



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2009 年 9 月 17 日

传媒行业

研究部

分析员：金 宇 jinyu@cicc.com.cn
联系人：钟文明 zhongwm@cicc.com.cn
杨磊 yanglei3@cicc.com.cn

从“山重水复”到“柳暗花明”

有线网络行业深度研究

推荐有线网络板块，建议投资者把握 2010 年有线网络价值潜在 U 型反转带来的投资机会。

- **受体制束缚，有线网络经营能力和内在价值被严重低估。**2008 年，中国有线网络行业 ARPU 值为 19 元/月，不到电信行业平均水平的 1/3；美国有线网络 ARPU 值为 87 美元/月，高于电信行业的 60 美元/月。可见，中国有线网络行业价值被严重低估，根本原因在于体制束缚：1) 有线运营商收入 60~70% 来自基本收视维护费，该业务定义为公益性业务，收费价格低廉，且受到政府严格监管。2) 受制于监管体制，有线运营商只能开展视频业务，无法有效开展 ARPU 较高的宽带和语音业务。3) “数字化”缺乏内容支撑，陷入“高投入、低回报”的尴尬境地，盈利增长乏力。4) 有线网络业条块分割，各自为政，难以形成经营上的规模效应。
- **2010 年有线网络价值有望实现从 U 型左侧到右侧的过度。**2009 年政府出台了诸多支持有线网络发展的改革政策，包括《文化产业振兴规划》、《关于加快有线网络发展若干意见》、《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》、《关于促进高清电视发展的通知》等，政策数量和改革力度超过之前数年总和。我们认为，虽然当前有线网络的价值仍处于 U 型的左半侧，但继续下降空间有限，而在政策的推动下，有线网络价值在 2010 年有望向右侧转移，初现 U 型反转迹象。如“2010 年前基本完成省网整合”的政策将推动网络整合加速，互动增值业务和与电信运营商的错位竞争有望打破单一营收结构，提升用户 ARPU 值，数字化整改逐渐完成和机顶盒价格的大幅下降有利于缓解未来资本开支和折旧压力，税收优惠也将有效改善企业盈利。
- **大都市有线网络受益。**大都市有线网络的改革走在国内同行的前列，拥有更好的网络质量（数字化整转和双向化改造较早，折旧上升压力逐渐减轻），更高的用户价值（人均收入和消费水平较高，适合高 ARPU 值增值业务的开展），以及更强的跨地域整合能力（资金实力充裕和运营理念先进，管理经验丰富）。在有线网络行业价值拐点显现的时候，大都市有线网络运营商更有能力抓住机会，实现更快发展。
- **股价仅反映保守预期，估值处于合理水平。**年初以来，A 股有线网络板块整体涨幅 30%，落后于上证指数的涨幅(65%)，也处于传媒各板块中的低端。股价较为充分反映了有线网络行业面临的现实压力，如跨地域整合难有突破，基本收视费上调可预测性差，互动增值业务贡献低下和折旧压力上升等，但对政策改革和业务转型可能带来的价值提升反映不足。从估值上看，不论采用何种估值方法（EV/EBITDA 或 PE 或 DCF），有线网络板块估值基本处于内在价值附近。展望未来 6-12 个月，无论是折旧下降带来的盈利回升还是政策推动下的外延扩张空间释放，都有望改变市场预期，提升投资价值。

建议投资者遵循“重组整合+业绩改善”两条主线选择投资标的，重点推荐天威视讯和歌华有线。

- **天威视讯 (17.10 元，推荐)：6-12 个月投资周期，公司合理股价在 20 元以上，并有望上看 25 元。**公司 2008 年和 2009 年上半年成本控制非常有效，使我们对 2010 年和 2011 年折旧下降转化为利润的判断更有信心，不计整合影响，公司 2011 年每股盈利 0.64 元，支撑内在价值。天威视讯整合关外网络乃大势所趋，未来 12 个月内完成的可见度处于较高水平。成功整合关外网络后，天威视讯用户数量将从 80 万提高到 200 万以上，由于关外有线电视入户率、数字电视转换率和宽带用户比例均较低，整合后公司内生成长空间打开。
- **歌华有线 (12.02 元，推荐)：悲观预期改善，投资空间有望打开。**上半年业绩超预期，显示成本控制成效明显。四季度公司有望重获所得税优惠，并提升 09 年每股盈利到 0.32 元-0.35 元。09 年动态市盈率 34.3-37.5x，估值压力下降。我们预计歌华有线将从广电总局和北京市政府获得更多的政策支持，未来 6-12 个月公司实现跨地域和跨产业链整合的可能性大幅提升。

风险提示：地方微观利益难以打破，网络整合进程低于预期；用户习惯培养不利，互动增值业务开展缓慢；三网融合进程受阻，错位竞争格局难以形成；其他视频传输方式（地面/卫星/移动/IPTV/网络视频）对有线用户分流严重。

【中金传媒】近期深度研究报告

08/28/2009 《传媒 4 季度策略:万事俱备，待“东风”转》

06/19/2009 《传媒中期策略:不破不立，组合投资》

图表 1：有线网络板块投资建议一览

公司名称	股票代码	评级	理由	催化剂	年初至今涨幅	
					个股	上证A股
天威视讯	002238	推荐	2010-2011年折旧压力趋缓，盈利增长显著，2011年每股收益0.64元，给与30xPE，合理股价为20元左右。2010年整合关外网络可见度高，收购后合理股价有望提升至25元。	盈利增长（折旧压力趋缓，互动业务启动，错位竞争发生）和收购关外网络	39.6%	64.7%
歌华有线	600037	推荐	股价大幅落后大盘，充分反映悲观预期，改善带来投资空间	4季度所得税优惠获得/北京市政府更多补贴/跨地域收购重组/基本收视费提价	26.7%	64.7%
广电网络	600831	中性	数字化整转比例不高，网络质量和用户价值较低，融资压力较大	交易性机会（4季度税收优惠/跨地域整合/错位竞争/数字化整转比例提升）	37.5%	64.7%
电广传媒	000719	中性	估值高，安全边际不足	交易性机会（创业板概念/湖南省网整合/跨省收购网络）	64.8%	64.7%
东方明珠	600832	中性	估值高，安全边际不足	交易性机会（上海世博会概念/CMMB手机电视/东方有线提价）	47.9%	64.7%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：中金重点研究传媒公司估值比较表

公司列表	股价货币	股价	总市值	投资建议	P/E			P/B			EV/EBITDA		
		(2009-9-16)	(百万元)		08	09E	10E	08	09E	10E	08	09E	10E
中金研究-A股													
有线网络													
天威视讯	CNY	17.1	4,566	推荐	60.3	53.7	37.3	3.8	3.7	3.4	12.5	12.4	11.5
歌华有线	CNY	12.02	12,745	推荐	38.7	48.1	43.6	3.0	2.8	2.7	17.8	15.3	13.9
广电网络	CNY	7.88	3,415	中性	78.9	36.1	31.6	3.0	2.8	2.6	9.8	10.8	10.0
报纸经营													
博瑞传播	CNY	21.61	8,110	推荐	42.3	29.9	23.9	8.0	6.6	5.4	27.7	20.7	16.6
新华传媒	CNY	11.01	9,587	中性	39.6	41.7	37.6	4.5	4.1	3.7	34.6	23.6	20.2
华闻传媒	CNY	6.17	8,392	中性	50.5	49.2	43.7	4.0	3.7	3.5	18.1	19.0	15.5
粤传媒	CNY	10.16	3,558		3629	221.8	153.7	2.7	2.7	2.7	71.3	28.0	20.5
图书出版													
时代出版	CNY	16.66	6,507	推荐	30.3	26.5	24.3	3.5	3.1	2.8	72.4	20.8	19.2
出版传媒	CNY	10.16	5,597	中性	48.4	43.5	38.3	4.1	3.8	3.5	48.2	38.0	32.5
电视广告经营													
中视传媒	CNY	14.73	3,487	中性	64.3	52.1	47.6	4.1	3.9	3.7	29.5	30.2	25.3
户外广告经营													
北巴传媒	CNY	12.35	4,980	推荐	55.5	30.7	23.8	5.7	4.8	4.0	15.0	15.1	12.5
综合													
中信国安	CNY	18.52	28,891	中性	81.2	34.9	47.7	5.6	5.0	4.6	90.2	56.1	45.9
电广传媒	CNY	22.2	9,022	中性	422.9	125.3	71.8	5.4	5.2	4.8	22.1	24.6	22.6
东方明珠	CNY	10.1	32,182	中性	72.1	76.6	61.0	5.3	5.0	4.6	47.7	44.0	37.8
中值		12.19	7,309		57.9	45.8	41.0	4.1	3.9	3.6	28.6	22.2	19.7
Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内, 每股盈利采用万得平均预测均值													

Note: 黄色标记公司不在中金正式研究范围内，每股盈利采用万得平均预测均值

资料来源：公司资料，中金公司研究部

目录

受体制束缚，有线网络经营能力和内在价值被严重低估	4
2010 年有线网络价值有望实现从 U 型左侧到右侧的过度	7
看好大都市有线网络运营商	11
网络质量较好	11
用户价值较高	11
跨地域整合能力强	13
有线网络板块表现反映保守预期，估值处于合理水平	14
投资风险	18
天威视讯 (002238.CH): 推荐	19
歌华有线 (600037.CH): 推荐	21
广电网络 (600831.CH): 中性	23
电广传媒 (000917.CH): 中性	25
东方明珠 (600832.CH): 中性	27

图表目录

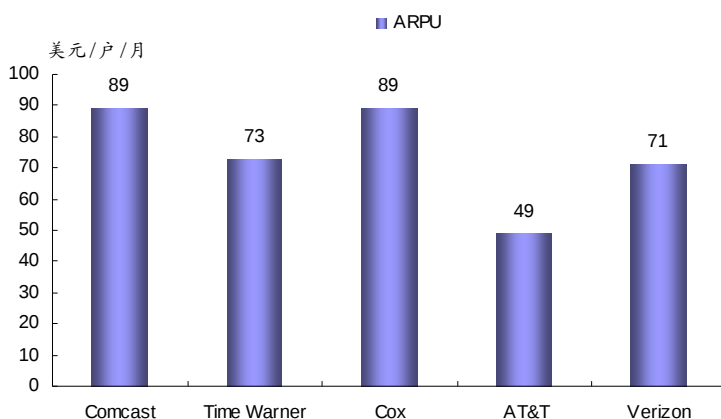
图表 1: 有线网络板块投资建议一览	2
图表 2: 中金重点研究传媒公司估值比较表	2
图表 3: 美国有线网络与电信运营商 ARPU 对比 (2006)	4
图表 4: 美国时代华纳有线业务和电报电话公司业务收入结构 (2006)	4
图表 5: 中国有线网络与电信业务对比 (2008)	5
图表 6: 有线网络基本收视费定位为公益性，收费偏低	6
图表 7: 深圳天威视讯有线宽频业务成本结构 (2007)	6
图表 8: 文化体制改革向纵深发展，有线网络相关改革政策集中出台 (2009)	8
图表 9: 有线网络积极开展跨地域整合尝试	8
图表 10: 中国有线网络运营商的业务模型	9
图表 11: 杭州华数的收入结构 (2008)	9
图表 12: 有线与电信积极开展错位竞争业务	9
图表 13: 数字化整转比例稳步上升，折旧压力将趋于缓解	10
图表 14: 天威视讯和歌华有线数字化比例高于广电网络 (1H09)	11
图表 15: 天威视讯/歌华有线/广电网络折旧摊销支出对比	11
图表 16: 深圳、北京和陕西的人口结构和人均收入对比	12
图表 17: 天威视讯/歌华有线/广电网络运营情况对比 (2008)	12
图表 18: 天威视讯/歌华有线/广电网络财务指标对比 (1H09)	13
图表 19: 有线网络板块表现大幅落后	14
图表 20: 有线网络个股表现落后大盘	14
图表 21: 传媒板块估值低于历史平均水平	15
图表 22: 天威视讯/歌华有线/广电网络 PE, EV/EBITDA Band	15
图表 23: 天威视讯 DCF 估值显示内在价值为 14.9 元/股	16
图表 24: 天威视讯 DCF 估值敏感性分析	16
图表 25: 歌华有线 DCF 估值显示内在价值为 12.4 元/股	17
图表 26: 歌华有线 DCF 估值敏感性分析	17
图表 27: 竞争问题加剧	18

受体制束缚，有线网络经营能力和内在价值被严重低估

美国有线网络 ARPU 值 87 美元/月，高于美国电信行业的 60 美元/月。2006 年，美国有线网络收入为 682.3 亿美元，相当于美国电信业的 18%。但美国主要有线网络运营商（Comcast/Time Warner/Cox）的 ARPU 值大约在 87 美元/月左右，要高于主要电信运营商（AT&T/Verizon）的 ARPU 值（见图 3），主要原因在于：（1）美国有线网络为全业务运营商，且基本视频业务收费与电信语音业务相当。（2）美国有线用户少于电信用户，因为有线用户以家庭为主，电信用户以个人为主。2006 年，美国有线用户数有 6530 万户，美国移动电话用户约 2.1 亿。

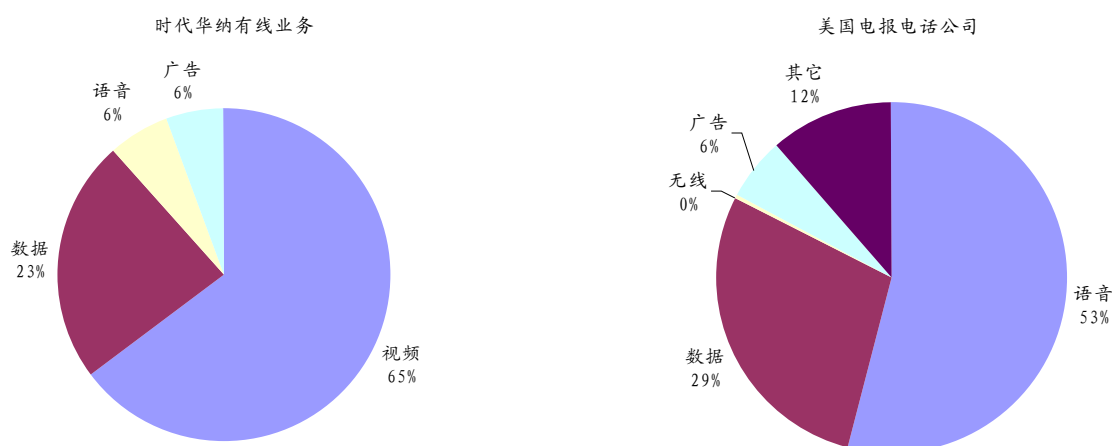
中国有线网络行业用户 ARPU 值为 19 元/月，不到电信行业平均水平的 1/3。2008 年，中国有线网络收入 369.5 亿元，有线用户数 1.64 亿户，每月 ARPU 值为 19 元。中国电信运营商收入 8139.9 亿元，固定电话用户数 3.4 亿，每月 ARPU 值为 40 元；移动电话用户数 6.4 亿，每月 ARPU 值为 43-83 元，宽带用户数 8343 万户，每月 ARPU 值为 70-80 元（见图 3）。

图表 3：美国有线网络与电信运营商 ARPU 对比（2006）



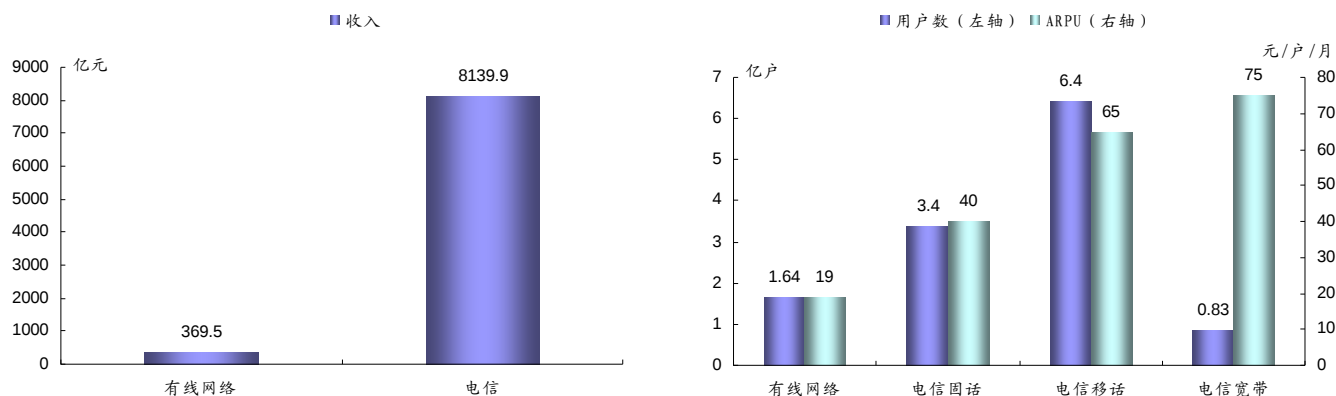
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4：美国时代华纳有线业务和电报电话公司业务收入结构（2006）



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5: 中国有线网络与电信业务对比 (2008)



资料来源: 广电总局, 工信部, 中金公司研究部

中国有线网络价值被严重低估的根本原因在于体制束缚: (1) 基本收视费是当前有线运营商收入的主要来源, 但被定义为公益性业务, 收费低廉。(2) 受制于电信部门监管, 目前有线运营商只能开展视频业务, 尚无法有效开展 ARPU 较高的宽带和语音业务。(3) 数字化整转陷入“高投入、低回报”的尴尬境地, 导致有线运营商的成本和收入不匹配。(4) 各地有线网络条块分割, 各自为政, 难以形成经营上的规模效应。

- ▶ **基本收视费定位为公益性, 收费偏低。** 广电总局将基本收视费定位为公益性, 遵从成本定价原则, 且需要经过听证程序。08 年初, 广电总局曾经对有线网络在数字化后的基本运营成本做过深入和专业的分析, 并保守估计大部分城市网络运营成本超过 19 元/月, 而北京和上海当前的基本收视费仅为 18 元/月和 13 元/月, 明显偏低。即使考虑已经提价的城市基本收视费, 也一般在 20 元/月-28 元/月之间, 远低于电信业务的 ARPU 值水平。
- ▶ **宽带业务受制于电信部门利益。** 受电信部门和广电部门利益分工的影响, 目前有线运营商没有语音业务牌照和互联网出口带宽, 获得宽带接入牌照的有线运营商必须向相关电信运营商租用出口带宽, 大大增加了业务开展的成本。以天威视讯为例, 出口带宽租金占公司有线宽频业务成本的 40%, 直接导致该业务毛利率低下, 盈利能力不佳。
- ▶ **数字化“整体转换”导致收入和成本不匹配。** 2003 年, 广电总局提出采取“整体转换”的方式实现全国有线电视的数字化, 转换成本由“企业、政府和用户”三者共同分担, 其中企业负担前端设备投入-网络改造-后端设备投入 (尤其是机顶盒免费提供给用户), 政府提供财政补贴和税收优惠, 用户仅承担部分基本收视费的提升 (上海和北京用户尚未承担)。在基本收视费公益性定位和政府财政投入有限的情况下, 整转成本大部分由有线运营商负担。以广电网络为例, 单向数字化改造投入成本为 150 元/户, 双向数字化改造成本约为 260 元/户, 而陕西数字电视的基本收视费仅为 25 元, 如果光靠基本收视费, 收回改造成本也要 6-10 年以上。因此, 在付费增值业务模式尚不成熟和不允许有线网络经营内容业务的情况下, 以基本收视费为主要收入来源的有线运营商在整转过程中难以覆盖支出的巨大成本, 并陷入“高投入、低回报”的尴尬境地。
- ▶ **四级办台、条块分割, 没有形成规模效应。** 1983 年国家提出“四级办台, 四级混合覆盖”以来, 中央、省、市和县均开办了自己的电视台和网络基础设施, 目前各级有线网络运营机构约有 4000 家 (电信只有 3 家), 各自为政, 条块分割, 单个运营的客户规模不大, 难以形成经营上的规模效应。

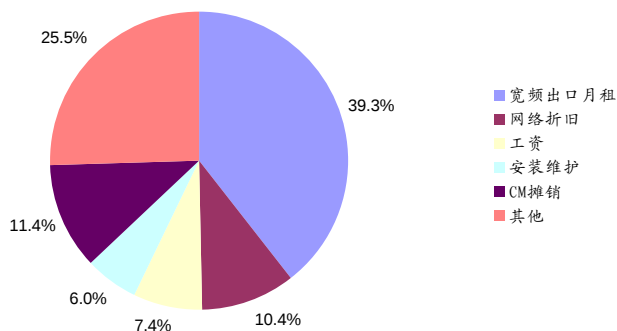
图表 6：有线网络基本收视费定位为公益性，收费偏低

城市	模拟收视费(元/月)	数字电视基本收视费(元/月)	上涨幅度
上海	13	13	0%
佛山	14	17	21%
北京	18	18	0%
青岛	12	22	83%
重庆	12	22	83%
太原	12	23	92%
陕西	14	25	79%
大连	12	24	100%
湖南	16.5	25	52%
福州	14	26	86%
海南	16	26	63%
广西	13	26	100%
广州	17	26.5	56%
济南	13	28	115%
淄博	13	28	115%
深圳	16	28	75%
平均值	14	24	67%

资料来源：广电总局，中金公司研究部

图表 7：深圳天威视讯有线宽频业务成本结构（2007）

天威视讯有线宽频业务成本结构



资料来源：公司资料，中金公司研究部

2010 年有线网络价值有望实现从 U 型左侧到右侧的过度

2009 年政府出台了诸多有线网络相关的改革政策，主要包括《文化产业振兴规划》、《关于加快有线网络发展若干意见》、《文化体制改革经验交流会》、《电子信息产业振兴规划》、《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》以及《关于促进高清电视发展的通知》等，不论是政策的数量还是政策的质量，都超过过去数年的总和，改革政策力度空前，改革目标清晰明确。我们认为，虽然当前有线网络的价值仍处于 U 型的左半侧，但继续下降空间有限，而在政策的推动下，有线网络价值在 2010 年有望向右侧转移，初现 U 型反转迹象：2010 年前基本完成省网整合有利于提高用户的规模效应，互动增值业务和与电信运营商的错位竞争将提升用户 ARPU 值，数字化整改逐渐完成和机顶盒价格的下降有利于缓解折旧支出压力，以及税收优惠重新获得将有效改善运营商业绩。

- ▶ **重组整合加速。**8 月，广电总局《关于加快有线网络发展若干意见》中指出，“确保 2010 年底前各省基本完成整合”和“大力培育实力雄厚、影响力大、核心竞争力强的大型有线网络运营企业，鼓励和支持有实力的省级有线网络公司跨省联合重组”。目前为止，北京、陕西、江苏、天津、河北、吉林、安徽、广西、海南和贵州等 10 个省市已经完成了省市县三网的整合，其他省市也在抓紧赶在 2010 年前完成省网整合。跨省整合方面，9 月电广传媒与国家开发银行签署《开发性金融合作协议》，自 2009 年至 2018 年间，国开行电广传媒提供融资额度 197 亿元人民币，用于公司的跨地域网络开拓。我们预计，拥有资金优势的有线网络上市公司将成为跨地域整合的主体。2010 年，各省内外的网络整合，将有效提升当前有线运营商的用户规模效应，成为有线运营商价值重估的催化剂。
- ▶ **增值业务是提升有线运营商 ARPU 值的关键所在。**8 月，广电总局《关于加快有线网络发展若干意见》中指出，“加快有线网络向 NGB 演进，已经完成数字整转的要加快双向化改造，尚未完成整转的直接向双向过渡。2010 年底，全国大中城市城区有线网络的平均双向覆盖率要达到 60% 以上；2011 年底，大中城市城区平均双向用户覆盖率要达到 95% 以上。”我们认为，双向化之后的增值业务将成为打开有线运营商 ARPU 值提升空间的关键所在（见图表 10），原因是：1）基本收视费定价受政府控制，且采用成本定价原则，不会有太大的提升空间。2）付费节目频道目前贡献不大，但从国外经验来看，如果节目内容有足够的吸引力，增值空间巨大。3）基于双向网或者 NGB 的互动业务，是有线网络业务的一个质变，将形成与电信 IPTV 和宽带上网业务的实质竞争，极大提升现有业务的 ARPU 值。以杭州华数为例，杭州地区现有数字用户 180 万户，互动用户 40 万（互动比例 22%），宽带用户 20 万；基本收视费 21 元/月，互动业务 35 元/月，宽带业务 98 元/月，综合业务每月 ARPU 在 60 元以上，与电信业务的水平相当；08 年收入结构为基本收视费占 37%、互动电视占 16%、宽带业务占 26% 和集团数据占 21%。
- ▶ **“错位竞争”将给有线运营商 ARPU 值锦上添花。**5 月，国务院在《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》中明确提出推动电信和广电双向准入，推动三网融合。有线网络可以提供运营商稀缺的用户接入资源、宽带服务能力、视频传输资格，同时从运营商处获得出口带宽和资金支持，协同效应明显。我们认为：南方的有线网络公司和本地移动或联通，北方有线网络公司和本地移动或电信合作的可能性最高。最近泉州广电和泉州移动、上海南汇广电和上海联通以及新疆广电和新疆移动、深圳移动和深圳广电的合作验证了我们关于“错位竞争”的判断，我们相信更大规模的合作将在未来 1-2 年内陆续展开，上市有线网络歌华、天威、电广传媒、广电网络等都可能成为合作主体。
- ▶ **数字化整转比例稳步上升，折旧上升压力将趋于缓解。**8 月，广电总局《关于加快有线网络发展若干意见》中指出，“到 2010 年，直辖市和东、中部地区地市以上城市要实现有线电视数字化，东、中部地区县级城市和西部地区大部分县级以上城市要基本完成有线电视数字化。”我们认为，天威视讯（数字化比例 100%）和歌华有线（数字化比例超过 50%）等大都市有线网络的资本开支高峰期已经即将过去，且随着机顶盒价格的迅速下降，折旧上升压力在未来 1-2 年内将趋于缓解。
- ▶ **税收优惠在 4 季度获得的可见度较高，对部分上市公司盈利构成有力支撑。**8 月 12 日，财政部、国家税务总局和中宣部联合发布了《关于转制文化企业名单及认定问题的通知》，对可以享受 114 号文和 34 号文规定税收优惠的企业资质进行了详细地说明。A 股有线网络相关上市公司中，歌华有线、广电网络和电广传媒均向相关主管部门提出了申请，其中，电广传媒子公司湖南省有线电视网络（集团）股份有限公司已经获得 2009-2013 年的所得税免征资格。因此，我们预计，歌华有线和广电网络在 4 季度获得相关税收优惠的概率较大。

图表 8：文化体制改革向纵深发展，有线网络相关改革政策集中出台（2009）

时间	发起部门	政策/会议	主要内容
2009年8月	中宣部、文化部、广电总局和新闻出版总署	文化体制改革经验交流会（江苏会议）	提出文化体制改革进入攻坚克难的关键阶段，进一步推动改革向纵深发展，向面上推开，加快转企改制-集团化重组-上市融资-跨区域整合的步伐。会议表彰了12个全国文化体制改革先进地区和58家先进企业。
2009年8月	广电总局、科技部和上海市	NGN示范网建设启动	科技部、国家广电总局和上海市近日正式签署了“中国下一代广播电视网（NGN）建设示范合作协议”，计划在2010年前覆盖上海地区的50万用户
2009年8月	广电总局	《关于加快有线网发展若干意见》	《意见》分为六大点14小点，主要内容包括推动有线网络整合、落实税收优惠、培育市场主体和开展多元业务等，要求2010年底以前，全国做到一省一网。
2009年8月	广电总局	《广电总局关于促进高清电视发展的通知》	要求各级广播影视部门将高清电视作为2009年工作重点，按照广电总局的规划，中央电视台第一套节目和北京卫视、上海东方卫视、江苏卫视、湖南卫视5套节目，将在9月28日正式成为广电“标清同播”的第一批“应召者”。同播的高清频道第一年度的节目同播率和高清播出率要高于50%，第二年度要高于70%，力争第三年度达到全高清播出。
2009年7月	国务院办公厅	《文化产业振兴规划》	规划要求：做好推动跨区域、跨行业联合或重组，培育骨干文化企业等八项重点工作，深化文化体制改革，吸引社会资本，加大政府投入、增强税收和金融等政策支持，为文化产业发展提供有利保障。
2009年7月	广电总局	《广电总局关于推进广播电视“制播分离”改革（修改稿）》	其中明确规定，“除影视剧外，电视台从市场购买节目的比例，原则上每年不低于播出总量的30%”。
2009年5月	发改委	《关于2009年深化经济体制改革工作的意见》	落实国家相关规定，实现广电和电信企业的双向进入，推动“三网融合”取得实质性进展（工业和信息化部、广电总局、发展改革委、财政部负责）
2009年4月	国务院办公厅	《电子信息产业振兴规划》	要求加快模拟电视向数字电视过渡，推动全国有线、地面、卫星互为补充的数字化电视网络建设，丰富数字内容，推动高清节目播出，促进数字电视普及，带动数字演播室设备、发射设备、卫星接收设备的升级换代，实现视听产业链的整体升级。
2009年4月	财政部、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》	主要涉及营业税、增值税税收优惠
2009年4月	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》	主要是针对改制企业的所得税优惠，期限为2009-2013年
2008年10月	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》（国办发[2008]114号）	在注重保持政策连续性的基础上，政策支持力度进一步加大，更加突出了针对性和可操作性。期限为2009-2013年

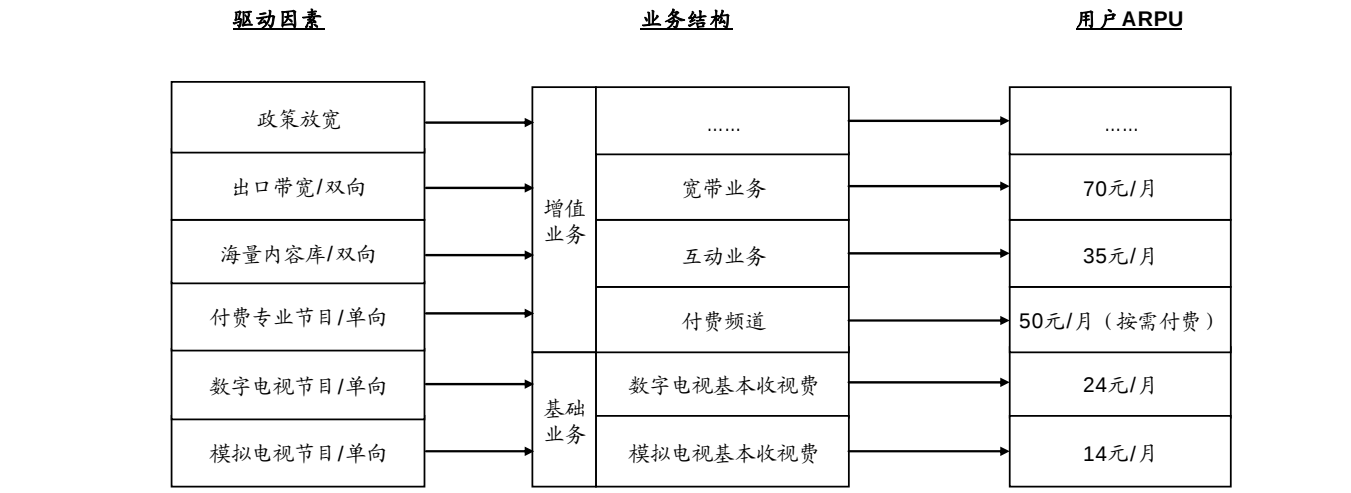
资料来源：各大部委网站，中金公司研究部

图表 9：有线网络积极开展跨地域整合尝试

类型	时间	事件	属性
网络整合	2009年9月	电广传媒与国家开发银行签署《开发性金融合作协议》，自2009年至2018年间，国开行为电广传媒提供融资额度197亿元人民币，用于公司的跨地域网络开拓。	跨地域
	2009年6月	江苏有线与昆广网络签署了建设“昆明互动数字电视平台”协议	跨地域
	2009年6月	天威视讯和广电网络，将参与茁壮网络上市前的增资扩股，分别认购股份130万股，持股比例为1.6%	跨产业链
	2009年6月	歌华有线向涿州歌华单方面增资3000万，同时调整前期拟设新公司的投资方案。	跨地域
	2009年6月	电广传媒撤销网络分公司，与荣涵投资共同组建华丰达有线网络公司，有望通过“华丰达”的平台，加快湖南省内外有线网络的并购整合。	跨地域

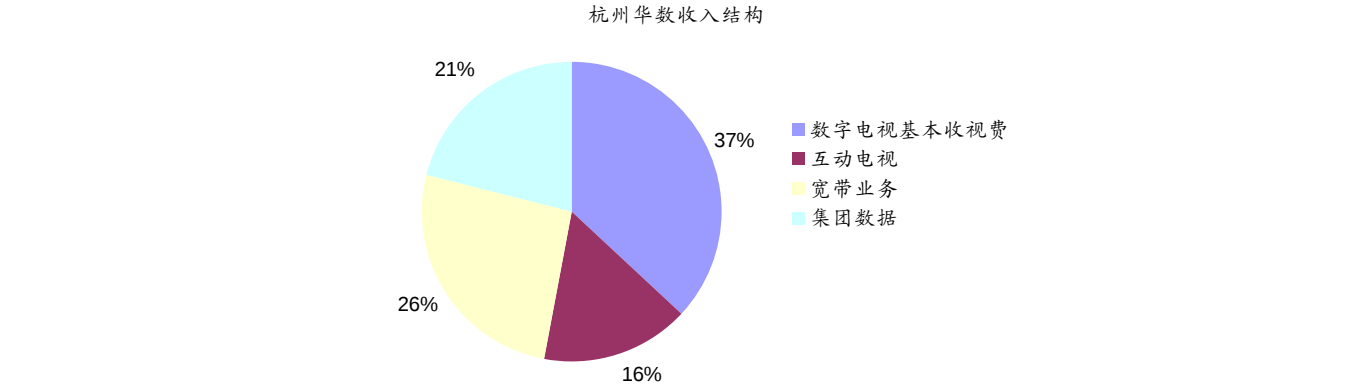
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 10：中国有线网络运营商的业务模型



资料来源：中金公司研究部

图表 11：杭州华数的收入结构（2008）



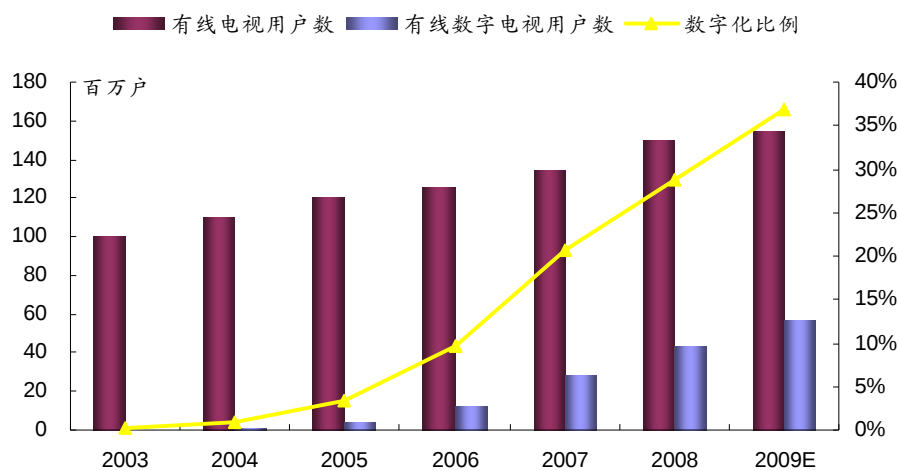
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 12：有线与电信积极开展错位竞合业务

类型	时间	事件	属性
错位竞合	2009年8月	两种业务模式，一是向苏州移动的手机充值600元，同时承诺最低消费70元就可免费使用2M不限时宽带一年(价值600元)，免108元开户费；二是如果开通600元的包年宽带业务，就可免108元开户费并赠送2个月的宽带使用	苏州移动+苏州广电
	2009年5月	拥有1500万用户的深圳移动与深圳广播电视集团签署了战略合作框架协议，根据协议双方将开展跨行业的多业务套餐营销，提供“移动通信+宽带接入+无线上网+数字电视”的全业务方案，合作建设基础网络设施。其中，数字电视和宽带接入主要由深圳广电集团负责，而移动通信和无线上网则主要由深圳移动提供。	深圳广电+深圳移动
	2009年4月	移动有线通的宽带包月价格30元，而泉州地区电信宽带的包月价格为78元。	泉州广电+泉州移动
	2009年4月	南汇广电采用与上海新联通（原上海网通）合作共同扩展的方式进行双向网络改造建设和双向业务运营。	上海南汇广电+上海联通
	2009年4月	自治区广播电视局与中国移动通信集团新疆有限公司签订了业务合作框架协议，确定在宽带业务、渠道共享、增值业务等方面建立全面合作。	新疆广电+新疆移动

资料来源：各大网站，中金公司研究部

图表 13：数字化整转比例稳步上升，折旧压力将趋于缓解



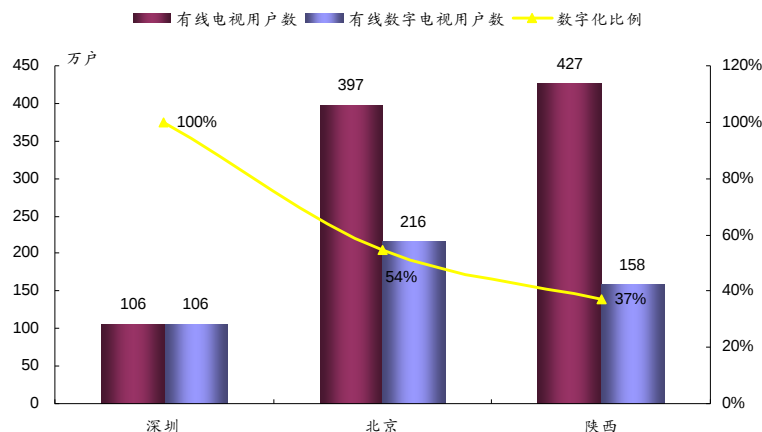
资料来源：广电总局，中金公司研究部

看好大都市有线网络运营商

网络质量较好

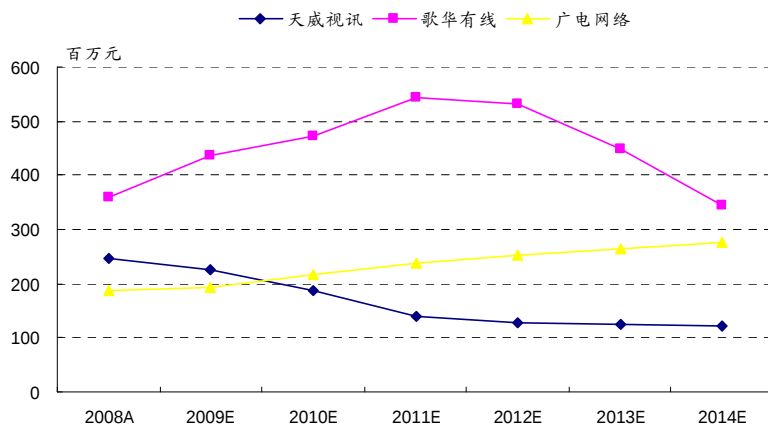
大都市有线网络的数字化整转比例更高，折旧支出上升的压力相对趋缓。(1) 截至 09 年上半年，深圳拥有有线用户 106 万个，数字用户 106 万，数字化比例 100%；歌华拥有有线用户数 397 万，数字用户 216 万，数字化比例 54%；广电网络拥有有线用户 427 万，数字用户 158 万，数字化比例 37%。(2) 数字化整转完成更早，数字化比例越高，未来的资本支出压力更小，加上机顶盒成本的下降，折旧摊销支出上升的压力也会相对趋缓。比如天威视讯的折旧支出将在 2010-2011 年显著下降，对利润增厚的贡献将非常明显。

图表 14：天威视讯和歌华有线数字化比例高于广电网络（1H09）



资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表 15：天威视讯/歌华有线/广电网络折旧摊销支出对比



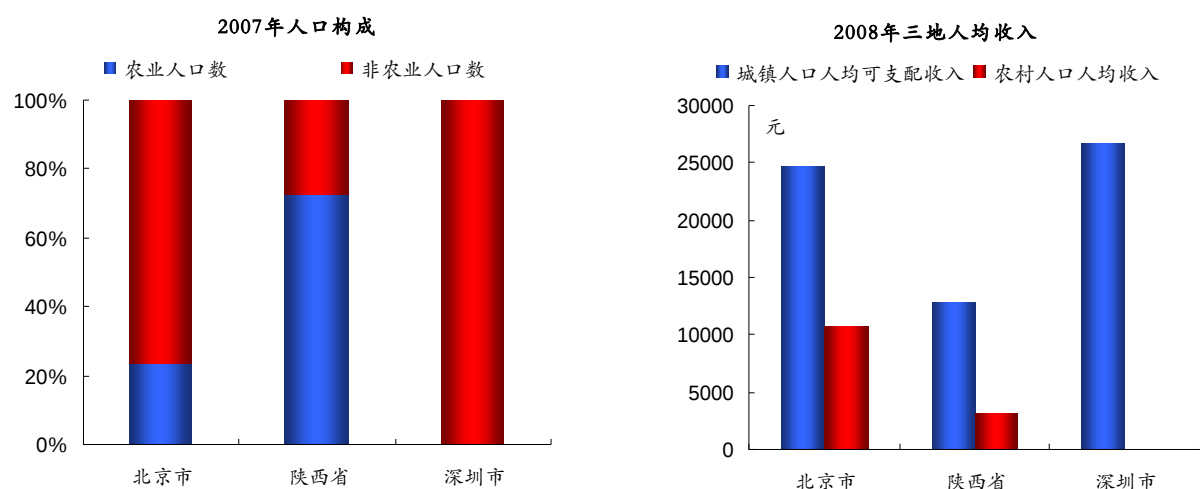
资料来源：公司资料、中金公司研究部

用户价值较高

大都市有线网络城市人口占比高和消费能力更强。(1) 北京市拥有 1216 万总人口，其中 931 万为城市人口。虽然陕西拥有 3783 万总人口，但农村人口占比 72.4%，城市人口仅为 1042 万。而天威视讯拥有 212 万总人口，全部为城市人口。(2) 北京和深圳城镇年人均可支配收入分别为 2.47 万元和 2.67 万元，为陕西 1.29 万元的两倍左右。(3) 我们认为，天威和歌华未来收入增长的驱动因素在于互动增值业务和有线宽频，而广电网络收入的驱动因素更多来自数字化整转带来的基本收视费收入提升。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 16：深圳、北京和陕西的人口结构和人均收入对比



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表 17：天威视讯/歌华有线/广电网络运营情况对比（2008）

项目	单位：百万元	天威视讯	歌华有线	广电网络
收入结构	营业收入	711	1360	834
	有线电视收视费	342	783	589
	信息业务收入	183	241	70
	频道落地费收入	81	116	70
	工程费	39	105	50
	其他	64	115	55
视频业务结构	有线电视收入合计	342	783	589
	模拟电视用户收入	0	417	386
	数字电视用户收入	312	366	200
	付费电视用户收入	8	0	4
	互动电视用户收入	22	0	0
数据业务	有线宽频用户收入	183	68	70
用户结构	有线电视用户数（万户）	106	383	410
	模拟电视用户数（万户）	0	193	299
	数字电视用户数（万户）	106	190	111
	付费电视用户数（万户）	5	0	4
	互动电视用户数（万户）	5	0	0
	有线宽频用户数（万户）	25	8	10
ARPU 值结构	模拟电视 ARPU（元/月/户）	0	18	14
	数字电视 ARPU（元/月/户）	28	18	25
	付费电视 ARPU（元/月/户）	16		8
	互动电视 ARPU（元/月/户）	35		
	有线宽频 ARPU（元/月/户）	60	72	58

资料来源：公司资料，中金公司研究部

跨地域整合能力强

大都市有线网络运营商拥有更好的资金状况和运营能力，跨地域整合的可能性更大。(1) 09 年上半年，天威视讯和歌华有线的货币资金分别为 6.5 亿元和 15.6 亿元，有息负债分别为 2 亿和零，资产负债率分别为 29.6% 和 23.8%，均好于广电网络。(2) 我们认为，天威和歌华的网络质量更好，运营管理能力更强，如果进行跨地域整合，运营管理能力的输出更具有协同效应。

图表 18：天威视讯/歌华有线/广电网络财务指标对比 (1H09)

单位：百万元	天威视讯	歌华有线	广电网络
货币资金	646	1558	149
有息负债	200	0	775
资产负债率	29.6%	23.8%	57.1%
财务费用	7	-11	23
净利润	38	144	47
经营性现金流	146	331	218

资料来源：公司资料，中金公司研究部

有线网络板块表现反映保守预期，估值处于合理水平

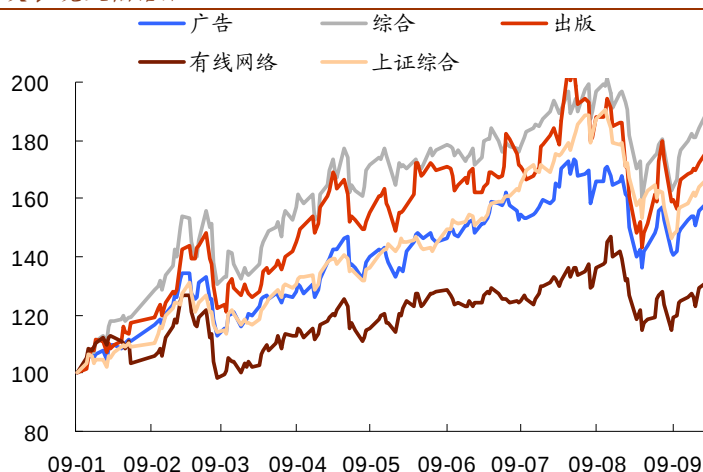
年初以来，A股有线网络板块整体涨幅30%，不仅落后于上证指数的涨幅(65%)，也处于传媒各子板块中的最低端（见图19）。个股表现方面，天威视讯涨幅40%，歌华有线涨幅27%，广电网络涨幅37%，分别落后于上证指数25个点、38个点和28个点。

我们认为，有线网络板块表现大幅落后的原因在于：（1）市场一致预期对09年有线网络价值持保守态度，包括税收支出大幅上升/基本收视费难以上调/付费和互动业务没有贡献/跨地域整合难有突破/折旧压力持续上升等。（2）市场风格过度偏好周期性和大盘股票，而对防御性（经营稳定）和主题性（重组）特征明显的有线网络板块关注不足。

当前，有线网络板块估值基本处于合理水平，天威/歌华的09年EV/EBITDA分别为12.4x和15.3x，09年PE分别为53.7x和48.1x，均处于各自历史波动区间的中值附近。

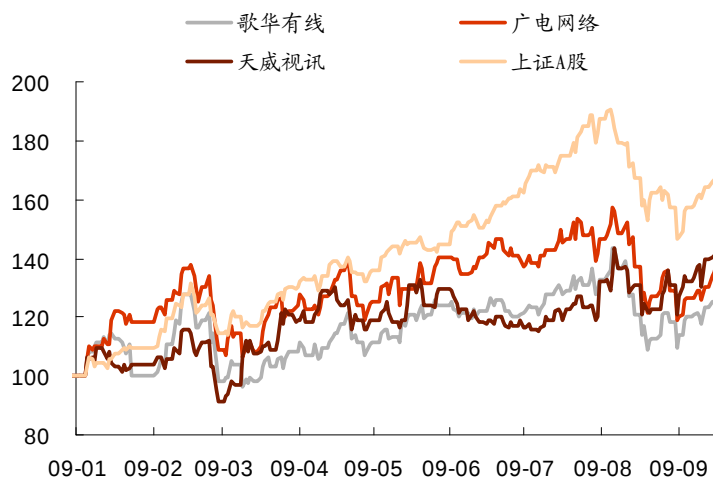
此外，不考虑任何改善因素的影响，取加权平均资本成本9.1%和永续增长率3.5%，歌华有线和天威视讯的内在价值分别为12.4元和14.9元，显示当前股价相对合理。因此，我们认为市场对于有线网络的保守预期已经充分反映，未来6-12个月内，如果市场保守预期因素中的一个或数个发生积极变化，必将提升有线网络的价值，同时改变市场预期，带来投资机会。

图表 19：有线网络板块表现大幅落后



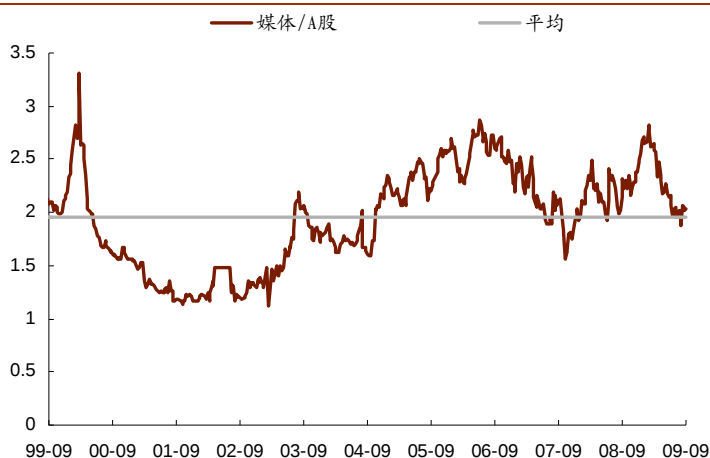
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 20：有线网络个股表现落后大盘



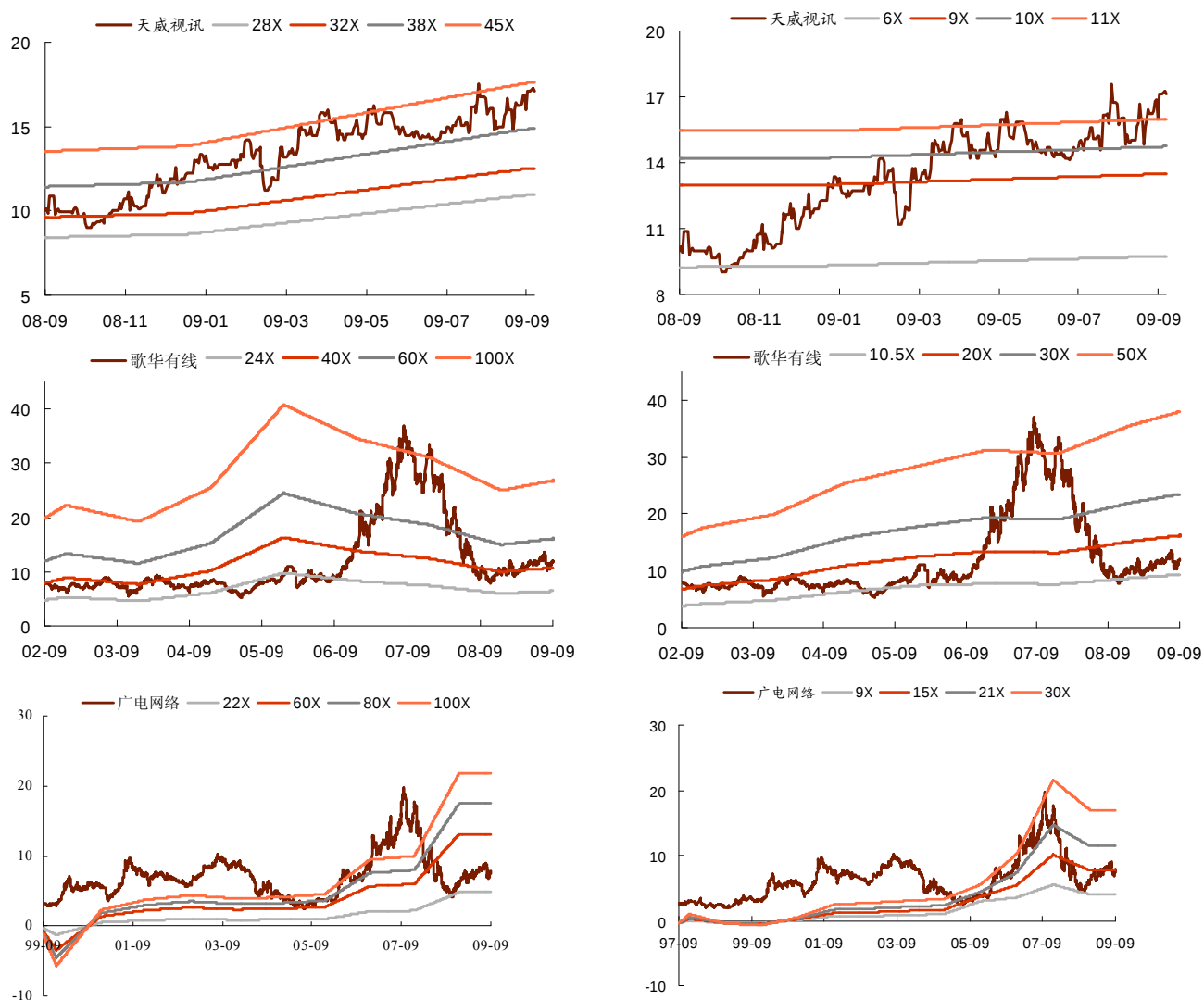
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 21: 传媒板块估值回归历史平均水平附近



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 22: 天威视讯/歌华有线/广电网络 PE, EV/EBITDA Band



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 23：天威视讯 DCF 估值显示内在价值为 14.9 元/股

单位:百万元	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018	2019	2020
主营业务收入	809	912	987	1071	1116	1163	1214	1269	1324	1370	1411	1452
主营业务利润	243	313	403	439	464	491	520	553	586	614	639	665
营业利润	89	143	225	249	269	306	329	355	381	405	426	447
息税前利润	104	159	241	265	284	305	329	354	381	404	425	447
加:折旧和摊销	227	188	139	129	126	123	120	115	110	103	95	86
息税折旧前利润	331	347	380	394	411	428	448	470	490	507	520	533
减:营运资本增加	-21.2	-15.3	-9.3	-17.8	-8.1	-8.2	-8.8	-9.4	-9.1	-7.8	-6.9	-6.8
减:所得税	19	31	52	62	67	76	82	89	95	101	106	112
减:资本开支	145.7922	165.792	165.79	165.7922	165.792	165.79	165.79	165.79	165.79	165.8	165.8	165.8
自由现金流	188	166	172	184	186	194	209	225	238	248	255	262

平均资本成本		折现现金流估值(单位:百万元)	
		预测现金流现值(2009-2020)	1,571
有效税率	25%	永续增长速度	3.5%
目标债务比率	30%	终值	4,885
贝塔值	1.0	终值现值	1,884
无风险收益率	4.0%	企业价值	3,455
市场风险溢价	7.0%	净负债+少数股东权益	-533
权益资本成本	11.0%	股东权益价值	3,987
税后债务成本	4.5%	总股本	267
加权资本成本	9.1%	每股价值(元)	14.9

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 24：天威视讯 DCF 估值敏感性分析

		永续增长速度				
		2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
加权平均资本成本	8.0%	16.0	16.8	17.8	19.1	20.7
	8.5%	14.9	15.5	16.3	17.3	18.5
	9.0%	13.9	14.4	15.0	15.8	16.7
	9.5%	13.1	13.5	14.0	14.6	15.3
	10.0%	12.3	12.7	13.1	13.6	14.2
	10.5%	11.7	12.0	12.3	12.7	13.2
	11.0%	11.1	11.4	11.7	12.0	12.4

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 25: 歌华有线 DCF 估值显示内在价值为 12.4 元/股

单位: 人民币百万元	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	1497.2	1656.1	1818.9	2017.9	2256.0	2531.3	2725.9	2878.2	3041.4	3216.5	3405.1	3608.6
主营业务利润	403.8	441.5	457.1	572.8	801.8	1074.6	1279.1	1402.4	1516.1	1638.7	1766.2	1899.0
营业利润	310.6	347.5	327.0	425.2	633.3	881.8	1,069.2	1,179.1	1,278.5	1,385.6	1,496.6	1,611.4
plus: 折旧和摊销	436.3	471.5	543.3	531.0	447.4	343.5	252.6	218.2	199.7	179.5	162.1	148.1
minus: 营运资本增加	-47.5	-94.4	-39.2	-23.2	-3.6	3.0	4.0	5.0	6.0	6.0	6.0	6.0
minus: 所得税	88.4	97.6	91.8	106.3	158.3	220.5	267.3	294.8	319.6	346.4	374.1	402.9
minus: 资本开支	693	494	449	492	426	427	352	348	345	341	338	334
自由现金流	13.4	322.1	369.1	381.1	499.9	574.7	698.4	749.1	807.7	871.3	940.5	1,016.2

折现现金流估值(单位:百万元)		预测现金流现值(2009-2020)	
加权平均资本成本		4,054	
有效税率	25%	永续增长速度	3.5%
目标债务比率	30%	终值	18,950
贝塔值	1.0	终值现值	7,307
无风险利率	4.0%	企业价值	11,361
市场风险溢价	7.0%	净负债+少数股东权益	-1,747
权益资本成本	11.0%	少数股东权益	3.1
税后债务成本	4.5%	股东权益价值	13,107
加权资本成本	9.1%	总股本	1,060
		每股价值(元)	12.4

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 26: 歌华有线 DCF 估值敏感性分析

		永续增长率				
		2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
加权平均资本成本	8.0%	13.4	14.2	15.2	16.4	18.0
	8.5%	12.3	12.9	13.7	14.6	15.8
	9.0%	11.3	11.9	12.5	13.2	14.1
	9.5%	10.5	11.0	11.5	12.1	12.8
	10.0%	9.9	10.2	10.6	11.1	11.7
	10.5%	9.3	9.6	9.9	10.3	10.7
	11.0%	8.7	9.0	9.3	9.6	10.0

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

投资风险

- **网络整合落后预期。**虽然广电总局力推各省省网在 2010 年底前基本完成整合，但可能受限于地方微观利益难以平衡，网络整合进程低于预期。
- **互动业务发展缓慢。**对于有线运营商来说，更高 ARPU 值的互动业务是一个全新的业务，市场的开拓需要用户习惯的培养，如果用户体验不顺利，可能导致互动业务进展缓慢。
- **NGB 改造加大投入。**广电总局刚刚宣布 NGB 的憧憬，但尚处于个别试点阶段，如果大规模推开，可能会增加有线运营商的改造投入。
- **其他传输方式的竞争加剧。**地面/卫星/移动/IPTV/网络视频等的竞争激烈，对有线电视的用户分流严重。

图表 27：竞争问题加剧

	有线数字电视	地面数字电视	卫星数字电视	IPTV	移动电视	手机电视
优势	政策支持,政府主导,有望领先实现规模优势 网络带宽资源丰富,可传输上百套节目 可以提供特色化、个性化的互动服务内容,包括视频点播、网上购物、远程教学、远程医疗等新业务,实现多元的收费模式 原有电视客户群	相对有线传输网络有着巨大的成本优势,无需铺设昂贵的光缆传输线路 可实现移动接收,由此可衍生出手机电视、公交电视、楼宇电视 属公益服务,不收基本收视费	建设成本低,在地面无需设置基站 传输质量好,无需中继、放大等环节,图像、伴音质量更好 覆盖面广,不受山脉、海洋、湖泊的阻隔 目前还没有基本收视费,即对用户免费	宽带网络适合开展互动性、个性化网络化业务 电信运营商强大的实力和多年商业网络运营经验 可将电视服务与互联网浏览及更多的网络增值服务结合在一起	移动人群是传统电视的盲区,这一特征使得移动电视具有广阔的生存空间,且不必担心受传统电视的挤压 流动人群非常庞大,移动电视受众面广 受众能在移动环境下即时收看电视,获取信息 垄断性传播,受众相对被动,无法随心所欲选择节目,对于某些预设好的内容(如广告等),传播效果更佳	受众随时随地收看节目 受众具有很强的自主性,可自由选择接受的信息 随着3G终端普及,潜在市场将非常巨大 终端方便携带
劣势	商业模式有待成熟 节目内容吸引力有待提高 单个运营商用户规模相对较小 有线运营商市场化运营能力有待提高	高楼盲区、边缘山区、地下室等区域信号接受效果较差,需要中继、放大、转发等设备 普通电视机需要安装机顶盒、天线,有一定的初装费	国家对卫星电视接收器有安装限制 安装卫星接收器占用空间,在城市可能会影响市容 需卫星支持,初期投入较大	产业链不健全,没有IPTV的牌照,必须和广电运营商合作 带宽不足以支持高质量视频服务,现有的ADSL带宽提高空间有限	信号易受障碍物、车辆因素干扰 屏幕小,距离较远,收视条件较差的受众效果差,且已被他人干扰 无交互性 强加于人,对无意收看节目的受众而言,是一种身心折磨	目前CMMB手机电视基本为免费,未来盈利模式不明朗 网络和内容分属信产部与广电总局管理 手机屏幕尺寸有限,观看环境较差
总结	虽然各种传输方式都有自身的相对优势和特定适用场合,但同样具有一定的同质竞争性质,对有线数字电视构成一定压力。					

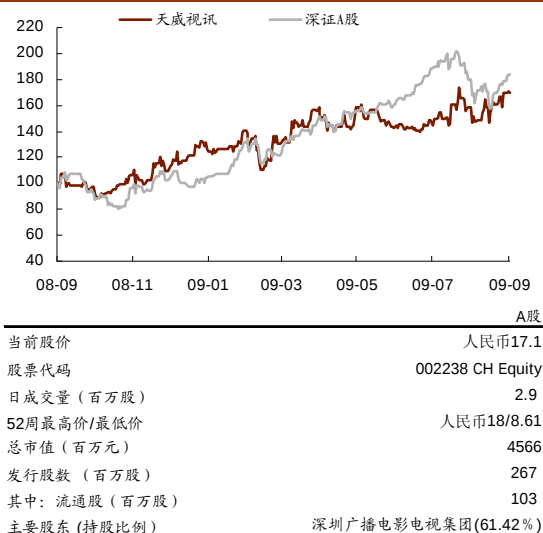
资料来源：中金公司研究部

天威视讯 (002238.CH): 推荐

内生增长和外延扩张并举

图表 28: 主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	654.5	710.6	752.2	808.6	883.1
(+/-)	4.9%	8.6%	5.8%	7.5%	9.2%
主营业务利润	205.5	213.2	229.3	284.8	368.9
(+/-)	-2%	4%	8%	24%	30%
净利润	71.3	75.7	82.2	114.1	170.5
(+/-)	8%	6%	9%	39%	49%
每股盈利 (元)	0.27	0.28	0.31	0.43	0.64
市盈率	64.1	60.3	55.6	40.0	26.8
市净率	6.86	3.84	3.67	3.43	3.09
EV/EBITDA	15.2	12.5	12.4	11.5	10.1
净资产收益率	10.3%	7.6%	6.8%	8.9%	12.1%
每股经营现金流(元)	1.37	1.07	1.30	1.28	1.30
股价/经营现金	12.4	16.0	13.1	13.4	13.2



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- **2010 年和 2011 年盈利大幅增长可预见性较高。**作为大都市有线网络运营商, 公司业务受卫星电视冲击较小, 盈利稳定性较好。付费电视业务 (包括 VOD 业务) 和宽带业务短期利润贡献不高, 但稳步增长仍可预见。综合分析, 我们预测 09 年业绩将在 0.31 元/股, 10 年和 11 年业绩因机顶盒摊销完毕盈利将大幅增长到每股 0.43 元和 0.64 元。2009-2011 年, 对应每股经营现金流稳定在 1.2 元以上。
- **关外网络收购有望明年内完成, 将显著提升公司投资价值。**关外用户超过 120 万户, 相比公司目前 80 万的用户规模, 收购完成后, 用户数量将成倍增长。广东省大力推动省内有线网络整合, 将推动深圳市政府整合全市有线网络整合的决心。结合深圳市数字电视收视维护费上调幅度, 不断下降的机顶盒价格, 数字化将增厚关外网络盈利, 不必担心资本开支和折旧压力。广电总局 7 月发文要求各省级网络在 2010 年之前完成网络整合, 深圳 5 月份合并关内关外撤销区级政府, 整合的压力和动力在增加, 阻力在下降, 我们对公司在未来 12 个月内完成关外整合持乐观判断。
- **数字电视产业政策监管将有所放松。**为突破数字电视困局, 我们预计广电总局今明两年将放松对付费频道内容以及能否播放广告的限制, 也有可能允许有线网络运营投资或运营付费频道和电视购物等增值业务。通过产业链整合, 天威视讯有望从单纯的传输驱动运营商向拥有内容控制力的综合媒体集团转型。另外, 有线网络独特的用户资源、网络资源和视频传输资质和具有资金、技术和宽带传输资质的电信运营商形成绝佳的“错位竞争”机会, 合作案例已有星火燎原之势。
- **估值具备长期配置价值, 重申推荐评级。**天威视讯 09 年 EV/EBITDA 估值仅有 12.4x 倍, 在 A 股有线网络股票估值的低端; 即使和国际可比公司相比, 估值溢价率也处于合理水平。考虑到 2010 年, 公司折旧压力大幅下降, 利润将迎来恢复性增长, 而以 2011 年动态市盈率降到 10.1x 倍, 在传媒板块中具有明显估值优势, 重申推荐评级。以 6-12 个月为投资期限, 我们认为公司合理股价在 20 元以上, 并有望上看 25 元。
- **投资风险:** 卫星直播, 地面数字电视和 IPTV 竞争的冲击强于预期。2009 年动态市盈率较高, 可能抑制股价的上涨空间。

图表 29：历史和预测的财务指标

人民币（百万）		Y2006	Y2007	Y2008	Y2009E	Y2010E	Y2011E
主营业务收入	总计	624	654	703	752	809	883
	电视收视业务	270	305	342	385	423	452
	有线宽频业务	127	161	183	192	213	243
	广告代理业务	28	14	10	10	10	10
	节目传输	79	79	81	82	85	100
	机顶盒销售	52	46	38	35	30	30
	有线电视工程及入网费	57	42	39	39	39	39
	其他	10	7	9	9	9	9
主营业务利润	主营业务利润	209.97	205.53	213.16	229.31	284.79	368.89
	主营业务利润率	34%	31%	30%	30%	35%	42%
运营指标	三项费用	-139	-138	-139	-144	-152	-160
	主营业务占比	22%	21.0%	19.8%	19.1%	19%	18%
	经营费用	-44	-27	-32	-37	-38	-41
	主营业务占比	7.1%	4.2%	4.6%	4.9%	5%	5%
	管理费用	-74	-83	-86	-92	-99	-104
	主营业务占比	11.9%	12.7%	12.2%	12.2%	12%	12%
	财务费用	-20	-27	-21	-15	-15	-15
	主营业务占比	3%	4%	3%	2%	2%	2%
其他指标	营业利润	72	70	73	85	132	208
	营业利润率	11%	11%	10%	11%	16%	24%
	投资收益	-0	-0	-1	-1	-1	-1
	营业外收支净额	5	11	17	15	10	10
净利指标	所得税	-9	-10	-15	-18	-28	-48
	有效税率	12%	13%	17%	18%	20%	22%
	净利润	66	71	76	82	114	171
净利率指标	净利润率	11%	11%	11%	11%	14%	19%
	年同比增长	-2%	8%	6%	9%	39%	49%
	每股盈利	0.33	0.36	0.28	0.31	0.43	0.64
资产负债指标	现金	152	218	586	647	730	819
	应收帐款	43	2	5	6	6	7
	存货	29	23	17	18	18	18
	应付帐款	127	79	78	82	85	84
	短期借款	-	-	-	-	-	-
	长期借款	350	200	100	50	-	-50
	流动资本	-104	-153	-153	-174	-189	-198
现金流指标	经营现金流	236	275	285	348	341	347
	资本开支	373	192	110	130	150	150

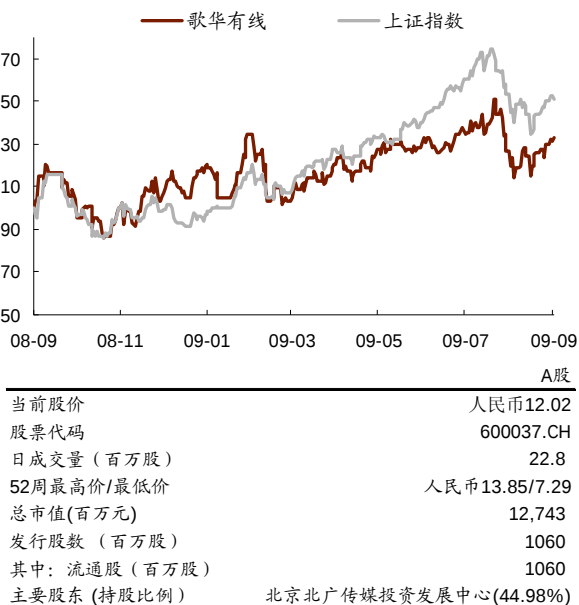
资料来源：公司资料，中金公司研究部

歌华有线 (600037.CH): 推荐

体制改革加速, 资源和平台价值有望提升

图表 30: 主要财务, 股票信息

(单位: 百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,046	1,185	1,360	1,497	1,656
(+/-)	16.9%	13.3%	14.8%	10.1%	10.6%
主营业务利润	441	436	390	404	442
(+/-)	15.5%	-1.3%	-10.4%	3.5%	9.3%
营业利润	350	354	300	311	347
(+/-)	9.0%	1.2%	-15.4%	3.6%	11.9%
净利润	433	367	329	265	292
(+/-)	60.0%	-15.2%	-10.4%	-19.5%	10.4%
每股收益 (元)	0.41	0.35	0.31	0.25	0.28
市盈率 (倍)	29.4	34.7	38.7	48.1	43.6
市净率	3.5	3.2	3.0	2.8	2.7
EV/EBITDA	20.8	18.4	17.8	15.3	13.9
每股经营现金流	0.71	0.82	0.65	0.68	0.78
股价/经营现金	16.8	14.7	18.5	17.7	15.4
分红收益率	0.8%	0.0%	1.2%	1.0%	1.1%
净资产收益率	11.8%	9.2%	7.6%	5.8%	6.2%



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- 中报业绩超出预期。**公司上半年实现收入 6.8 亿元, 同比增长 7.4%; 实现净利润 1.4 亿元, 折合每股收益 0.14 元, 同比下滑 20%, 超出我们预期, 主要原因是公司对于付现成本支出的有效控制和免征有线电视基本收视费营业税, 以及公司收到茁壮网络贡献的投资收益 850 万元, 使得上半年公司的毛利率、营业税费和投资收益好于我们预期。
- 股价反映保守预期, 经营环境有望改善。**该股自年初以来跑输上证指数 38 个点, 已经充分反映市场对公司未来发展和经营的悲观预期, 当前公司 2009 年 EV/EBITDA 为 15.3x 倍, DCF 显示内在价值为 12.4 元, 显示当前股价较为合理。市场一致预期是北京地区数字电视收视费无法提升, 2009 年之后公司所得税率上升到 25%, 但我们认为公共服务价格 (如水价) 普遍上涨的环境下, 公司提高数字电视收视费的政策压力将有所减轻, 同时电广传媒已经获得所得税的减免优惠, 我们预计, 公司在 4 季度获得所得税优惠的概率较大, 届时有效改善公司的盈利状况, 预计 2009 年每股收益可达到 0.32-0.35 元, 当前股价隐含的动态市盈率为 34x-37.5x, PE 估值压力大幅下降。
- 长期价值面临多元催化, 主题投资内涵丰富。**(1) 依靠网络规模优势, 如果歌华能够继续秉持“平台开放”原则, 坚持“十”字发展战略, 公司肯定会成为中国数字电视产业的孵化器。(2) 在数字化释放大量的频道资源后, 只要歌华能够“开放”其运营平台, 在确保频率资源控制权的情况下, 将运营社会化, 就一定会培育出大量具有长期增长潜力新兴业务。如通过引进先进的教育机构, 开展在线教育; 引进专业的广告运营机构, 开展针对付费电视受众的广告业务; 引进具有优质产品资源和经营能力合作伙伴, 开展电视购物业务等等。(3) 我们相信歌华是北京市文化资源整合平台的最佳之选, 而文化产业已经被北京市政府确立为十一五期间大力发展的支柱产业。(4) 有线网络独具的用户资源、网络资源和视频传输资质和具有资金、技术和宽带传输资质的电信运营商形成绝佳的“错位竞合”机会, 合作案例已有星火燎原之势。
- 投资风险:** 有线网络产业化倒退, 重回公益化定位; 政府在付费频道方面持续僵化监管, 频率资源价值得不到释放; 监管机构封杀错位竞合; IPTV、直播星等传输方式竞争压力超预期。

图表 31：历史和预测的财务指标

人民币（百万）		Y2006	Y2007	Y2008	Y2009E	Y2010E
主营业务收入	总计	1,046	1,185	1,360	1,497	1,656
	有线电视看护费	643	717	783	868	965
	工程费收入	99	81	105	149	157
	信息业务收入	162	191	241	253	291
	频道收转费收入	98	104	116	133	146
	有线电视入网费收入	24	28	31	34	38
	其他业务收入	22	64	84	60	60
主营业务利润	主营业务利润	441.28	435.56	390.21	403.82	441.55
	主营业务利润率	42.2%	36.8%	28.7%	27.0%	26.7%
运营指标	三项费用	66	83	80	105	114
	主营业务占比	6%	7%	6%	7.0%	6.9%
	经营费用	43	51	60	63	66
	主营业务占比	4%	4%	4.4%	4.2%	4.0%
	管理费用	56	65	62	70	78
	主营业务占比	5%	6%	4.5%	4.7%	4.7%
	财务费用	-33	-33	-43	-28	-30
	主营业务占比	-3%	-3%	-3%	-2%	-2%
	营业利润	350	354	300	311	347
	营业利润率	33%	30%	22%	21%	21%
其他指标	投资收益	3	2	33	12	20
	营业外收支净额	-3	14	31	43	43
	所得税	-85	2	2	88	98
	有效税率	25%	0%	1%	25%	25%
净利指标	净利润	433	367	329	265	292
	净利润率	41%	31%	24%	18%	18%
	年同比增长	60%	-15%	-10%	-19%	10%
	每股盈利	0.41	0.35	0.31	0.25	0.28
资产负债指标	现金	2,257	1,977	1,699	1,750	1,987
	流动资本	-250	-526	-441	-488	-583
现金流指标	经营现金流	758	865	688	721	829
	资本开支	600	1,039	1,076	693	494

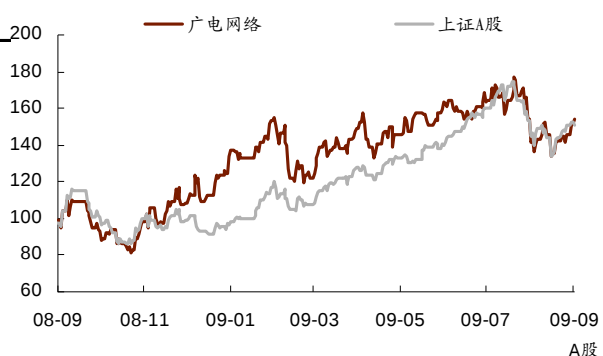
资料来源：公司资料，中金公司研究部

广电网络 (600831.CH): 中性

估值水平相对合理, 关注税收优惠

图表 32: 主要财务, 股票信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	301	545	834	1,015	1,219
(+/-)	9%	81%	53%	22%	20%
主营业务利润	59	155	305	350	408
(+/-)	12%	164%	97%	15%	17%
营业利润	24	54	90	105	120
(+/-)	8%	123%	67%	16%	15%
净利润	20	41	43	95	108
(+/-)		109%	6%	119%	14%
每股盈利 (元)	0.05	0.09	0.10	0.22	0.25
(+/-)	-64%	109%	6%	119%	14%
市盈率	173.8	83.3	78.9	36.1	31.6
市净率	3.2	3.1	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	61.2	23.4	9.8	10.8	10.0
净资产收益率	3.1%	3.8%	3.8%	8.0%	8.5%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	0.6%
每股经营现金流(元)	0.53	0.70	1.04	0.95	0.91
股价/经营现金	14.8	11.2	7.6	8.3	8.7



当前股价	人民币7.88
股票代码	600831.CH
日成交量 (百万股)	16.0
52周最高价/最低价	人民币9.37/4.02
总市值 (百万元)	3415
发行股数 (百万股)	433
其中: 流通股 (百万股)	399
主要股东 (持股比例)	陕西省广播电视信息网络有限责任公司 (36.47%)

资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- **1H09 业绩同比下滑 7%, 符合预期。**公司上半年实现收入 4.8 亿元, 同比增长 14.8%; 实现净利润 0.47 亿元, 折合每股收益 0.11 元, 同比下滑 7%, 主要原因是公司在数字化整转过程中, 收入的增长赶不上成本费用支出的增加。公司有息负债余额 7.8 亿元, 资产负债率超过 50%, 账面现金仅 1.5 亿元。加上公司当前的数字化比例不高 (37%), 资本开支压力仍然较重, 故融资需求非常迫切。
- **公司网络价值提升存在一定压力。**虽然公司数字化比例存在较大提升空间, 但公司网络价值的提升面临较大挑战: (1) 短期内, 整转带来的折旧压力和相关费用支出不断增加, 而政策体制的束缚使得数字电视缺乏有效的商业模式, 导致公司的数字化陷入“高投入、低回报”的尴尬境地。(2) 长期看, 公司网络质量较差和潜在用户价值偏低, 以及较多的郊区和农村用户, 受卫星直播和地面数字电视的冲击更大, 限制了公司网络价值提升的空间。
- **维持中性评级, 关注税收优惠带来的交易性机会。**公司 09-10 年每股收益分别为 0.22 元和 0.25 元, 当前股价对应 09 年 PE 为 36.1x, 估值水平相对合理。但考虑到公司持续的资本支出压力较大、以及网络质量和用户价值偏低, 我们相对更为看好大都市的有线网络运营商 (天威视讯和歌华有线), 故暂时维持对于公司的中性评级。不过, 建议投资者关注文化体制改革带来的相关交易性机会, 如公司税收优惠在 4 季度获得的概率较大 (对 09 年盈利增厚幅度为 10%左右)。
- **投资风险:** 税收优惠未能如期获得; IPTV、直播星等传输方式竞争压力超预期;

图表 33：历史和预测的财务指标

人民币（百万）		2006	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	总计	301	545	834	1015	1219
	广告代理	264	218	53	0	0
	有线电视网络运营	35	325	779	1013	1216
	其他收入	3	3	1	2	3
年同比增长	总计	9%	81%	53%	22%	20%
	广告代理	10%	-17%	-75%	-100%	n.a.
	有线电视网络运营	8%	828%	140%	30%	20%
	其他收入	-41%	-5%	-50%	50%	50%
主营业务比例	总计	100%	100%	100%	100%	100%
	广告代理	88%	40%	6%	0%	0%
	有线电视网络运营	12%	60%	93%	100%	100%
	其他收入	1%	0%	0%	0%	0%
主营业务利润	总计	59	155	305	350	408
	广告代理	43	38	13	0	0
	有线电视网络运营	19	126	308	365	426
	其他收入	-4	-9	-16	-15	-18
主营业务利润率	总计	19.5%	28.4%	36.5%	34.5%	33.5%
	广告代理	16.4%	17.3%	24.5%	n.a.	n.a.
	有线电视网络运营	55.6%	38.8%	39.5%	36.0%	35.0%
	其他收入	-148%	-353%	-1276%	-792%	-621%
运营指标	三项费用	33.2	104.7	209.9	242.9	287.6
	主营业务占比	11.0%	19.2%	25.2%	23.9%	23.6%
	经营费用	3	49	63	81	104
	主营业务占比	0.98%	8.95%	7.59%	8.00%	8.50%
	管理费用	27	54	98	112	134
	主营业务占比	8.8%	9.9%	11.7%	11.0%	11.0%
	财务费用	4	2	49	50	50
	主营业务占比	1%	0%	6%	5%	4%
其他指标	营业利润	24	54	90	105	120
	营业利润率	8%	10%	11%	10%	10%
	投资收益	0	5	2	0	0
	所得税	3	9	6	14	16
净利指标	有效税率	12%	17%	12%	13%	13%
	少数股东权益	-1	-2	0	0	0
	净利润	19.6	41.0	43.3	94.7	108.2
流动指标	净利润率	7%	8%	5%	9%	9%
	年同比增长	11%	109%	6%	119%	14%
	应收账款	6	27	21	26	31
现金流指标	其他应收款	2	15	36	42	50
	预付账款	34	57	13	16	20
	应付账款	36	285	375	474	542
	其他应付款	4	1168	28	28	28
	未交税金	7	15	7	9	11
	营运资本	(13)	(1337)	(507)	(633)	(715)
现金流指标	经营现金流	75	146	452	413	394
	资本开支	138	143	151	400	400

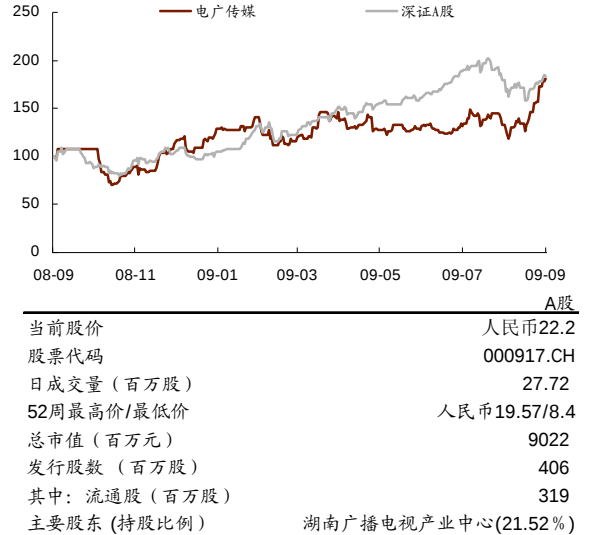
资料来源：公司资料，中金公司研究部

电广传媒 (000917.CH): 中性

估值水平过高, 投资受“创投”驱动

图表 34: 主要财务, 股票信息

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E
主营业务收入	2,650	3,351	4,024	4,392
(+/-)	29%	26%	20%	9%
主营业务利润	619	870	881	976
(+/-)	83%	41%	1%	11%
经营利润	249	176	228	314
(+/-)	1701.8%	-29.1%	29.3%	37.4%
净利润	113.4	21.3	72.0	125.6
每股盈利 (元)	0.33	0.05	0.18	0.31
(+/-)	-1105%	-84%	238%	74%
市盈率	66.3	422.9	125.3	71.8
市净率	4.32	5.36	5.16	4.84
EV/EBITDA	31.92	22.11	24.58	22.65
净资产收益率	6.4%	1.2%	4.2%	7.0%
ROCE	3.2%	0.6%	1.5%	2.1%
现金分红收益率	0.14%	0.09%	0.09%	0.09%



资料来源: 公司资料, 彭博资讯, 中金公司研究部

- **1H09 业绩同比下滑 77.5%, 符合预期。**公司上半年实现收入 18.9 亿元, 同比增长 15.6%; 实现净利润 0.15 亿元, 折合每股收益 0.04 元, 同比下滑 77.5%, 主要原因是公司对有线电视网络整合支出及投资规模加大, 相应费用增加, 同时投资收益较去年同期(减持同洲电子)大幅减少, 符合市场预期。
- **经营性业务好转, 创投业务仍是亮点。**(1) 随着实体经济的逐渐复苏, 下半年广告业务有望实现环比和同比正增长。有线网络的毛利率受费用开支影响会同比下滑。(2) 公司参股的福建圣农获证监会发审委审核通过。随着创业板推出日期的临近, 公司也正进一步推进创投企业的发行上市工作。如果资本市场继续回暖, 下半年投资收益有望好于上半年。
- **省网整合有望 2010 年前完成, 跨省整合获得资金保证。**(1) 公司已经完成湖南省大部分县市有线网络的整合, 目前拥有有线电视用户已超过 300 万, 数字电视用户达 198 万。预计 2010 年前(最快 2009 年底)可以完成全省的网络整合(包括中信国安持有的长沙、岳阳、湘潭、浏阳和益阳等 5 个城市的网络)。(2) 6 月 17 日, 公司已经公告成立“华丰达”公司, 在文化体制改革向纵深发展的大背景下, 公司打算以“华丰达”为平台, 加快湖南省外的有线网络整合工作。9 月电广传媒与国家开发银行签署《开发性金融合作协议》, 自 2009 年至 2018 年间, 国开行为电广传媒提供融资额度 197 亿元人民币, 用于公司的跨地域网络拓展。
- **估值水平过高, 维持中性评级。**当前股价隐含 09 年和 10 年动态市盈率为 125.3x 倍和 71.8x 倍, 处于板块高端, 维持中性投资评级。公司投资机会主要来自市场对于创业板概念的追捧和公司跨区域网络整合的进展。

图表 35：历史和预测的财务指标

人民币（百万）		Y2006	Y2007	Y2008A	Y2009E	Y2010E
主营业务收入	总计	2,048	2,650	3,351	4,024	4,392
	广告策划制作代理	1,567	1,872	2,257	2,867	3,125
	旅游业	121	127	145	131	144
	影视节目交换制作发行	38	21	55	44	48
	网络传输服务	218	506	858	926	1,019
	房地产	94	114	20	16	16
毛利率	总计	21.1%	28.0%	30.5%	26.4%	26.8%
	广告策划制作代理	13.6%	17.0%	14.3%	15.0%	15.5%
	旅游业	83.9%	87.6%	80.1%	80.1%	80.1%
	影视节目交换制作发行	-2.5%	14.2%	34.2%	34.2%	34.2%
	网络传输服务	45.5%	57.6%	63.4%	50.0%	50.0%
	房地产	14.6%	8.3%	2.5%	2.5%	2.5%
运营指标	三项费用	520	691	820	812	893
	主营业务占比	25.4%	26.1%	24.5%	20.2%	20.3%
	经营费用	140	166	181	173	189
	主营业务占比	6.8%	6.3%	5.4%	4.3%	4.3%
	管理费用	257	340	412	445	481
	主营业务占比	12.5%	12.8%	12.3%	11.1%	10.9%
	财务费用	123	185	227	194	223
	主营业务占比	6.0%	7.0%	6.8%	4.8%	5.1%
其他指标	营业利润	-16	249	176	228	314
	营业利润率	-0.8%	9.4%	5.3%	5.7%	7.1%
	投资收益	172.4	387.5	143.2	160.0	230.0
	所得税	-19	-69	-51	-38	-52
净利指标	有效税率	87.9%	26.9%	27.5%	16.0%	16.0%
	少数股东权益	-14	-74	-114	-128	-146
	净利润	-11.3	113.4	21.3	72.0	125.6
流动指标	净利润率	-0.6%	4.3%	0.6%	1.8%	2.9%
	每股盈利	-0.03	0.33	0.05	0.18	0.31
现金流指标	现金	905	1,315	1,747	1,227	1,521
	应收帐款&其他应收款	691	430	296	355	387
	存活	351	696	948	1,205	1,309
	应付帐款	497	369	217	276	299
	短期债务	959	1,239	1,018	797	577
	长期债务	1,641	1,137	1,594	2,815	3,483
现金流指标	经营现金流	70	592	369	643	692
	资本开支	-130	-537	-788	-737	-737

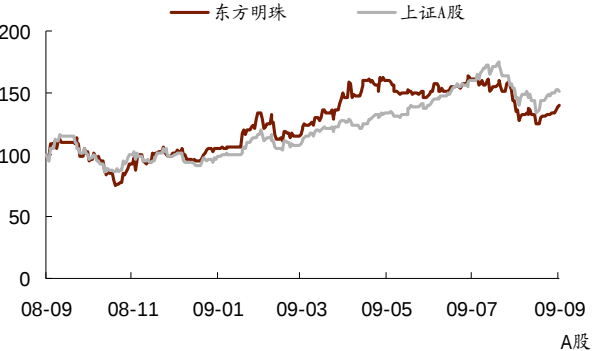
资料来源：公司资料，中金公司研究部

东方明珠 (600832.CH): 中性

估值偏高, 关注世博主题

图表 36: 主要财务, 股票信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,711	1,825	1,989	2,264
(+/-)	11%	7%	9%	14%
主营业务利润	604	650	689	835
(+/-)	-8%	8%	6%	21%
营业利润	790	584	564	728
(+/-)	48%	-26%	-3%	29%
净利润	637	446	420	528
每股盈利 (元)	0.33	0.14	0.13	0.17
(+/-)	50.4%	-57.7%	-5.9%	25.6%
市盈率	30.5	72.1	76.6	61.0
市净率	3.3	5.3	5.0	4.6
EV/EBITDA	29.5	47.7	44.0	37.8
净资产收益率	12.8%	7.3%	6.4%	7.9%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股价/经营现金	35.4	53.5	52.9	46.2



当前股价	人民币10.1
股票代码	600832.CH
日成交量 (百万股)	34
52周最高价/最低价	人民币11.95/5.2
总市值 (百万元)	32182
发行股数 (百万股)	3186
其中: 流通股 (百万股)	3186
主要股东 (持股比例)	上海广播电视发展有限公司 (45.22%)

资料来源:

- **1H09 业绩同比基本持平, 符合预期。**公司上半年实现收入 9.06 亿元, 同比下滑 7%; 实现净利润 2.41 亿元, 对应每股收益 0.08 元, 同比基本持平, 符合预期。其中, 东方有线实现收入约 6 亿元, 同比增长 4%; 但由于数字化平移带来折旧大幅增加, 仅实现净利润 2200 万元, 同比下滑 46%。
- **经营趋势向好, 2010 年受益于世博会。**随着经济的复苏, 下半年公司各项主营业务都有望实现环比和同比增长, 东方有线的提价也有望增加对公司的权益贡献, 但股票投资收益仍然存在不确定性, 故我们暂时仍然维持公司 09 年盈利预测不变。展望 2010 年, 受经济继续复苏和上海世博会的召开, 外部经营环境要好于 2009 年, 公司业绩也有望实现稳定增长。
- **估值偏高, 维持中性评级。**维持公司盈利预测不变, 当前股价对应 09-10 年 PE 分别为 76.6x 和 61x, PB 为 5.0x 和 4.6x, 处于板块估值的高端, 维持中性评级。我们认为, 该股的投资机会主要来自主题和概念驱动, 包括**东方有线提价/上海世博会/CMMB 手机电视等**。但是, 在当前安全边际严重不足的股价下, 继续建议持有的投资者逢高减持, 减持的风险主要来自市场对于世博概念等的追捧超出预期。

图表 37：历史和预测的财务指标

人民币（百万）		Y2007	Y2008	Y2009E	Y2010E
主营业务收入	总计	1,711.3	1,825.0	1,989.0	2,264.3
	旅游观光	726.0	757.1	825.2	1,031.5
	媒体广告	274.6	276.0	292.5	321.8
	信息传播	99.0	99.5	99.9	109.9
	手机电视业务	-	-	75.6	102.1
	进出口业务	470.9	521.0	521.0	521.0
	其它	174.1	160.7	164.0	167.2
毛利率	总计	37.9%	38.2%	37.2%	39.4%
	旅游观光	43.1%	42.3%	37.0%	39.0%
	媒体广告	70.7%	75.0%	74.0%	74.0%
	信息传播	75.2%	70.3%	65.0%	65.0%
	手机电视业务	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	进出口业务	4.7%	4.5%	3.5%	3.5%
	其它	33.8%	40.9%	30.0%	30.0%
运营指标	三项费用	-221.5	-244.7	-285.1	-296.7
	主营业务占比	13%	13%	14%	13%
	经营费用	-25.8	-18.6	-20.2	-23.0
	主营业务占比	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
	管理费用	-159.0	-157.1	-164.9	-173.2
	主营业务占比	9.3%	8.6%	8.3%	7.6%
	财务费用	-36.8	-69.0	-100.0	-100.5
其他指标	营业利润	790	584	564	728
	营业利润率	46.2%	32.0%	28.4%	32.2%
	投资收益	403.1	184.0	160.0	190.0
	所得税	-127.7	-102.8	-114.7	-162.2
	有效税率	16.0%	17.3%	20.0%	22.0%
	少数股东权益	-32.8	-43.8	-38.9	-47.7
	净利润	637.0	446.1	419.9	527.5
净利率指标	净利润率	37.2%	24.4%	21.1%	23.3%
	每股盈利	0.20	0.14	0.13	0.17
	年同比增长	50.4%	-30.0%	-5.9%	25.6%
	现金及金融资产	2,403	2,389	2,371	2,440
资产负债指标	应收帐款	15	10	11	12
	存货	203	1,270	1,406	1,653
	短期借款	100	-	-100	-200
	应付帐款	190	211	234	257
	经营现金流	549	602	608	696
现金流指标	资本开支	-300	-1,625	-1,000	-1,000

资料来源：公司资料，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。