



“穷”则思变、“变”则生机

简评

有线网络数字化稳步推进 争取进入第二批试点名单

公司作为陕西省唯一的有线电视运营商，已建成覆盖全省的有线电视传输网络，拥有光缆 5.5 万公里，光纤网络上与国家广电基础干线网贯通，下覆盖全省 11 个市（区）、106 个县（市、区）和 1,400 个乡镇、20,000 个行政村，乡镇覆盖率达到 80%、行政村覆盖率达到 70%；城乡人口覆盖率达 80%。根据公司 2010 年半年报披露，公司拥有陕西省有线电视用户 466 万户，其中数字用户 248 万户，副终端用户 20 万户，付费节目终端 31.5 万户。数字用户渗透率达到 53.2%，数字化整转稳步推进。

2010 年 7 月 1 日，国务院公布三网融合第一批试点城市 and 地区名单，公司所辖区域未列入试点范围，主要是由于公司数字化整转率尚未达标、网络双向化程度较低、互动平台还在建设中、新业务尚未开展等原因。有消息称，三网融合第二批试点城市可能在 2011 年下半年确定，数量有望超过 12 个，公司计划将网络质量较高的地区作为争取试点的重点城市（如西安、宝鸡）。

在三网融合大背景下，数字化整转对于公司而言，既是挑战又是机遇。挑战在于：整转必然带来资本开支（机顶盒成本、前端设备成本、线路改造）和财务费用的大幅增加，公司盈利能力面临严峻考验。机遇在于：建立在收视费提高基础上的数字整转将提升公司的盈利能力，主要基于以下原因：

1、收视费收入提高：数字整转将带来每户 11 元/月的收入增长（城镇居民数字电视收视费 25 元/月、模拟电视收视费 14 元/月），如果再考虑数字整转带来的缴费率提高，则每户增收为 13 元/月（目前模拟电视平均收视费收入约为 11 元/月，预计未来数字电视的平均收视费收入为 24 元/月）。公司数字用户渗透率已经超过 50%，进入 2011 年，户均收视费提升的效果开始在收入和毛利率上有明显体现。

2、挖潜用户增多：数字整转将带来大量的挖潜用户（包括了黑户清理），即原来的覆盖用户在整转过程中变为实际用户，挖潜比例预计在 5% 左右水平，而且随着数字电视整转的深入，该比例有望上升至 10% 左右。

3、副终端需求被激发：在数字整转的过程中，副终端的需求将被激发出来，由于副终端不再赠送机顶盒（收费标准 10 元/月），不仅可以增加机顶盒销售收入，而且可以拉高整体的毛利率水平（没有机顶盒摊销成本）。

4、收费模式转变，降低人工成本：数字整转也将带来收费方式的变革，缴费方式由原来的上门催缴变为银行或网上代扣代缴（数字化将使缴费信息更加清晰透明，为代扣代缴提供了便利），大量人工成本的降低将进一步提高整体盈利能力。

广电网络(600831)

上调

买入

高辉

gaohui@csc.com.cn

010-85130782

执业证书编号：S1440209090398

发布日期：2011 年 3 月 24 日

当前股价：10.73 元

目标价格 6 个月：13.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
4.75/4.42	-15.71/-17.68	-5.17/0.01
12 月最高/最低价 (元)		14.7/8.01
总股本 (万股)		56343.85
流通 A 股 (万股)		56343.85
总市值 (亿元)		54.71
流通市值 (亿元)		54.71
近 3 月日均成交量 (万)		1051.24
主要股东		
陕西省广播电视信息网络有限责		36.07%
任公司		

股价表现



相关研究报告

09.08.24	广电网络 09 中报简评：业绩下滑趋缓 全年仍有望高增长
09.06.03	广电网络调研点评：行业与公司显现积极信号
09.04.27	广电网络 091Q 点评：业绩下滑不影响 全年高增长



5、机顶盒成本不断降低：随着技术的不断进步，机顶盒的制造成本在不断下降，而其可实现功能却在不断增加，户均资本开支呈下降趋势。

6、实际线路改造成本将低于预期（原估算 150 元/户）：由于公司采取的是有条件城市率先整转的策略，预计整转工作将在线路质量较好的地区展开，像网络质量差的地市以及偏远山区的数字整转可能推迟甚至不在近 3 年的整转计划之列。

整体来看，数字整转带来的收视费提高可以覆盖赠送机顶盒、线路改造、新增运营费用等成本支出，如果再考虑付费频道、增值业务的快速增长、副终端用户收入、机顶盒和线路改造成本下降等因素，数字整转将提升整体盈利水平。

自有资金紧张 但压力在逐步缓解

公司目前共有 9 亿元贷款（6.8 亿元用于支付收购款），其中长期贷款约 8 亿元、短期贷款约 1 亿元。预计 2010 年财务费用达到 4700 万元。进入 11 年，随着收入增长带来的现金流改善，贷款额和财务费用有望逐年下降，预计 2011-13 年财务费用分别为 4400 元、3850 元、3300 元。公司也正在积极筹划新的融资方式，包括短期融资券、公司债券、可分离债券等多种融资方式均在考虑之列，届时财务费用将有效下降。

“穷”则思变 “变”则生机

公司作为陕西省有线运营商，无论从资金实力还是网络质量都无法与地处北京、深圳的有线运营商歌华有线、天威视讯相比较，加之有线资产注入产生的 6.8 亿元收购款，公司经营面临很大压力。市场有观点认为，公司会通过公开增发来解决资金问题，但我们认为，目前公司大股东陕西广电所持股权比例仅 36.07%，进一步稀释股权将影响其控制力，故公开增发并非理想方案。俗话说：穷则思变，我们期望公司在一年左右的时间会有超预期的突破。我们预测，公司 10-13 年 EPS 分别为 0.17 元、0.25 元、0.34 元、0.42 元。

从户均价值分析，天威视讯达到 5753 元/户，歌华有线达到 3258 元/户，公司仅为 1297 元/户。考虑歌华有线用户数与公司基本相等，我们按歌华有线用户价值为参考（用户规模相当），并打对折（陕西、北京的用户消费能力有较大差别），即 1629 元/户，目标价 13.5 元，上调评级至买入。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万）	949.92	1,148.3	1,341.7	1,543.00	1,774.45
主营收入增长率	13.9%	22.1%	16.8%	15.0%	15.0%
净利润（百万）	78.11	95.76	139.98	189.47	238.98
净利润增长率	81.3%	17.5%	46.2%	35.4%	26.1%
EPS（元）	0.14	0.17	0.25	0.34	0.42
P/E	77	63	43	32	25



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

分析师介绍

高辉：首都经济贸易大学金融学硕士，通信、传媒行业分析师，5 年 IT 行业和 3 年证券行业从业经验，对移动互联网、影视行业发展有深入研究，2009 年《新财富》通信行业最佳分析师入围，2010 年《新财富》通信行业最佳分析师第三名。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。