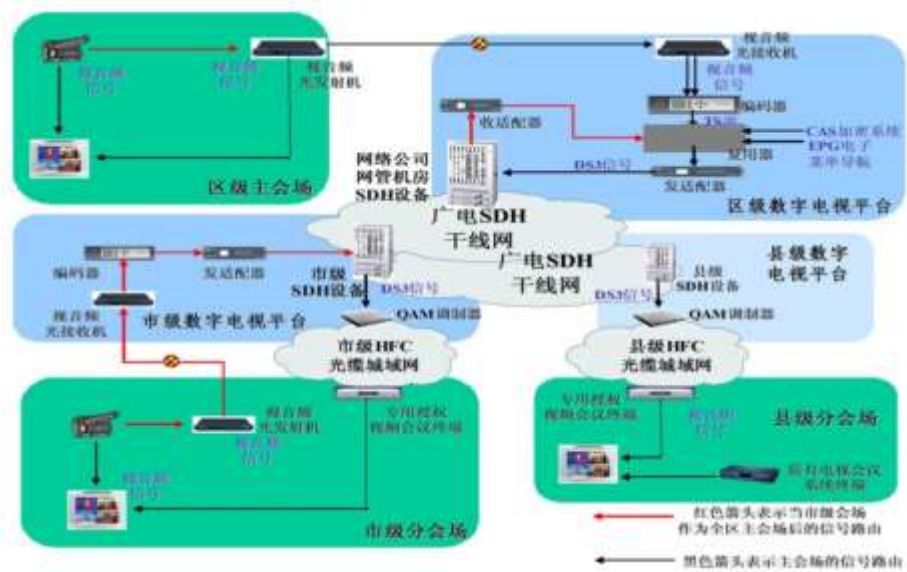
图 40: 推动 4K 传输和覆盖



资料来源: 国信证券经济研究所整理

**案例 2: 高清视频会议系统:** 高清视频会议系统是一项充分利用数字电视平台资源、结合 IP 数据网推出的可同时传送语音、图像、图文信息的全新多媒体服务, 可应用于远程教学、远程医疗、产品展示、新闻发布、异地会商、远程监控、远程调度、应急通信等领域。

图 41: 高清视频会议系统网络架构



资料来源: 广西广电招股书, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议: 广电系公司全年投资机会凸显

我们梳理康卡斯特发展经验认为, 康卡斯特多元发展一方面得益于公司战略前瞻性 (1990s 电信类业务横向高速发展、2000s 向上游内容商及渠道商纵向整合产业链), 另一方面也得益于美国的宽松行业政策: 网台不分离、制播不分离、较早的混业经营政策。与美国广电行业相比, 我国广电业与电信业“混业经营”政策滞后以及电视网在省级层面割据, 造成我国有线电视运营商 (各地方广电公司) 收入单一 (宽带业务滞后三大运营商多年, 难以分得市场份额), 对新业务开展也形成一定阻碍。

当前, 在 5G 落地、全国一张网整合及高清视频政策推动的大背景下, 广电板



块有望在业务上迎来涅槃重生的机会，同时在资本市场也有望迎来价值重估的可能。与之相应的，随着广电系 5G 运营商的加入，传统电信运营商市场和设备供应商将会迎来全新的机遇与挑战；同时在 5G 更加丰富多元的应用场景下，内容与相关的服务、设备等领域将具备更多的投资机会。建议积极关注有线板块相关公司**贵广网络、华数传媒、吉视传媒、歌华有线、江苏有线、湖北广电、广西广电、东方明珠**等。

**表 19: 同业可比公司情况**

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿)	EPS	PE	总收入(亿)		净利润(亿)		销售毛利率%	ROE %
				TTM	TTM	2018	同比	2018	同比%		
600996.SH	贵广网络	10.15	105.82	0.30	33.89	32.18	25.52	3.12	-29.45	32.37	7.27
600637.SH	东方明珠	10.17	349.11	0.62	16.31	135.22	-16.01	20.15	-9.9	23.26	7.22
600959.SH	江苏有线	4.34	213.98	0.12	37.46	78.60	-2.44	6.24	-20.3	27.33	3.58
000156.SZ	华数传媒	11.32	162.26	0.50	22.63	34.27	7.08	6.44	0.45	40.54	6.12
600037.SH	歌华有线	10.85	151.01	0.55	19.57	27.05	0.97	6.94	-8.81	25.68	5.38
000917.SZ	电广传媒	7.94	112.55	0.11	74.95	103.36	18.69	0.88	118.86	18.41	0.87
601929.SH	吉视传媒	2.54	79.02	0.10	26.17	19.98	-1.76	3.04	-18.9	45.83	4.43
600936.SH	广西广电	4.86	81.21	0.05	91.84	24.26	-10.22	1.24	-38.41	20.14	3.38

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 广电系上市公司经营指标对比

### 业务构成及盈利模式：基本收视业务收入占比近半，新业务收入占比较低

从 2017 年全行业收入分布来看，有线电视收视维护费、增值收入业务及落地费收入合计占比高达 63%，宽带业务占比约 7%，智慧广电及数据服务业务收入上市公司基本尚未单独列示。

- 1) 基本收视业务（占比 46%）。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。
- 2) 增值收视业务（占比 11%）。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。
- 3) 宽带业务（占比约 7%）。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。
- 4) 工程及安装业务（占比约 6%）。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。
- 5) 信息发布（广告）业务（占比 1%）。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。
- 6) 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。
- 7) 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，

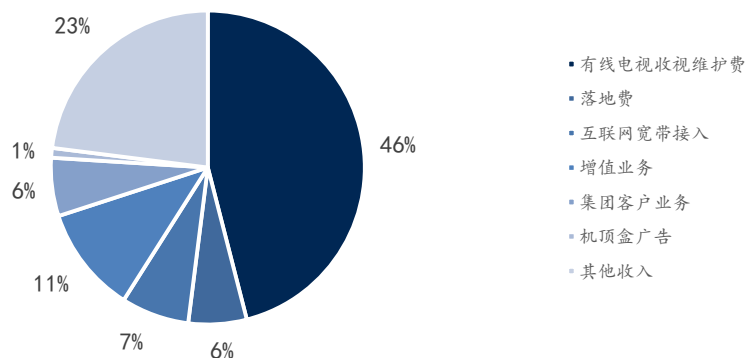
建设新时代学习大讲堂、智慧警务、农村应急广播、智慧城市、智慧旅游等智慧广电业务，获得系统建设及传输服务费等。

表 20: 国内广电系上市公司主营构成

证券代码	证券简称	主营收入构成 (2018)
600831.SH	广电网络	有线电视行业:76.85%;商品销售收入:21.01%;广告代理:2.14%
601929.SH	吉视传媒	有线电视行业:100%
600037.SH	歌华有线	有线电视收看维护收入:38.44%;信息业务收入:33.99%;频道收转费收入:11.18%;工程建设费收入:7.02%;广告收入:4.24%;其他业务:2.03%;商品销售收入:1.87%;入网建设费:1.23%
002238.SZ	天威视讯	有线电视服务:84.18%;电视购物:10.18%;其他业务:5.64%
600996.SH	贵广网络	有线电视服务:100%
600936.SH	广西广电	收视维护费收入:35.31%;专网业务收入:27.08%;广播电视器材销售收入:11.48%;宽带业务收入:8.32%;增值业务收入:7.93%;节目传输收入:5.12%;其他:2.39%;用户安装工程收入:2.09%;其他业务:0.27%
600959.SH	江苏有线	收视维护费:41.51%;城建配套费:19.69%;其他业务:13.69%;数据业务服务:9.07%;数字电视增值服务:6.36%;视频接入费:5.07%;其他:3.24%;分成收入:1.01%;入网费:0.37%
000665.SZ	湖北广电	电视收视业务收入:53.37%;数据网收入:19.97%;信息化应用收入:9.13%;节目传输收入:7.09%;其他:6.23%;机顶盒收入:3.68%;广告收入:0.53%

资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图 42: 2017 年全国有线电视收入结构



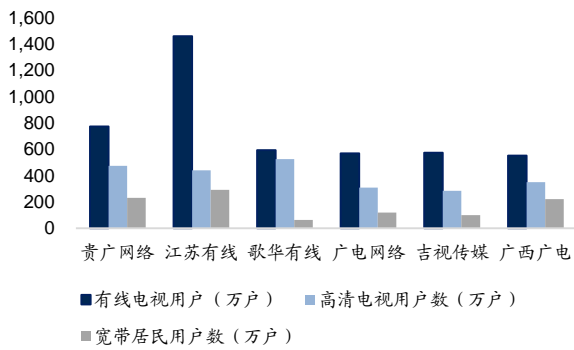
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

**有线电视用户渗透方面,广电网络和广西广电具备较大空间。**根据 2018 年年报数据,贵广网络、歌华有线、吉视传媒等有线电视用户渗透率(渗透率=有线电视用户规模/当年省常住人口户数)均超过 60%,广电网络及广西广电有线电视用户渗透率仅分别为 46%和 35%,有线电视渗透水平依然较低。

**高清电视用户渗透方面,歌华有线和贵广网络高清覆盖居前。**根据 2018 年年报数据,歌华有线、贵广网络有线电视用户渗透率(渗透率=高清电视用户规模/当年省常住人口户数)分别为 76%和 41%,而江苏有线、广电网络、广西广电高清电视用户渗透率均在 25%以下。

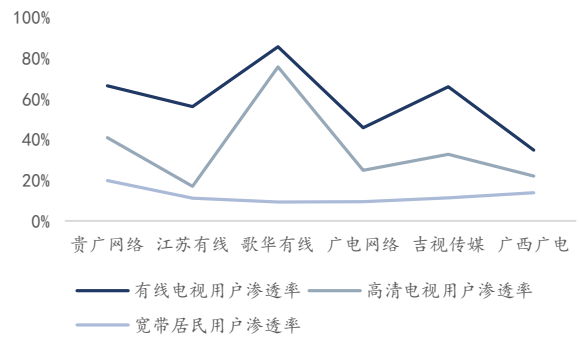
**宽带用户渗透方面,贵广网络一枝独秀。**根据 2018 年年报数据,贵广网络宽带居民用户渗透率达到 20%,其次为广西广电(14%),歌华有线、江苏有线、广电网络、广西广电、吉视传媒等广电系公司宽带用户渗透率均在 10%左右。

图 43: 广电行业有线电视、高清电视、宽带用户数



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 44: 广电行业 ARPU 情况 (元)

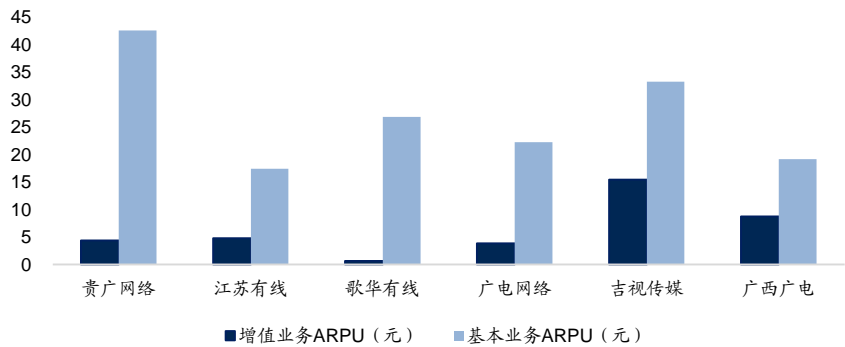


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**基本业务 ARPU 值方面, 各省差异较小, 贵广网络、吉视传媒相对较高。**根据 2018 年年报数据, 基本业务大多包含基础收视业务、宽带业务、增值收视业务及工程建设业务四个方面。贵广网络、吉视传媒基本业务 ARPU 值分别为 42 及 33 元, 相对较高, 且吉视传媒基本收视业务并未包含宽带业务; 歌华有线、广电网络、广西广电基本业务 ARPU 值在 19-33 之间; 江苏有线基本业务 ARPU 之间仅为 17 元, 原因在于江苏有线基本业务不包含宽带业务。

**增值业务 ARPU 值方面, 各省差异大, 吉视传媒高达 15 元, 歌华有线仅为 0.6 元。**根据 2018 年年报数据, 吉视传媒增值业务 ARPU 值高达 15 元, 广西广电为 9 元; 贵广网络、江苏有线、广电网络增值业务 ARPU 值较为相似, 均为 4-5 元; 歌华有线增值业务 ARPU 值仅为 0.6 元。

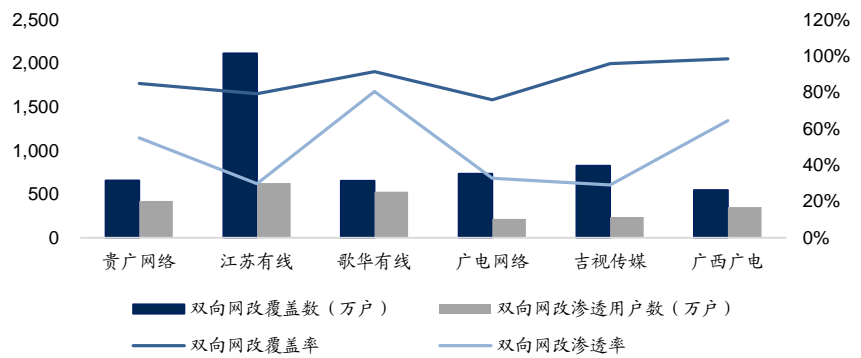
图 45: 广电行业 ARPU 情况 (元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**双向网改方面, 整体双向网改渗透率已高达 75%, 各省广电公司间差异较小。**截至 2018Q3, 我国有线电视网络双向改造用户覆盖率达到 75.1%, 双向改造已基本完成。根据 2018 年年报数据, 贵广网络、歌华有线、江苏有线、广电网络、广西广电、吉视传媒等广电系公司双向改造用户覆盖率也均超过 75%。

图 46: 广电行业双向网改情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 21: 同业可比公司情况

证券代码	公司名称	有线电视用户 (万)	高清电视用户数 (万户)	双向网改覆盖数 (万)	双向网改覆盖率	双向网改渗透用户数 (万户)	双向网改渗透率	宽带用户数 (万户)	增值业务 ARPU (元)	基本业务 ARPU (元)
600996	贵广网络	772.22	474.92	655	85.00%	422.66	55.00%	231.02	43.55	425.85
600959	江苏有线	1458.96	440.94	2113.75	79.29%	627.23	29.67%	292.17	4.79	17.45
600037	歌华有线	594.55	526.45	654.12	91.39%	526.45	80.48%	65.3	0.64	26.86
600831	广电网络	570.52	310.23	733.88	75.98%	214.59	32.84%	119.25	3.85	22.29
601929	吉视传媒	574.98	285.67	826.59	95.88%	239.59	28.99%	99.39	15.45	33.29
600936	广西广电	552.96	351.91	545.1	98.58%	351.91	64.56%	220.9	8.73	19.15

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 风险提示

宏观经济风险、整合进度不及预期、用户流失风险等。

## 国信证券投资评级

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

## 分析师承诺

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

## 风险提示

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

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

## 证券投资咨询业务的说明

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

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

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

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

### 上海

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

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032