

市场策略分析师:

王辉 邓焜

电话: (86731) 85832339

联系人: 徐姗姗

电话: (86731) 5832351

邮件: xushanshan@foundersc.com

投资概要:

※ 三网融合势在必行

2010年1月13日, 国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议, 决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合。

※ 什么是三网融合

三网融合是指电信网、计算机网和有线电视网三大网络通过技术改造, 能够提供包括语音、数据、图像等综合多媒体的通信业务。

※ 三网融合带来的好处

1、信息服务将由单一业务转向文字、语音、数据、图像、视频等。2、有利于极大地减少基础建设投入, 并简化网络管理, 降低维护成本。3、将使网络从各自独立的专业网络向综合性网络转变, 网络性能得以提升, 资源利用水平进一步提高。4、通过网络的整合, 将衍生出了更加丰富的增值业务类型。

※ 三网融合对广电和电信的影响

广电: 三网融合是挑战, 也是机遇

电信: 三网融合消息面利空, 长期看好

※ 三网融合下的投资机会

- 1、内容为王时代到来
- 2、软硬件设备提供商将最先受益
- 3、有线运营商将是三网融合最长远的受益者
- 4、接收终端制造商将迎来新的增长点

※ 重点关注公司

- 1、歌华有线 (600037)
- 2、中兴通讯 (000063)
- 3、华谊兄弟 (300027)
- 4、电广传媒 (000917)
- 4、同洲电子 (002052)
- 5、烽火通信 (600498)
- 6、同方股份 (600100)
- 7、亿阳信通 (600289)
- 8、中兴通讯 (000063)
- 9、天威视讯 (002238)
- 10、海信电器 (600060)

目 录

一、三网融合势在必行	4
二、三网融合概念解析	6
1、什么是三网融合	6
2、三网融合的结合点	6
3、三网融合带来 5 大好处	7
三、三网融合对广电和电信的影响	8
1、广电：是挑战，也是机遇	8
2、电信：消息面利空，长期利好	8
四、三网融合下的投资机会	10
1、内容为王时代到来	10
2、软硬件设备提供商将最先受益	11
3、有线运营商将是三网融合最长远的受益者	12
4、接收终端制造商将迎来新的增长点	14
五、重点关注公司	18
1、歌华有线（600037）	18
2、中兴通讯（000063）	18
3、华谊兄弟（300027）	19
4、电广传媒（000917）	19
5、同洲电子（002052）	20
6、烽火通信（600498）	20
7、同方股份（600100）	21
8、亿阳信通（600289）	21
9、天威视讯（002238）	18
10、海信电器（600060）	22
六、风险因素	23

图表目录

图表 1 三网融合示意图	6
图表 2 三网融合内涵图示	6
图表 5 世界各地付费频道 ARPU 值	10
图表 6 2009 年 6 月底全球 FTTx 普及率排名	12
图表 3 Comcast 股价和 Nasdaq 指数走势对比图	13
图表 4 中国有线网络与电信业务对比--有线网络增长空间巨大	14
图表 7 各企业开发的具有网络功能的电视	15
图表 8 三网融合产业链上市公司估值一览	17

一、三网融合势在必行

2010年1月13日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合。

会议提出了推进三网融合的阶段目标。2010年至2012年重点开展广电和电信业务双向进入试点，探索形成保障三网融合规范有序开展的政策体系和体制机制。2013年至2015年，总结推广试点经验，全面实现三网融合发展，普及应用融合业务，基本形成适度竞争的网络产业格局，基本建立适应三网融合的体制机制和职责清晰、协调顺畅、决策科学、管理高效的新型监管体系。

会议指出，推进电信网、广播电视网和互联网融合发展，实现三网互联互通、资源共享，为用户提供语音、数据和广播电视等多种服务，对于促进信息和文化产业发展，提高国民经济和社会信息化水平，满足人民群众日益多样的生产、生活服务需求，拉动国内消费，形成新的经济增长点。

会议明确了推进三网融合的重点工作：(一)按照先易后难、试点先行的原则。(二)加强网络建设改造。(三)加快产业发展。(四)强化网络管理。(五)加强政策扶持。给予金融、财政、税收等支持。将三网融合相关产品和业务纳入政府采购范围。

对于三网融合中广电、电信业务双向进入有什么具体内容，工信部、广电总局有关负责人表示：广电方面，符合条件的广电企业可经营增值电信业务、比照增值电信业务管理的基础电信业务、基于有线电视网络提供的互联网接入业务、互联网数据传送增值业务、国内IP电话业务。IPTV、手机电视的集成播控业务由广电部门负责，宣传部门指导。电信方面，符合条件的国有电信企业在有关部门的监管下，可从事除时政类节目之外的广播电视节目生产制作、互联网视听节目信号传输、转播时政类新闻视听节目服务，以及除广播电台电视台形态以外的公共互联网音视频节目服务和IPTV传输服务、手机电视分发服务。工业和信息化部、广电总局将按有关规定，向符合条件的广电企业、电信企业颁发相应的电信业务经营许可证和信息网络音视频节目服务经营许可证。

三网融合为科技创新和产业发展创造了新的空间。工信部、广电总局表示要充分利用这一有利时机，大力发展新兴产业，推动移动多媒体广播电视、IPTV、手机电视、数字电视宽带上网等三网融合相关业务的应用，促进文化产业、信息内容产业、信息服务业和其他现代服务业快速发展；加强信息技术产品、下一代广播电视网技术研发和制造，研发适应三网融合业务要求的集成电路、软件和关键元器件等基础产品，开发双向数字电视、多媒体终端、智能化家庭设备等应用产品，推动宽带信息技术产品的研发和产业化；加快建立适应三网融合的国家标准体系，充分考虑行业应用实际和技术路线特点，加快制定适应三网融合的网络、业务、信息服务国家标准，加快推进自主知识产权技术标准的国际化。

在加强网络建设改造和统筹规划方面，工信部、广电总局表示首先加快有线数字电视网络建设和整合。全面推进有线电视网络数字化和双向化升级改造，提高网络承载能力和综合业务支撑能力，建立符合全业务运营要求的技术管理系统和业务支撑系统。积极推

进各地分散运营的有线电视网络整合，采取包括国家投入资金在内的多种扶持政策，充分利用市场手段，通过资产重组、股份制改造等方式，研究提出组建国家级有线电视网络公司方案，作为有线电视网络参与三网融合的市场主体，负责对全国有线电视网络的升级改造，逐步实现全国有线电视网络统一规划、统一建设、统一运营、统一管理。其次推动电信网宽带工程建设。加快电信宽带网络建设，大力推进城镇光纤到户，扩大农村地区宽带网络覆盖范围，全面提高网络技术水平和业务承载能力。第三加强网络统筹规划和共建共享。研究制定网络统筹规划和共建共享办法，充分利用现有信息基础设施，充分发挥各类网络和传输方式的优势，避免重复建设，实现网络等资源的高效利用。符合统筹规划和共建共享要求的网络建设，要纳入城乡发展规划、土地利用规划和国家投资计划。

目前，工业和信息化部、广电总局正在按照国务院要求，抓紧研究制定三网融合试点工作方案，选择一批符合条件的地区进行试点，明确试点阶段的任务、目标和要求，完善各项准备工作，确定试点地区和主体，尽快启动相关试点工作，并及时总结经验，扩大试点范围，逐步在全国范围内实现广电电信业务互相融合。各地区、各部门也将按照三网融合总体方案确定的目标、任务 and 政策措施，落实相关职责任务，促进三网融合工作开展。

互联网、电信网及广电网三网融合，背景起源于 1998 年广电与电信之争，在 2000 年首次提出。经过 10 年发展，目前，我国已基本具备进一步开展三网融合的技术条件、网络基础和市场空间，加快推进三网融合已进入关键时期。我们认为 2010 年提出的具有极端目标和时间进程三网融合部署，具有里程碑意义。

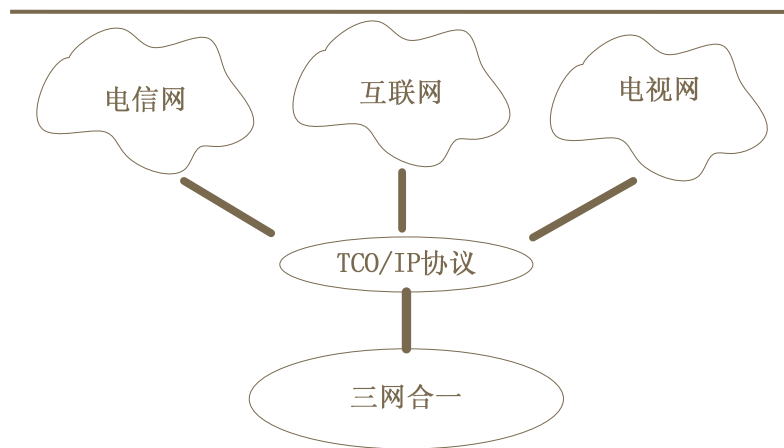
三网融合将对相关行业带来深远影响，短期看则为投资者带来了许多交易性机会。本文主要从交易的角度分析三网融合给市场带来哪些相应的投资机会。

二、三网融合概念解析

1、什么是三网融合

三网融合是指电信网、计算机网和有线电视网三大网络通过技术改造，能够提供包括语音、数据、图像等综合多媒体的通信业务。

图表 1 三网融合示意图



资料来源：方正证券研究所

三网融合是一种广义的、社会化的说法，在现阶段它并不意味着电信网、计算机网和有线电视网三大网络的物理合一，而主要是指高层业务应用的融合。其表现为技术上趋向一致，网络层上可以实现互联互通，形成无缝覆盖，业务层上互相渗透和交叉，应用层上趋向使用统一的 IP 协议，在经营上互相竞争、互相合作，朝着向人类提供多样化、多媒体化、个性化服务的同一目标逐渐交汇在一起，行业管制和政策方面也逐渐趋向统一。

2、三网融合的结合点

数字技术的迅速发展和全面采用，使电话、数据和图像信号都可以通过统一的编码进行传输和交换，所有业务在网络中都将成为统一的“0”或“1”的比特流。光通信技术的发展，为综合传送各种业务信息提供了必要的带宽和传输高质量，成为三网业务的理想平台。软件技术的发展使得三大网络及其终端都通过软件变更，最终支持各种用户所需的特性、功能和业务。

最重要的是统一的 TCP/IP 协议的普遍采用，将使得各种以 IP 为基础的业务都能在不同的网上实现互通。人类首次具有统一的为三大网都能接受的通信协议，从技术上为三网融合奠定了最坚实的基础。

图表 2 三网融合内涵图示

阶段	网络	运营实体	技术	业务	市场状况	监管
三网融合前	广电网	以中央电视台为代表的广播电视传播载体，以及各地有线电视运营商	多为单向传输的网络	广播电视节目生产制作和传输	近乎封闭，进入门槛高	广电总局为主
	电信网	以中国移动、中国	双向传输	基础电信业务、增	国资为主，外资	工信部、国资

		联通、中国电信三大运营商为代表的电信运营实体		增值电信业务	与民资可以参与增值电信业务	委
	互联网	网络运营商、内容提供商 (CP) 和服务提供商 (SP) 众多	利用运营商网络, 主要向用户提供业务应用	开放性决定了多样化, 互联网业务应用内容百花齐放	开放市场, 优胜劣汰, 欣欣向荣	根据业务不同分属不同部门监管

三网融合基于 TCP/IP 协议

三网融合后	网络统筹规划、共建共享	实体本身可能会因优胜劣汰而自然变化	有线电视网络数字化和双向化升级改造, 提高业务承载和支撑能力, 电信宽带网络建设, 推进城镇光纤到户, 扩大农村地区宽带网络覆盖范围。	广电和电信运营商可以进入对方的领域	移动多媒体广播电视、手机电视、数字电视宽带上网等业务将更发达, 将可能按照国家统一标准发展相关业务	基本建立适应三网融合的体制机制和职责清晰、协调顺畅、决策科学、管理高效的新型监管体系
-------	-------------	-------------------	---	-------------------	---	--

资料来源: 广电总局 工信部 方正证券研究所

3、三网融合带来 5 大好处

1、信息服务将由单一业务转向文字、语音、数据、图像、视频等多媒体综合业务。

2、有利于极大地减少基础建设投入, 并简化网络管理, 降低网络管理和维护成本。

3、将使网络从各自独立的专业网络向综合性网络转变, 网络性能得以提升, 资源利用水平进一步提高。

4、三网融合是业务的整合, 它不仅继承了原有的语音、数据和视频业务, 而且通过网络的整合, 衍生出了更加丰富的增值业务类型, 如图文电视、VOIP、视频邮件和网络游戏等, 极大地拓展了业务提供的范围。

5、三网融合打破了电信运营商和广电运营商在视频传输领域长期的恶性竞争状态, 各大运营商将在一口锅里抢饭吃。

三网融合应用广泛, 遍及智能交通、环境保护、政府工作、公共安全、平安家居、智能消防、工业监测、老人护理、个人健康等多个领域。以后的手机可以看电视、上网, 电视可以打电话、上网, 电脑也可以打电话、看电视。三者之间相互交叉, 形成你中有我、我中有你的格局。

汉能投资董事总经理很生动地描述在三网融合的背景下, 用户的消费生活: 未来, 我们可以用电视遥控器打电话, 在手机上看电视剧, 随需选择网络和终端, 只要拉一条线、接入一张网, 甚至可能完全通过无线接入的方式就能实现通讯搞通信、看电视、上网等各种应用需求了。而对于物流行业来说, 亿博物流咨询介绍到, 以后客户发货可以随时随地用手机迅速查到合适的物流公司, 并立即下单, 物流公司可以通过手机视频看到客户的货的大致情况, 并立即决定派什么样的车去提货, 发完货以后, 客户也能随时自主追踪货物状态, 直到货物安全到达最终用户手里。随着三网时代的到来, 我们的生活将会更美好。

三、三网融合对广电和电信的影响

1、广电：是挑战，也是机遇

广电网面临的挑战

第一，目前各广电运营商以区域划分，处于割据状态。如果不能实现跨区域整合，广电运营商只能在区域内开展宽带和语音业务。当前每个区域广电网的进入更多依赖当地政府的行政资源，保护主义盛行。广电运营商在跨区域整合方面将遇到较大障碍。

第二，在硬件方面，广电基础通信网络资源稀缺，相对于电信经过2G、3G巨额投资构建的庞大通信网络显得捉襟见肘，无论在带宽和网络覆盖方面广电所处劣势地位明显。

第三，目前，广电节目制作方面拥有优势，拥有丰富的知名品牌节目。但是随着专业分工深入。目前已经有较多专业的节目制作公司，这些节目制作公司亦可以与电信合作。

广电面临的机遇

第一、电视节目的收视率下降趋缓。随着互联网的普及，国内网民数量急剧上升，在时间分配上收看电视所占的份额逐渐减少。在年轻人一代中此趋势更加明显。三网融合下可以拓宽节目的收看渠道。数字化/双向化改造有望加快，有利于提升有线网络的质量，增强有线运营商的长期竞争力。此外网络整合有望加速，省网整合和跨省扩张，有利于有线运营商用户规模效应的提高。

第二，广电节目制作将有更加广阔的发展平台，一旦广电运营商获准进入内容运营领域后，将从现在的来源单一的有线电视月租收费向多种方式的盈利方式演进。单纯的有线电视收费方式随着有线电视用户的增加发展增速逐渐趋缓，而随着内容运营许可权的放开，广电运营商的增长想象空间将迅速开启，付费频道/影视/电视支付/游戏/购物等增值业务都可以成为运营商的新的利润增长点。

第三，广电将在政策上享受更多支持。广电在我国目前更多是一种行政资源，具备一定行政职能，宣传国家相关政策，引导社会舆论，市场化程度较低。在三网融合，处于弱势地位的广电理应享受国家更多扶持政策。我们可以理解为 2010-2012 是政府给予的广电三年保护期。在业务开放上，我们认为用了两个“符合条件”和“部分”加以限制，我们认为在业务开放进度将是循序渐进和有所侧重的，短时间内实现全面的对称式开放的可能性微乎其微。

2、电信：消息面利空，长期利好

短期消息面利空

保护期的非对称开放和引入竞争消息面上利空电信运营商。三网融合以后，电信行业高利润高垄断的宽带行业将会面临广电方面带来的竞争。但是我们认为短期来讲对电信运营商不但冲击不大，而且可能是正面的。

首先2-3 年内只是试点，加上广电运营商目前网络双向化的程度很低，又不是整网，区域性较强，不具有出口带宽资源和移动接入，整体营销能力不强，对于电信运营商宽带方面无法构成很大的

威胁。如果电信运营商面对潜在竞争加速对宽带市场的开发和占领，反而可能对短期的盈利有一定的提升。目前对于现有宽带运营商中国电信和中国联通可能面临更多的风险是来自于中国移动和广电全面合作的威胁，但是从中国移动和广电的合作来看，目前只是小范围的试验，而且成效并不明显，这主要是因为：（1）中移动本身在出口带宽和数据互联互通结算上也缺乏资源；（2）这与广电网络本身的网络和服务质量还不够理想，需要移动投入多等原因。

长期来看则是利好

第一、三网融合将提升宽带业务量。电信会利用当前的通信网络结合IPTV进入电视业务，IPTV电视普及后，势必会增加网络流量。我们认为这些增加的网络流量肯定要增加电信的收益。新增收益有三种途径：要么终端电视收看者付费，要么节目制作者租用通信网络付费，电视收看模式也将发生转变，由以前的被动式收看，变成主动式收看。

第二、三网融合使电信有机会进入广电业务。一方面，电信可以设置节目制作部门或者独立子公司进军广电领域；另一方面，目前已有专业的节目制作公司，电信可以与此类节目制作公司合作，进军广电业务。无论采用哪一种方式进入广电业务，电信可以获得二方面增加收益的机会：多元化经营，广电业务带来的新增收入；利用合作或者自营充分利用电信本身通信网络，提高资源利用率，增加资产收益。

四、三网融合下的投资机会

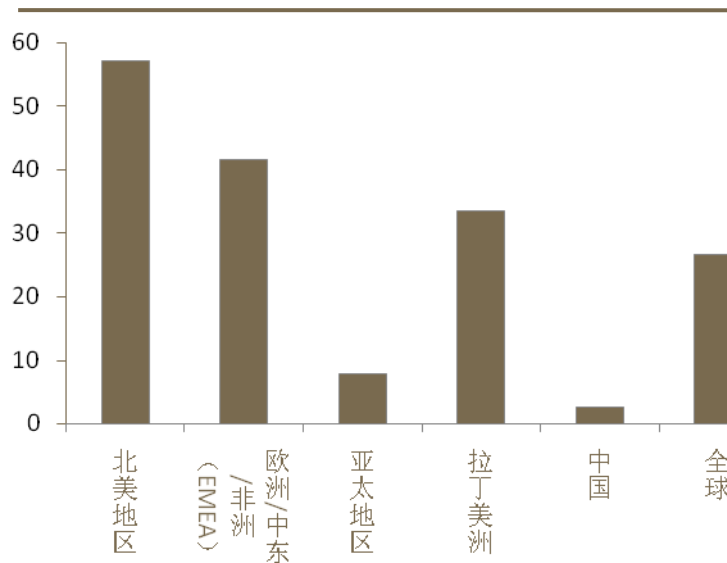
三网融合具有重要的战略意义。它不仅是将现有网络资源有效整合、互联互通，而且会形成新的服务和运营机制，并有利于信息产业结构的优化，以及政策法规的相应变革。融合以后，不仅信息传播、内容和通信服务的方式会发生很大变化，企业应用、个人信息消费的具体形态也将会有质的变化。2010年1月13日国务院专门就三网融合方案进行研究，这无疑为相关上市公司带来广阔的想象空间。三网融合将带动整条产业链的发展，包括内容提供商、服务提供商、运营商以及光纤通讯设备制造商在内的多家上市公司均将受益。

1、内容为王时代到来

广电运营商获准进入内容运营领域将大幅开启想象空间。我国目前现有广电运营商的发展一直都是依赖于有线电视网络的发展所带动起来的产业，它的业务发展和收入增长斜率和有线电视用户发展的增长斜率几乎一致，因此，目前的广电运营商只是处于有线电视业驱动的经济体系中的一员，并没有体现出作为信息产业的重要成员优势。一旦广电运营商获准进入内容运营领域后，将从现在的来源单一的有线电视月租收费向多种方式的盈利方式演进。单纯的有线电视收费方式随着有线电视用户的增加发展增速逐渐趋缓，而随着内容运营许可权的放开，广电运营商的增长想象空间将迅速开启，付费频道/影视/电视支付/游戏/购物等增值业务都可以成为运营商的新的利润增长点。

具体来看，付费频道价值有望得到重估。当前国内付费频道收入非常低下，从付费电视 ARPU 来看，不但远低于欧美等发达国家，甚至还不到拉丁美洲国家的 1/10。

图表 3 世界各地区付费频道 ARPU 值



资料来源：PricewaterhouseCoopers LLP, Wilkofsky Gruen Associates, 方正证券研究所

三网融合后带来的渠道开放，将刺激有线运营商（数字电视）和电信运营商（IPTV）对于差异化付费频道内容的需求，届时付费频道的价值有望得到重估。免费电视台主要依靠广告收入的盈利模式，多渠道介入也有利于提高其覆盖人群，对广告价值的提升也有一定正面作用。当然从长期来看，如果海量的互联网内容进入有线网络，将加大与传统内容提供商之间的竞争。在 A 股上市公司中相关股票有电广传媒。

影视行业趋势向好。目前，中国影视行业的渠道单一，电影主要为电影院，电视剧主要电视台，电影票房收入 60 亿元，国产电视剧交易金额为 50 亿元，产业规模并不大，对比美国中国影视行业还有很大的增长空间。尤其三网融合后，电影和电视剧均有望进入有线付费、IPTV 和互联网渠道，将极大提升同一内容的市场价值，在 A 股上市公司中相关股票有华谊兄弟。

内容提供商将成为三网融合最长远的受益者。三网融合将使内容服务市场从买方市场转变为卖方市场，内容服务商将成为市场主导。这一转变将对电广传媒、中视传媒等公司形成实质性的利好。此外，新浪、腾讯等互联网类上市公司虽然因为三网融合而打破目前视频市场的垄断地位，但由于这类门户网站在此前的市场化运作中已经拥有了一定的内容制作力量，因此将在内容提供上获得收益。

2、软硬件设备提供商将最先受益

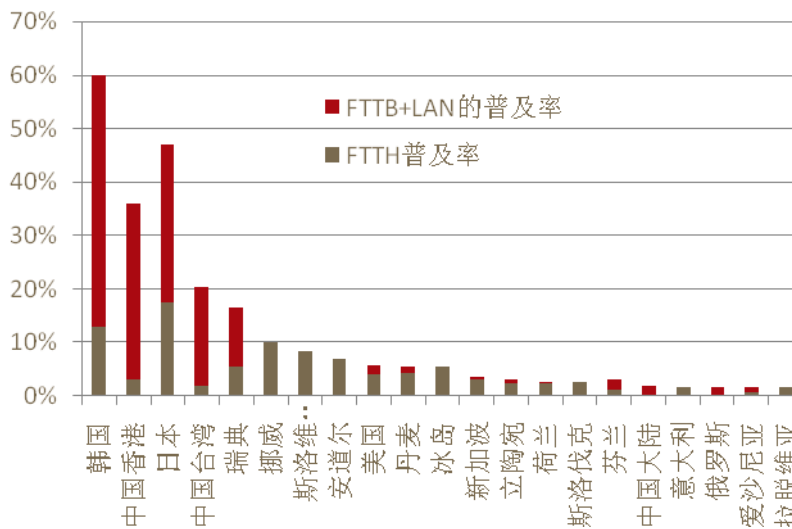
处在数字电视产业链上游的设备制造商可能是“三网融合”最早最直接的受益者，无论广电或者电信的网络升级改造以及新业务开展都会触发对软硬件设备的需求强劲。

硬件提供商

数据显示，中国现有有线用户 1.6 亿，尚有 1 亿有线用户并未数字化整转，不考虑有线用户增长，机顶盒开支约 350 亿；而尚未双向网络改造用户接近 1.5 亿，未来网络改造成本接近 600 亿，根据整转截止时点 2015 年，每年资本开支约 200 亿，可能利好上游机顶盒设备供应商和网络改造设备供应商，此外运维支撑系统（BOSS）也将极大的受益。

以机顶盒产业为例，中国电信在多个城市开展 IPTV 业务试点首先需要对 IPTV 机顶盒进行采购，而广电运营商从标清单向到高清再到互动双向的网络升级改造也带来了大量的机顶盒新增需求和更新换代需求。同时，此次国务院常委会在三网融合的重点工作中也提出，“要支持三网融合共性技术、关键技术、基础技术和关键软硬件的研发和产业化。将三网融合相关产品和业务纳入政府采购范围。”随着有线网络运营商向电信级运营商转型，低端的设备制造商亦会进行产品和服务的升级以依托产业链获得长久企业生命力。

图表 4 2009 年 6 月底全球 FTTx 普及率排名



数据来源: FTTH Council 方正证券研究所

随着三网融合进程的进展,传统的双绞线接入也无法满足带宽要求,FTTx 的建设速度也会在三网融合推动下加速。电信网目前完成 FTTx 覆盖 2300 万线,占全部宽带用户的 22.5%;但能够保证的实际带宽仅为 2M,三网融合必将促使运营商大大加速 FTTx 的建设以替代 ADSL。FTTx 是光通信行业发展的根本动力,它的发展将最终带来城域网和骨干网的扩容。FTTx 的加速建设首先将增大对光纤和光接入设备的需求,然后会因为城域网和骨干网的扩容而进一步增大对光纤和光网络设备的需求。由于中国目前 FTTx 的建设相比发达国家还差得很远,还有非常大的市场空间,所以我们认为三网融合将使得本来增长放缓的光通信行业至少在未来 3 年仍然保持高增长。

同洲电子作为国内机顶盒设备龙头无疑将从中受益。同时,作为光纤通讯设备提供商的中兴通讯、中天科技、烽火通信等上市公司也将从中分得蛋糕。

软件提供商

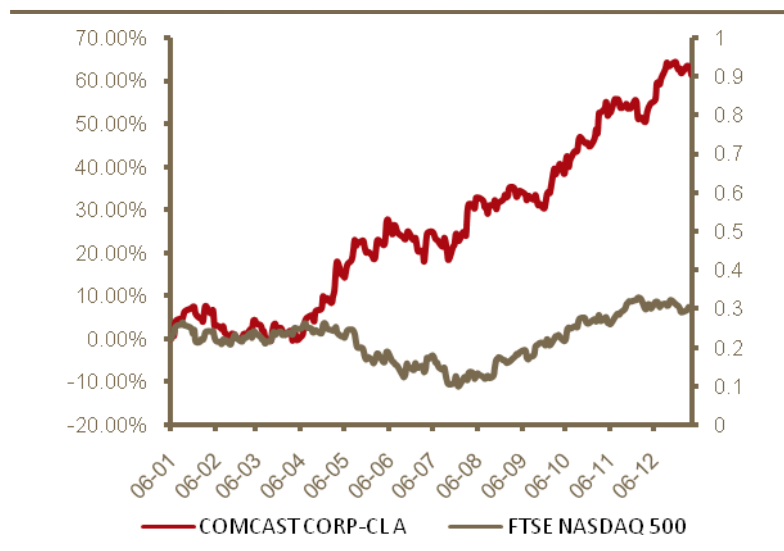
三网融合重点工作要求选择有条件的地区开展双向进入试点、加强网络建设改造、强化网络管理。数据、增值业务、节目等内容的发展会带来数据和交换中心的更新换代和升级,也将带来网络安全建设的加强。从而给计算机硬件及软件,特别是软件中的系统集成业务带来发展。在系统集成方面,东软集团、华胜天成具有一定的优势。亿阳通信等“BOSS”公司也将受益。

3、有线运营商将是三网融合最长远的受益者

从美国经验来看,在三网融合大背景下,传媒产业迅速成为美国各产业中增长率排名第二的新兴产业。其中,有线运营商成为市

场的主导。三网融合塑造了强大的 Comcast。美国有线运营商龙头 Comcast 在三网融合时代捆绑推出了视频、宽带连接、电话三合一服务，并成为第二大宽带接入商，而且是拥有 VoIP 用户最多的服务商。2009 年，Comcast 依靠方便优质的固话捆绑业务，取代 Qwest 通信公司跃升为美国第三大固话服务商。在美国三网融合业务开始大规模推广的 2006 年，Comcast 的涨幅接近一倍远高于同期纳斯达克指数的涨幅。

图表 5 Comcast 股价和 Nasdaq 指数走势对比图

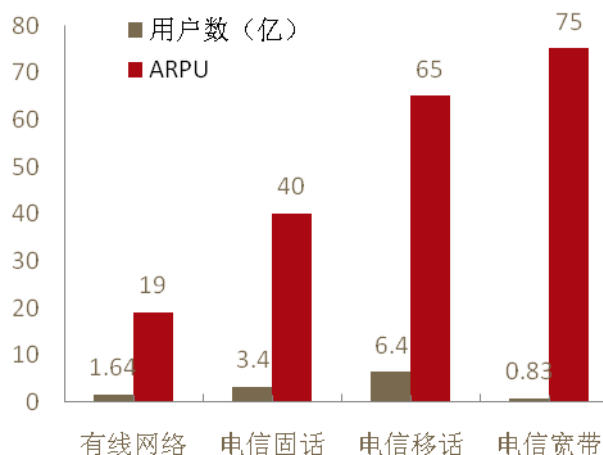
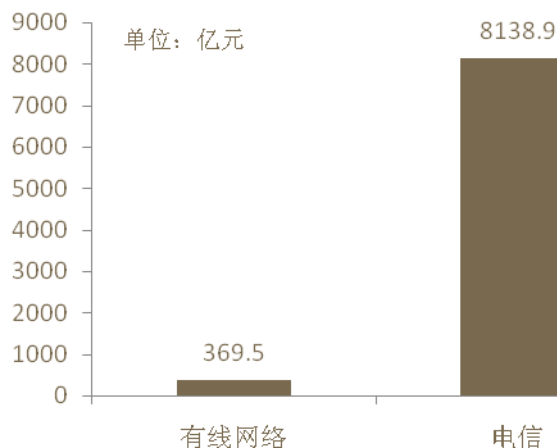


数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

按照 1 月 13 日会议提出的阶段性目标。2010 年至 2012 年重点开展广电和电信业务双向进入试点，符合条件的广电企业可经营增值电信业务、比照增值电信业务管理的基础电信业务、基于有线电视网络提供的互联网接入业务、互联网数据传送增值业务、国内 IP 电话业务。IPTV、手机电视的集成播控业务由广电部门负责，宣传部门指导。符合条件的国有电信企业在有关部门的监管下，可从事除时政类节目之外的广播电视节目生产制作、互联网视听节目信号传输、转播时政类新闻视听节目服务，以及除广播电台电视台形态以外的公共互联网音视频节目服务和 IPTV 传输服务、手机电视分发服务。

从会议目标来看，三网融合利好广电，尤其利好具备较好消费者基础的地区的有线网络运营商。三网融合的加速推进，对有线网络的价值提升有正面作用，主要体现在：一是数字化/双向化改造有望加快，有利于提升有线网络的质量，增强有线运营商的长期竞争力；二是网络整合有望加速，省网整合和跨省扩张，有利于有线运营商用户规模效应的提高。三是互动增值业务和与电信运营商的错位竞合业务，有利于提升有线运营商的 ARPU 值。根据目前的统计数据显示，中国宽带用户的 ARPU 值是中国有线用户 ARPU 值的 4 倍，在业务种类同质化的情况下，多业务服务的综合定价也将趋同，对已经具备传输能力的有线网络，收入增长方面无疑将面临巨大的发展空间。四是布局上游内容，谋求从媒介向媒体转变。

图表 6 中国有线网络与电信业务对比--有线网络增长空间巨大



数据来源: 广电总局 工信部 方正证券研究所

我们看好大都市有线网络。宽带接入业务需要网络支持双向互动, 而中国有线网络实现双向化改造的比例不到 15%, 大部分集中在一线城市(京沪广深)和省会城市。因此, 从网络现实基础分析, 三网融合类业务更适合在大城市首先推进。当然, 从用户消费能力上看, 大城市也比较适合开展融合业务。

三网融合还将迫使广电运营商加快跨区域整合、网络改造和更市场化运作。如歌华有线、天威视讯、广电网络等公司将从中受益。在 A 股上市公司中我们看好歌华有线和天威视讯。

4、接收终端制造商将迎来新的增长点

家庭娱乐终端

推动电视更新换代发展方向: 推出具备网络功能的电视, 使电视成为有线信号和网络信号的终端, 实现互动操作; 从电视机到内容服务, 提供附加值业务, 例如下载或在线收听音乐、视频。市场调研表明, 用电视看电影和上网是较为受欢迎的产品升级方向, 而其它附加服务也有一定的潜在消费群体。

推出具有网络功能的电视。网络的普及催生了众多全新的互联网终端产品，比如互联网电视，即可以上网的电视，用户可以利用它直接连接互联网，实现下载或在线观看电影、视频，获取天气、股市的最新资讯等功能，今年，TCL、三星、创维、长虹、海信等众多电视生产企业都推出各自的互联网电视。在 A 股上市公司中我们看好海信电器和四川长虹。

图表 7 各企业开发的具有网络功能的电视

公司	网络功能电视	详情
TCL	MiTV 互联网电视	“MiTV 影客下载引擎”是 TCL 独家自主研发的网络资源下载引擎，直接高速下载特定网站上的影视资源，并通过电视实现与朋友、家人分享“我的电影频道”。家庭互联 pcl ink 功能通过 PCLINK 功能自由分享局域网中电脑上的音、视频及图片文件，简易实现电视与电脑链接。使用简单方便，无需在 PC 上安装软件，即可直接共享。
创维	酷开系列网络电视	创维网络电视实际实现的是 IPTV 的部分功能，简化了原有 IPTV 概念中不是非常适用的一些能，目前创维网络电视主要的功能就是看电影和唱歌。
海信	蓝媒系列网络电视	海信蓝媒 V88 系列液晶电视的特色就是“全程高清+网络互联”。实现了全程高清平板显示技术与网络多媒体资源的完美融合，改变了单纯被动接受电视节目的现状，让人们可以通过电视获得丰富的网络娱乐信息。
长虹	乐教系列电视	乐教在线生活平台：在 TV2.0 的战略下，长虹斥资 1.5 亿元为用户量身打造的一个专属服务平台：乐教，精选了娱乐、影视、教育、生活百科、健康五大类用户最需要的内容。
海尔	模卡网络电视	海尔模卡网络电视具备一个开放式流媒体模卡接口，不是通过外接设备，而是通过按需购买或者定制海尔的各种流媒体模卡，实现相应的流媒体功能，比如购买了“数字一体模卡”的海尔模卡电视用户，无需通过外接机顶盒或是购买数字电视一体机，就可以收看高清电视节目信号；购买了“网络模卡”的用户无需外接电脑主机，省去了键盘、鼠标，只需接到模卡电视，就可以用遥控器上网，阅读新闻、听音乐、看大片。

资料来源：WIND 资讯 方正证券研究所

内容服务方面更是品类繁多，电视厂商依托其产品载体优势。近年来，海信，TCL，创维等公司进行了很多有益的探索。手机的升级换代已经势在必行，且新品推出率将越来越快。3G、WiFi 等技术的出现，为手机与互联网的融合打下了基础。进入 3G 时代后，手机上网速度接近于固定宽带，随时随地接入互联网成为了可能。这一趋势使手机类产品的定义将越来越向 MID(移动互联设备)靠拢，对手机终端的软硬件也提出了全新的要求。

个人智能终端：手机升级势在必行

手机的升级换代已经势在必行，且新品推出率将越来越快。3G、WiFi 等技术的出现，为手机与互联网的融合打下了基础。进入 3G 时代后，手机上网速度接近于固定宽带，随时随地接入互联网成为了可能。这一趋势使手机类产品的定义将越来越向 MID(移动互联设备)靠拢，对手机终端的软硬件也提出了全新的要求。

(1)、3G 手机将全面替代 2G 手机，成为手机终端的主力，而三种 3G 制式运营商之间的竞争也将更加激烈。(2)、智能手机成为市场发展方向：苹果、黑莓、GPhone、Palm 等智能手机变得炙手可热，宏碁、戴尔等 PC 厂商正雄心勃勃地进军智能手机市场，

国内联想、多普达、华为、中兴等把握智能手机机遇的厂商也开始脱颖而出。(3)、从硬件底层上看,随着英特尔、AMD 这些芯片巨头推出 ULV(超低电压处理器)产品,手机上沿用多年的 ARM 处理器架构正在面临巨大挑战。(4)、在应用层面上,目前手机高清播放能力的天生不足也将催生手机向另一个方向进化,那就是以 nVIDIA 为代表的视频技术厂商杀入手机市场,借助独立解码芯片打造高清多媒体手机产品。在 A 股上市公司中我们看好中兴通讯和 TCL 集团。

三网融合是 2010 年的大事件,三网融合给市场带来了新机遇,三网融合题材将成为今后的一个重要投资主题,我们应该关注三网融合下最具受益潜力的相关各股。

图表 8 三网融合产业链上市公司估值一览

公司类别	业务细分	证券简称	股票代码	当前股价 (2.12)	2010EPS	2011EPS	2010PE	2011PE
运营商	有线网络运营商	天威视讯	002238	24.98	0.39	0.62	64.61	40.49
		歌华有线	600037	15.17	0.36	0.42	42.23	35.8
		广电网络	600831	12.82	0.25	0.33	50.83	39.06
		东方明珠	600832	12.85	0.2	0.21	65.56	62.47
		电广传媒	000917	21.7	0.29	0.32	74.96	68.87
		中信国安	000839	14.38	0.36	0.46	40.39	31.44
	电信运营商	中国联通	600050	6.62	0.24	0.34	27.28	19.4
内容提供商	影视节目	电广传媒	000917	21.7	0.29	0.32	74.96	68.87
	电视节目	中视传媒	600088	19.07	0.44	0.48	43.62	39.44
	电影电视剧	华谊兄弟	300027	50.01	0.88	1.25	56.53	40.16
	动漫	奥飞动漫	002292	42.63	0.92	1.18	46.55	36.01
服务提供商	增值服务和电信接入商	北纬通信	002148	33.51	0.68	0.96	49.01	34.83
		鹏博士	600804	13.38	0.36	0.45	36.87	29.45
		拓维信息	002261	42.18	1.03	1.36	40.94	31.1
通讯设备制造商	电子与器件行业	同洲电子	002052	15.14	0.4	0.56	38.21	26.85
		同方股份	600100	20.18	0.49	0.62	40.9	32.74
	光纤光缆等电信设备供应商	烽火通信	600498	28.49	0.83	1.05	34.23	27.24
		亨通光电	600487	33.6	1.3	1.49	25.93	22.51
		中兴通讯	000063	42.5	1.7	2.08	25.04	20.39
		中天科技	600522	24.51	1.2	1.42	20.39	17.32
	机顶盒提供商	同洲电子	002052	15.14	0.4	0.56	38.21	26.85
		金亚科技	300028	23.55	0.39	0.47	60.51	50.4
		四川长虹	600839	7.4	0.16	0.18	45.85	41.62
		TCL 集团	000100	5.55	0.16	0.21	33.86	26.2
	通信网络业务支撑系统	亿阳信通	600289	15.69	0.6	0.77	25.99	20.4
	系统集成商	华胜天成	600410	17.87	0.6	0.75	29.54	23.71
		东华软件	002065	24.84	0.79	1.02	31.56	24.35
终端厂商	互联网电视机供应商	海信电器	600060	25.99	0.94	1.2	27.65	21.61
		四川长虹	600839	7.4	0.16	0.18	45.85	41.62
		TCL 集团	000100	5.55	0.16	0.21	33.86	26.2
	多功能手机生产商	中兴通讯	000063	42.5	1.7	2.08	25.04	20.39
		TCL 集团	000100	5.55	0.16	0.21	33.86	26.2

资料来源: WIND 资讯 方正证券研究所

五、重点关注公司

1、歌华有线（600037）

公司是唯一一家负责北京地区有线广播电视网络建设开发、经营、管理和维护的网络运营商。作为宽带信息传输网络，北京有线广播电视网络可支持高速数据传输、互联网接入、视频点播、远程教育、远程医疗、电视会议和电子商务等广播电视拓展业务和增值业务。

目前，歌华有线公司现已开始了大规模的双向网改造，为广大用户提供宽带互联网接入服务；完成了数字有线电视系统平台的建设，开始数字有线电视的播出运营和推广应用，歌华有线已于1月18日完成了高清交互30万户的试验示范推广任务，目前高清交互业务已覆盖234个小区，北京已成为全国高清用户、高清交互用户最多的城市。我们认为，高清交互业务是有线数字电视未来的发展方向。在近期政策层面推进三网融合之际，发展高清交互业务是有线运营商提升竞争优势抢占未来市场的明智之举。根据市政府规划，高清用户在2010年新发展100万户，在2011年新发展130万户，歌华有线在高清用户方面的业务拓展大有空间，公司继续获得政府补贴仍可以预期。预计2010年底北京高清交互用户将达100万。考虑到北京市是国内数字电视收视费唯一没有调整的城市，数字电视收视费仅为18元，远低于24元的全国平均水平，在北京市水气等公用事业理顺价格机制的背景下，歌华有线推广高清交互业务资本支出压力较大的背景下，收视费上调进度有望加速，我们长期看好歌华有线在三网融合时代来临下的发展前景。

2、中兴通讯（000063）

中兴通讯是全球领先的综合性通信制造业上市公司和全球通信解决方案提供商之一。凭借有线产品、无线产品、业务产品、终端产品等四大产品领域的卓越实力，中兴通讯已成为中国电信市场最主要的设备提供商之一，并为全球140多个国家的500多家运营商提供优质的、高性价比的产品与服务。

我们认为中兴通讯将是三网融合最大受益者之一，公司将受益于电信运营商的固网，承载网，和IPTV业务的建设，以及广电运营商的电源、传输等业务扩张，产品范围涉及基础设备、系统集成、软件、硬件等产业链的各个方面。目前中兴在全球IPTV市场上名列前三，并且在中国电信运营商IPTV市场占50%以上的市场份额。09年公司业务增长主要受益于国内3G网络建设。据统计公司在国内3G设备市场占达27.1%的第一份额；光纤宽带接入设备占45%份额、PTN光传输设备招标获得了35%份额；3G终端在运营商定制采购中份额达到27%。目前手机的升级换代已经势在必行，3G手机将全面替代2G手机，成为手机终端的主力，公司目前三大标准均衡发力将领跑国内3G行业。

公司将多方面受益于三网融合，业绩未来有望大幅提升，我们看好公司的长期发展。

3、华谊兄弟（300027）

当前，国内影视行业的渠道单一，电影主要为电影院，电视剧主要是免费电视台。三网融合后，电影和电视剧均有望进入有线付费、IPTV 和互联网渠道，将极大提升同一内容的市场价值。目前我国电影票房年收入 60 亿元，国产电视剧交易金额为 50 亿元，产业规模并不大，对比美国中国影视行业还有很大的增长空间。

华谊兄弟是 2009 年上市影视娱乐业首家公司，同时也是中国电影知名品牌之一。电影业务方面：公司目前影片票房收入占国产电影市场份额约 22%，占国产和进口共同之比 10%。IPO 募投项目完成后，公司电影出品能力将达 6 部/年，其中大制作影片 4 部、中等和小制作各 1 部，而且其中 2 部要进入当年度国产电影票房收入前十名。公司 2009-2010 年电影业务计划投资包括《狄仁杰》、《唐山大地震》及《非诚勿扰 2》等 6 部影片，该 6 部影片包括与其他公司合作的影片，如 2010 年贺岁片《新少林寺》。电视剧业务方面：IPO 募投项目完成后，公司电视剧业务规模将从目前的 300 集提高到 600 集以上，公司的影视剧出品能力将得到提升，并且其中有 2-3 部要成为当年度具有较大影响力的作品。公司 2009-2010 年电视剧业务计划投资包括《新太极宗师》、《谍变 1939》及《南下南下》等 20 部 642 集电视剧。

三网融合后，将极大提升同一内容的市场价值，对公司影视内容市场价值的提升有极大地影响。我们看好公司的长期发展。

4、电广传媒（000917）

湖南有线电视网络整合始于2000年，到2009年底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。

2009年6月，电广传媒对原有的网络分公司进行改制，投资组建了华丰达有线网络控股有限公司，成为电广传媒网络业务新技术和新业务研发、投融资决策及资本运作平台。公司的主要职能之一，就是负责组织实施省内外有线网络投资并购和整合。目前湖南作为三网融合试点省份和电广传媒作为三网融合试点公司的可能性较小；但基于有线网络的增值业务与跨区域整合，电广传媒将迎来极大的市场契机，并带来附加收益。此外湖南电视台作为中国少有的几个强势媒体之一，电视广告的收入有望保持稳中有升。

电广传媒是全国第一个率先采取双向机顶盒的运营商，全省范围内遥控器统一了使用标准。这些前瞻性的做法都能加强增值业务推动的效果。目前进入湖南有线的用户规模达300万，2009年基本完成数字平移，发放的机顶盒90%以上具有双向功能。当前湖南有线重要的工作是完成机顶盒软件以及系统平台的升级，而双向改造在其后可全面启动，公司规划在双向改造后通过高清互动推动增值业务发展。目前，湖南已经获批成为国家三网融合首批试点省份，电广传媒极有可能成为中部地区三网融合首批试点公司，公司未来发展空间巨大

5、同洲电子（002052）

机顶盒是三网融合的必要设备之一，有线机顶盒将受益于广电网络数字化和双向化改造，目前全国有线用户 1.6 亿，仅 6000 万用户完成数字转换，双向化覆盖用户约 3000 万，机顶盒在国内具有较大的发展空间。

作为亚洲最大的机顶盒制造商，同洲电子无疑将受益，今年募投项目达产后将能满足三网融合加速的需求。此外，去年底同洲推出了国内首款支持“三网”业务融合的 3G 视讯互联网手机——同洲 E89EVDO 智能商务手机，今年还将推出包括手机、上网本在内的多款 3G 系列视讯终端产品。

公司同时是中国数字视讯的龙头企业，正在转型为数字视讯端到端整体解决方案和增值服务提供商。公司从 2006 年开始已经持续投入巨大人力和财力研发三网融合技术，在技术方面已大幅领先竞争对手。公司目前已开始提前布局培育运营业务，参股哈尔滨有线，参与数字电视机及增值业务的经营，进行分成；公司还参与成都有线的增值业务和宽带规划。未来广电进入电信领域后，同洲有能力将广电打造成第四大电信运营商，运营业务将推动公司转型，未来有望获得更稳定、利润更好的收入来源。此外政府对三网融合的支持（对购买机顶盒的补贴），为同洲电子的发展带来机遇。我们看好公司的长期发展。

6、烽火通信（600498）

公司是中国通信基础设施建设的主要设备供应商和全面电信解决方案供应商之一，光缆年度销量超过 200 万公里，名列行业第二，FTTH 产品成为市场领导品牌。09 年成立的合资公司主要经营光纤用预制棒等光电子产品的技术开发，可形成光棒、光纤、光缆的完整产业链。

“三网融合”将带来广电和电信竞相加大的宽带投资，与烽火相关的潜在收入预计巨大：（1）广电网目前骨干网仅 4 万皮长公里，较电信的 83 万皮长公里过于薄弱，在光纤缆和传输设备、交换设备等方面的投资约有 588 亿；（2）广电网双向化改造需要投资 PON 等设备投资预计 336 亿元；（3）电信网络提升带宽，加大 FTTx 和 FTTH 覆盖，预计在光纤缆和 PON 方面的投资约 452 亿元。

烽火通信拥有最完整的产业链：光纤、光接入设备和光网络设备；此外，烽火通信在光接入技术 EPON 上拥有较大的技术优势和市场占有率。三网融合将给公司带来巨大的潜在收入。我们认为公司处在数字电视产业链上游，将是“三网融合”最早最直接的受益者，公司具有持续快速增长的潜力。

7、同方股份（600100）

同方股份在数字电视传输/接收系统、多媒体数字终端设备、数字内容服务、网络运营等在内的数字电视整体产业链业务均有布局。

公司与上海文广合资组建的百视通具有国内IPTV 市场约80%的占有率。三网融合的持续推进将理顺广电集团与电信运营商的合作关系，为IPTV 的市场推广带来有利因素。

赛迪咨询预测，从2002 年到2015 年，国内数字电视市场规模将由400 亿元扩张到5000 亿元，整个数字电视产业的规模将达到1.5万亿元。市场上，目前IPTV 用户数占宽带用户数比例相对较低，仅占4.8%的份额。随着三网融合我国IPTV将步入高速稳定的成长期，考虑到产业链各环节的深度合作，内容与服务的日益丰满以及运营商推广力度的增强，赛迪咨询预测，到2011 年我国IPTV 用户将达到2000 万户，占宽带用户数为12.9%。IPTV将带动公司业绩快速增长。

8、天威视讯（002238）

公司作为广电系统龙头企业，在增值业务拓展方面处于行业前列，有望成为三网融合试点企业，获得更多的政策及资金支持。09 年 3 季度末公司资产负债率为 32%，账面净现金 7 亿元，仅有 1 亿元长期贷款，良好的资产结构为公司实现有线网络业务对外扩张及整合产业链的经营目标奠定了坚实的基础。

截止到 09 年底，公司有线宽频在网用户数为 28.07 万户，付费电视和互动电视终端分别为 5.29 万个和 12.60 万个（其中高清交互电视用户终端数为 5.65 万个），而去年底互动用户仅为 5.19 万个，互动电视用户增加主要是高清业务的推动。公司致力于付费电视和互动电视的发展，积极探索有效的商业模式。在三网融合加快的背景下，付费电视和互动电视节目量的大幅增加为公司更好的推广增值业务奠定了良好的基础。高清互动增值业务将成为公司内生性增长的主要推动力，尤其是在深圳这样发达的地区，规模增加将有效缓解成本压力，形成良性循环的趋势。此外公司整合大股东深圳广电集团旗下关外拥有 150 万有线用户资产的步伐有望加快，公司与深圳移动的合作仍将继续深入，以及进行跨地域扩张或业务模式输出等，都将成为公司股价上涨的催化剂。

9、亿阳信通（600289）

公司运营支撑系统（OSS）和智能交通系统（ITS）领域均处行业龙头地位。亿阳信通的 GSM/CDMA/3G 网络管理系统的领先度和市场份额名列全国第一，目前占中国移动 70%以上市场，中国联通 50%以上市场，中国电信 40%以上市场。智能交通业务在同类上市公司中占据 18.07%份额，同样排名第一。

三网融合和 3G 促使网络系统转型，OSS 市场前景广阔。电信网络向全 IP 转型会引发网络管理模式的变革。3G 在 09 年底正式商用刺激了相关配套软件的投资预期，2009 年三大运营商对于 3G 的资本开支达到 2000 多亿，预计 2010 年我国 OSS 市场将增长 25%，且中国电信和中国联通为了与网络较为完善的中移动竞争，或将加大对于 OSS 的投入。

由于公司在电信 OSS 市场近乎垄断，三网融合将为亿阳信通带来额外新增市场。我们看好公司在未来广电 OSS 建设中的领先地位。

10、海信电器（600060）

公司目前是国内平板电视领域的领导者。公司彩电产品结构升级步伐远远快于国内其他彩电生产商，目前公司平板电视销量占比已经接近80%，居国内领先地位。海信电器LCD 彩电市场份额位居国内前两名，在1-2 级市场销量和销售份额均位居第一，其技术和产品优势有望保证未来两年企业市场份额稳定和利润率的提升。

随着三网融合的发展，网络和电视的整合成为未来电视产品的发展大势。网络内容的不断细分和深化，使得网络运营商可以根据消费者的喜好和需求进行网络电视内容的个性化设置。海信蓝媒 V88系列液晶电视的特色就是“全程高清+网络互联”。实现了全程高清平板显示技术与网络多媒体资源的完美融合，改变了单纯被动接受电视节目的现状，让人们可以通过电视获得丰富的网络娱乐信息。目前海信与雅虎合作的网络电视产品已实现了新闻、天气、财经、股票等信息的实时浏览，还可以用flicker分享照片、用twitter聊天、在eBay购物、在face book上了解好友动态等，为消费者带来时尚、便捷的全新体验。

我们认为，公司有效的新产品开发保证未来盈利能力的持续提升。充足的技术储备带来有效的新产品开发（LED 和网络电视等），公司盈利能力将不断提升。

六、风险因素

目前三网融合已成为大家关注的焦点，但从目前来看，在2010--2012 这三年，三网融合有许多事情要做，包括新标准制定、广电网数字化整转、网络的双向化改造、客户资源整合、市场策略转变、经营管理能力提升等等，特别是广电有线网络在以上诸多方面处于弱势地位，可谓任重而道远。

三网融合同同时存在一定的风险，目前风险主要有：

1、三网融合的关键政策瓶颈没能突破；比如，双向准入的管制标准和依据是什么？双向准入的公平性资源竞争环境如何确定，双向准入中的资源共享(比如内容服务)和版权保护的操作方式是什么？

2、竞争导致资本开支增加，资费水平下降，如果收入没能实现同步增长，有线和电信运营商的盈利能力均将面临下滑压力。

3、三网融合是一项长期的工程，受益的一些相关领域短期提升空间可能不大。

虽然三网融合的发展具有一些不确定性，但是三网融合是一项利国利民的大工程它的发展将是必然趋势。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	长沙	杭州
地址：	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦（310006）
电话：	(86731) 5832351	(86571) 87782600
传真：	(86731) 5832380	(86571) 87782600
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com