



“管道”转“平台”，政策引领下的新成长

强烈推荐（维持）

⑤ 有线电视业务持续增长

有线电视注册用户每年惯性增长 20 多万户。我们认为，有线电视业务收入增长将来自于三方面：高清用户群增大；有线电视收视费提价预期增强，预计有 10% 的提价幅度；大数据价值的变现。

⑤ 预计年内提前达到个人宽带用户目标数

公司和联通的一级开发商合作，使得流量价格进一步下调。在移动代理销售的基础上公司还与电信合作，降低宽带成本。预计年内可以提前达到个人宽带用户累计 30 万户的目标。

⑤ 广告费收入稳健增长

公司以集成的 4 万小时影视节目库为基础，开展“歌华高清”轮播业务。新开英国电视剧频道、高清电影频道，用轮播的方式加载广告，预计公司马上推高清电视剧频道，全年广告收入或达 1.43 亿。我们认为，歌华有线具备运营 8-10 个频道的能力，广告费收入增长仍有较大空间。

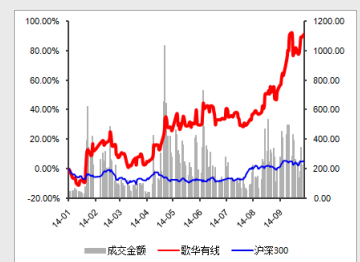
⑤ 投资策略

公司由单一有线电视传输商向全业务综合服务平台、由传统媒介向新型媒体转型；同时依托北京布局全国，实现跨区域、跨网络、跨终端的覆盖。考虑到今年折旧进入下降期，以及按照 25% 计提的所得税有望年内冲回，预计公司 2014-2016 年归属净利润为 5.56 亿、9.56 亿、12.16 亿；EPS 分别为 0.52 元、0.90 元、1.15 元，9 月 30 日收盘价对应 2015 年 16.34 倍 PE。我们维持“强烈推荐”评级。

⑤ 风险提示

1、行业政策变动风险 2、价格改革进度不及预期

市场表现截至 2014.9.30



市场数据

2014-9-30

A 股收盘价 (元)	14.71
一年内最高价 (元)	15.06
一年内最低价 (元)	6.90
上证指数	2363.87
市净率	2.66
总股本 (万股)	106038
实际流通 A 股 (万股)	106038
限售流通 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	156

分析师：张彬

执业编号：S1490513100002

电话：010-58566807

邮箱：zhangbin@hrsec.com.cn

联系人：牟欣

电话：010-58565083

邮箱：mouxin@hrsec.com.cn

图表：财务预测简表

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	2202	2250	2388	2531	2682
同比增长 (+/-%)	16%	2%	6%	6%	6%
归属净利润 (百万元)	297	377	556	956	1216
同比增长 (+/-%)	7%	27%	47%	71%	27%
每股收益 (元)	0.28	0.36	0.52	0.90	1.15
PE	52.53	40.86	28.28	16.34	12.79
PB	2.86	2.72	2.68	2.36	2.15

证券研究报告

目 录

一、传统业务平稳.....	4
1、有线电视业务持续增长.....	4
(1) 高清用户群增大.....	4
(2) 有线电视收视费提价预期增强，预计有 10%的提价幅度.....	4
(3) 大数据价值的变现.....	4
2、有线电视业务后续将引入 TVB+OTT.....	5
二、发展个人宽带有基础.....	5
三、广告费收入稳健增长.....	6
四、基于有线电视用户规模，跨区经营及全业务布局.....	6
1、跨区经营.....	6
2、在手现金充裕，有望拓展业务布局.....	6
五、折旧与所得税.....	7
六、投资策略.....	7
七、风险提示.....	8

图表目录

图表： 财务预测简表.....8

一、传统业务平稳

1、有线电视业务持续增长

2014 年上半年，有线电视注册用户增长 13 万户，去年增长 26 万户，每年惯性增长 20 多万户。基本收视费占收入比重为 46%，过去占 60-70%，占比下降的越来越快。预计公司在五百万户机顶盒售卖完之后，将转向部署家庭网关来提供家庭融合业务。

我们认为，有线电视业务收入增长将来自于三方面：

(1) 高清用户群增大

据格兰研究统计，截至 2014 年 7 月底，我国有线数字电视用户达到 17265.6 万户，有线数字化程度约为 77.08%（有线电视用户基数为 2.24 亿户），我国有线数字化整体转换已步入中后期，但高清交互改造仍在推进之中。2009 年 9 月 18 日，歌华有线启动高清交互数字电视示范小区的推广。据年报数据，2009 到 2013 年公司高清交互用户从 30 万户增长至 382 万户。市区用户开拓基本完成。我们按 18.5% 预计 14-16 年用户增速。

(2) 有线电视收视费提价预期增强，预计有 10% 的提价幅度

2014 年 8 月 5 日北京国资委发布《关于全面深化市属国资国企改革意见》，“更加尊重市场规律和企业发展规律，推动企业完善现代企业制度，加快形成市场化的经营机制”。北京市一直沿用 2003 年确定的 18 元/月/户的有线电视基本收视维护费标准，处于全国最低水平。在市属国企改革不断推进的背景下，我们认为，歌华有线电视收视费提价预期增强，预计有 10% 的提价幅度。

上海有线收视费 23 元/月，高清点播、高清回看另外收费，均为 15 元/月，而北京 18 元/月的基本收视费已包含了高清及回看等增值服务。根据半年报数据，公司有 537 万户有线电视用户，389 万户高清交互数字电视用户。按 10% 的基本收视费提价幅度，在收视维护费提价及交互功能单独收费的情况下，假设高清交互用户中有 20% 订购了回看、点播等交互功能，预计提价带来新增收入 1.29 亿元，交互功能订购带来新增收入 1.4 亿元，可增厚 EPS 0.25 元。

(3) 大数据价值的变现

公司大样本收视数据研究中心依托目前 389 万高清交互用户作为收视数据基础，利用大数据统计分析技术、自有技术开发收视数据和高清交互平台视频、应用、广告数据产品。目前公司于每周三在高清交互平台发布北京地区高清交互平台用户一周开机率数据、电视院线热播排行、热播综艺节目排行、热播电视剧排行、综艺点播排行、免费点播电影排行、免费点播电视剧排行等七项收视数据。此外，公司继续加强与尼尔森网联、央视索福瑞、秒针等公司的合作，挖掘大数据的商业价值。

公司希望将大样本收视数据研究中心打造成为全国性的收视数据生产中心，打造收视数据标杆，对电视台提供数据支持，包括收视率调查等。电视台额外多交钱，相当于增加落地费。公司认为高清交互产生的大数据是有价值的，目前开发的不够。

2、有线电视业务后续将引入 TVB+OTT

有线电视业务在后续市场化进程中，将引入 TVB+OTT。预计十月底上线云平台，整合 DVB、OTT 和网络视频内容，售卖 DVB+OTT 机顶盒。据公告，控股子公司北京歌华有线数字媒体已与 1905 互动公司签署合作协议，合作开拓跨屏创新型 DVB+OTT 移动互联网电视业务。1905 互动公司定位于互联网电视内容服务商，依托电影网拥有目前国内门类最全的各类院线正版片源。基于歌华飞视互联网电视内容 APP 聚合平台集合直播电视和互联网电视内容的特点，采取付费点播、免费+广告等方式合作分成。数字媒体公司利用目前已获得腾讯方面的微信支付授权与阿里手机支付宝授权，开展付费电影包支付服务。数字媒体公司将作为 1905 互动公司在全国广电网络的行业代理，拓展互联网电视服务市场。

二、发展个人宽带有基础

公司发展新媒体及应对三网融合具有用户、网络、平台、服务等基础和优势：歌华有线已经建设开通 500 万户双向网络用户，互联互通仅仅是时间问题；公司与中移动北京共建 4G 网络，公司提供移动通信设施和设备建设、运维及优化等服务。

公司和联通的一级开发商合作，使得流量价格进一步下调。在移动代理销售的基础上公司还与电信合作，以前宽带成本的 40% 是联通的出口流量费，现在情况有所改变：在新增用户方面，与电信合作，电信出流量，歌华负责上门安装和硬件，新增的用户收入五五分账。预计年内可以提前达到个人宽带用户

累计 30 万户的目标（包括 10M、55M、110M）。

三、广告费收入稳健增长

据半年报数据，广告费收入 6100 万，同比增速 38.6%。预计全年收入增速达到 50%。

公司以集成的 4 万小时影视节目库为基础，充分利用有线电视网络的频率优势，开展了“歌华高清”轮播业务。新开英国电视剧频道、高清电影频道，用轮播的方式加载广告，预计公司马上推高清电视剧频道，全年广告收入或达 1.43 亿。我们认为，歌华有线具备运营 8-10 个频道的能力，广告费收入增长仍有较大空间。

四、基于有线电视用户规模，跨区经营及全业务布局

1、跨区经营

点播方面，华数、迅雷等，用付费专区的形式；公司也推出电视院线，新片 2 周内可以在歌华上映，电视院线现在一天一万户的使用量，后续方式是加快成立全国有线电视院线联盟和运营实体，在内容购买上更有实力，变成院线+HBO+VOD 点播；联合体采用本地、内容方、运营体 4: 4: 2 分账模式。

牌照方面，公司拿到了手机牌照和互联网内容牌照，完成了手机电视内容服务平台和互联网电视内容服务平台建设。目前，公司分别与央广视讯传媒、上海百视通电视传媒签署了合作协议，完成了联网对接。

2、在手现金充裕，有望拓展业务布局

公司希望具备垂直一体化服务能力，从节目源到云、管、端，覆盖用户群。公司认为最重要的是节目源，歌华作为一个媒体频道，有足够的频道点播、轮播。公司的用户规模及节目源优势，为新业务合作赢得谈判筹码。

游戏业务 8 月份开张，当月带来 100 万收入。云平台上线后，公司还将推出大型游戏、3D 游戏和大型体感游戏，为高清交互数字电视用户提供更高质量的家庭互动娱乐服务。

电子商务方面，公司与北京环球国广商贸有限公司、上海东方希杰商务有限公司签署了股权合作协议书，未来有参股东方 20% 的权利，并已与两家公司旗下的“环球购物”和“东方购物”两个频道开展了节目收转合作。电商的模式是基于社区，以本地社区化频道做线下售卖等，比如“东方购物”目前在做生鲜售卖。

预计公司业务整体上可保持 20 - 30 % 的增长速度，今年预计达到 50-60%。公司重新组建了战略投资部，将加快向新媒体、开放平台的转型，目前在手现金 33 亿，预计投资合资、对外合作会更关注广告公司和增值服务公司。

五、折旧与所得税

半年报公司毛利率 14.24%，较去年的 9.41% 明显提升，近三年折旧约占成本的 50%。2014 年以来，增量机顶盒不再折旧，也没有政府补贴。过去机顶盒成本的三分之二由政府补贴，公司自己承担三分之一。高清交互用户从 2009 年的 30 万户增长至 2013 年的 382 万户，09-13 年高清机顶盒新增成本分别为 7.23、18.03、18.92、9.58 和 5.48 亿元，各期折旧成本分别为 3.89 亿、5.52 亿、7.96 亿、10.19 亿和 10.34 亿元。进入 2014 年后，09 年的高清机顶盒基本折旧完毕，相关折旧进入下降期，据 2014 半年报，该项成本为 5.34 亿元，为 09 年以来首次下降，我们预计 14 年全年折旧成本基本与去年持平，接近 10 亿元。（按 100 万高清交互用户 3 亿成本计算，补贴 2 亿，歌华承担 1 亿，摊销到五年，每年增加折旧 2000 万。增量机顶盒不计入成本后，14 年折旧持平，15 年起减少 2000 万。）

所得税减免继续沿袭，目前按照 25 % 计提的所得税有望年内冲回。

六、投资策略

公司由单一有线电视传输商向全业务综合服务平台、由传统媒介向新型媒体战略转型；同时依托北京布局全国，实现跨区域、跨网络、跨终端的覆盖，培育新的利润增长点。考虑到今年折旧进入下降期，以及目前按照 25 % 计提的所得税有望年内冲回，预计公司 2014-2016 年归属净利润为 5.56 亿、9.56 亿、12.16 亿；EPS 分别为 0.52 元、0.90 元、1.15 元。9 月 30 日收盘价 14.71 元对应 2015 年 16.34 倍 PE，“歌华转债”调整后转股价格 14.69 元/股提供了良好的安全边际，我们维持“强烈推荐”评级。

图表：财务预测简表

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	2202	2250	2388	2531	2682
同比增长(+/-%)	16%	2%	6%	6%	6%
归属净利润（百万元）	297	377	556	956	1216
同比增长(+/-%)	7%	27%	47%	71%	27%
每股收益（元）	0.28	0.36	0.52	0.90	1.15
PE	52.53	40.86	28.28	16.34	12.79
PB	2.86	2.72	2.68	2.36	2.15

来源：华融证券

七、风险提示

- 1、行业政策变动风险
- 2、价格改革进度不及预期

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张彬, 在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 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等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真: 010-58568159

网址: www.hrsec.com.cn