

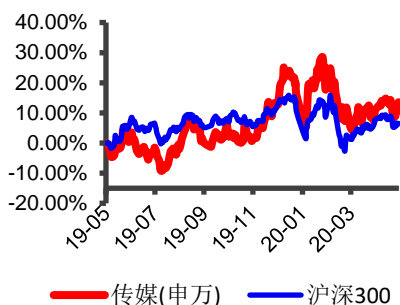


中国广电股份公司浮出水面，广电系千亿收入增量可期

行业评级：增 持

报告日期：2020-06-01

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿枝

执业证书号：S0010520020001

研究助理：郑磊

执业证书号：S0010120040032

邮箱：zhenglei@hazq.com

前言

近期在中国广电和中国移动共享共建 5G 网络、歌华有线停牌和其余 10 家广电网络上市公司共同公告发起组建中国广电网络股份有限公司等一系列密集的事件催化下，广电板块关注度迅速提升。此篇报告以问答的形式，全面梳理和回答了有关中国广电、国网整合和广电 5G 等一系列资本市场关注度最高的问题。

为何在目前的时点推荐关注广电板块的机会？——今年明显加速推进以及关注度提升

自从 2020 年 2 月中宣部印发《全国有线电视网络整合发展实施方案》以来，各项实质性事件落地，中国广电国网整合和 5G 网络建设进度相较往年明显加速推进：1) 2020 年作为“十三五”末年，要“基本完成”全国有线电视网络整合；2) 所以在 2020 年开局，中宣部就首次提出“作为重大紧迫任务加快推进”，这是以往没有过的表述；3)《方案》的细节从侧面表明有关部委正加速推行中国广电的国网整合和 5G 网络建设；4) 中国广电和中国移动宣布共享共建 5G 网络，向市场传达了中国广电的 5G 网络业务正在实质性推动的信号；5) 歌华有线停牌以及其余 10 家广电网络公司同时发布公告，宣告了中国广电对上市广电系公司的股权整合正式拉开序幕。此外，与以往中国广电和非上市省级广电网络的整合不同的是，对于已上市的省级广电网络公司的整合是在资本市场的层面进行操作。这将成为整个广电板块的催化剂，极大程度上提升市场的关注度。

中国广电、国网整合和广电 5G 都有什么关联？——都是为了让广电系开展 5G 业务

电信业务对全程全网有着非常高的要求，各省广电网络却长期“各自为政”。在这种体制下，广电网络虽然能够满足广播电视的传输需求，但是却不适用于电信业全程全网的体制特点。因此，要想开展 5G 电信业务，广电系必须首先完成各省级广电网络公司的整合，这既包括股权层面的整合，也包括了物理网络层面的整合。所以，完成国网整合是广电 5G 建设的前提，两者均由中国广电牵头推动。

广电系为什么要做 5G 业务？——三网融合下广电系进一步加强向电信系渗透

在三网融合实施以来，电信系向广电系渗透十分强势，其中的代表是电信系的 IPTV/OTT 业务，2019 年我国 IPTV 用户数为 2.94 亿户。广电系向电信系渗透的代表，广电网络的固定宽带业务规模相对较小，2019 年我国广电宽带用户数仅为 0.41 亿户。受到电信系 IPTV/OTT 业务的冲击，广电网络公司的有线电视业务出现了显著的下滑。因此，广电系亟需自身 5G 网络建设的推动，加大对电信系的渗透。

广电系如何开展 5G 业务？——通过中国广电网络股份有限公司进行整合

根据上述的相关部委出台的《意见》(2016 年)和《方案》(2020 年)，我

们大致梳理出了未来中国广电网络股份有限公司的股权结构、组织架构和相关资产。股权层面：主要分为三类股东：1)中国广电将作为控股股东；2)各省广电网络公司的控股股东将成为主要股东；3)战略投资者。组织架构层面：中广股份将下设 31 家分公司，各省级子公司负责经营管理省域业务。资产层面：主要分为三类：1) 广电网络资产：全国 31 家省级广电网络公司所有的广电网络资产将被并入中广股份，完成全国一张网的整合；2) 现金：中国广电、各省级广电网络公司和战略投资者的现金出资；3) 5G 牌照：中国广电的 5G 牌照资源也将被注入到中广股份，由此解决了各省广电网络公司使用 5G 牌照的政策障碍。

5G 业务对广电系业绩的增量有多大？—— 千亿收入增量

我们预计在 2026 年中国广电的移动通信业务市占率趋于稳定，达到 9.25%，届时对应的收入为 1016 亿元。2018 年我国有线电视网络收入为 779 亿元。因此，开拓 5G 网络业务，有望给广电系带来千亿收入规模的增量，是现有收入规模的 1.3 倍。

投资建议

我们认为，在三网融合的背景下，广电网络公司传统业务被不断挤压，亟需渗透电信业务来扩大自身的业务范围。而 2020 年，作为国网整合方案规划的“十三五”末年，中国广电的国网整合和 5G 网络建设进度势必加快推进，以达到此前中宣部等部门设定的目标。2020 年开局以来一系列的事件，均表明了相关事项正加快推进和落地。后续整个 A 股广电网络公司有望在此类事件的不断催化下，迎来板块性的整体机会。

在 A 股 11 家广电网络上市公司中，我们建议从两个维度挑选投资机会，维度一：广电网络资产占比较高的公司；维度二：低 PB。建议重点关注：江苏有线、湖北广电、吉视传媒。

风险提示：

- 1) 中国广电国网整合进度不及预期的风险
- 2) 中国广电 5G 网络建设进度不及预期的风险

正文目录

1	为何在目前的时点关注广电板块的机会？——今年明显加速推进以及关注度提升	5
1.1	2020年2月以来，国网整合和广电5G明显加速推进	5
1.2	重心转向上市广电网络公司股权整合，关注度提升	7
2	中国广电、国网整合和广电5G都有什么关联？——都是为了让广电系开展5G业务	9
3	广电系为什么要做5G业务？——三网融合下广电系进一步加强向电信系渗透	10
3.1	三网融合是国家战略，目的是为了网络资源最大程度的共享	10
3.2	电信系向广电系渗透十分强势：IPTV/OTT用户数快速增长	10
3.3	广电系受到到电信系冲击，同时向电信系渗透较弱	11
4	广电系如何开展5G业务？——通过中国广电股份公司进行整合	13
4.1	中国广电成立后国网整合和5G建设“两手抓”	13
4.2	中国广电牵头组建中国广电股份公司，进行资源整合	13
4.3	未来中广股份股权结构、组织架构和相关资产梳理	15
5	5G业务对广电系业绩的增量有多大？——千亿收入增量	16
	投资建议：	17
	风险提示：	19

图表目录

图表 1: 中国广电网整合和 5G 网络建设重要事件节点.....	5
图表 2: 中国广电与非上市省级广电网络公司整合情况梳理.....	7
图表 3: 广电系四级办体制.....	9
图表 4: 三网融合下广电系和电信系对比表格 4 三网融合下广电系和电信系对比.....	10
图表 5: DVB、IPTV 和 OTT 三种收视业态对比表格 5DVB、IPTV 和 OTT 三种收视业态对比.....	11
图表 6: IPTV 用户数及增长率.....	11
图表 7: OTT 用户数及增长率.....	11
图表 8: 有线电视用户数及增长率.....	12
图表 9: 有线数字电视缴费用户数及增长率.....	12
图表 10: 广电固定宽带用户数及增长率.....	12
图表 11: 中国广电发展战略和工作重点.....	13
图表 12: 《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》重点事项.....	14
图表 13: 《全国有线电视网络整合发展实施方案》重点事项.....	15
图表 14: 中广股份股权结构、组织架构和相关资产的情况梳理.....	16
图表 15: 5 中国广电电信业务收入测算（单位：亿元）.....	17
图表 16: A 股 11 家上市广电网络公司财务数据对比表格 16 A 股 11 家上市广电网络公司财务数据对比.....	17

1 为何在目前的时点关注广电板块的机会？ ——今年明显加速推进以及关注度提升

1.1 2020 年 2 月以来，国网整合和广电 5G 明显加速推进

国网整合和广电 5G 之前推进较为缓慢，阻力较大，市场预期普遍较低。自中国广电 2014 年 5 月成立后，一直在推动全国范围内的广电网络整合和 5G 网络建设。2016 年 12 月中宣部、财政部、广电总局联合印发的《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》是关于国网整合的指导性文件，并给出了大致的框架。之后，中国广电一直在推进非上市省级广电网络公司的整合，但是由于广电系体制长期积累的问题较多，操作难度较大，因此导致国网整合进度较为缓慢。此外，2019 年 6 月，中国广电获得 5G 牌照，但是由于 5G 网络建设对资金和技术的要求较高，市场普遍对广电 5G 网络建设较为悲观。

图表 1 中国广电国网整合和 5G 网络建设重要事件节点

时间	事件	内容
2010 年	国务院下发《推进三网融合总体方案》	《方案》首次提出，为加快培育市场主体，将组建国家级有线电视网络公司，初步形成适度竞争的产业格局
2014 年 4 月	中国广电正式成立	作为中国三网融合试点工作主体之一的国家级有线电视网络公司——中国广播电视网络有限公司正式注册成立，公司类型为有限责任公司，注册资本 45 亿元，即将作为我国有线电视网络的市场主体参与三网融合竞争，利于行业长远发展
2016 年 2 月	中国广电获 700MHz 频段	广电总局正式颁发 700MHz 给中国广电
2016 年 5 月	中国广电获批运营商业业务	工信部颁发的《基础电信业务经营许可证》中，批准中国广电在全国范围内开展数据传输业务、国内通信设备服务业务等
2016 年 12 月	中宣部、财政部、广电总局联合下发《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》	《意见》确立了总体工作目标为到“十三五”末期，基本完成全国有线电视网络整合，成立由中国广播电视网络有限公司控股主导、各省级有线电视网络公司共同参股、按母子公司制管理的全国性股份公司。为此，主要任务有分步推进全国有线电视网络整合：由中国广电和各省级有线电视网络公司采取包括增资入股、共同发起、股权置换、吸收合并等多种方式，分类实施，按“两步走”推进网络整合——第一步，中国广电入股省级非上市有线电视网络公司，协同推进网络整合和全国性业务开展。中国广电适时以持有的省级网络公司股权、国家广播电视光缆干线网络资产、现金等出资，省级非上市有线电视网络公司的股东以合计不低于 51% 的股权出资，共同发起组建全国性有线电视网络股份公司。第二步，推动全国性有线电视网络股份公司上市，并通过股权置换、吸收合并等方式，与已上市有线电视网络公司整合；建立全国统一运营管理体系；统筹开展互联互通平台建设；创新发展新业务新业态等任务
2017 年 6 月	中国广电和中信集团合资组建中广移动网络有限公司	中广移动将由中国广播电视网络有限公司以 700MHz 频段入股，中信集团旗下中信国安出资 20-30 亿元入股的形式成立，同时中广传播并入中广移动。中国广电拥有 51% 控股，公司负责 700MHz 频段运营
2018 年 8 月	中宣部牵头成立全国有线电视网络整合发展领导小组	领导小组成员涉及到了广电总局、中宣部、工信部、财政部、住房和城乡建设部、农业农村部、国家税务总局证监会等多个部门。全国有线电视网络整合发展领导小组办公室设在广电总局，由张洪森副局长兼任办公室主任，全国有线电视网络整合发展领导小组的成立进一步强化了组织领导，加大了行政推动的力度，加快了全国一网的推进步伐
2018 年 8 月	广电总局召开全国有线电视网络整合发展片区座谈会	31 家省级有线电视网络公司分 5 个片区参加会议，座谈会会对全国有线电视网络整合发展实施方案征求了意见，为下一步的工作奠定了坚实的基础。座谈会之后，总局在上述汇总意见的基础上形成了修改意见并上报中宣部，目前这一方案已获得原则同意
2019 年 1 月	中国广电与中国电信开通 10G 互联带宽约定	双方签署《中国电信股份有限公司 CHINANET 与中国广播电视网络有限公司 CBN 互联网骨干网互联协议》。在未来，中国广电通过在上海开通 10G 互联带宽，可以更方便地接入国际 Internet，享用 Internet 上的丰富信息资源和各种服务
2019 年 3 月	中国广电与中信、阿里巴巴集团签署战略合作框架协议	中国广播电视网络有限公司与中国中信集团有限公司和阿里巴巴集团分别签署了战略合作框架协议，将各自投入资源，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，统统进行规划设计。

2019年6月	中国广电获5G商用牌照	工信部给中国移动、中国联通、中国电信、中国广电颁发5G商用牌照，重新洗牌运营商格局
2019年9月	中国广电正式发布《中国广电5G试验网建设实施方案》	《方案》提出两阶段实施方案。 阶段一为实施试验网建设 ，此阶段分别在三个城市试行，其后在16个城市中展开试点。此阶段总投资约为24.9亿元，将建设5G试验基站200个。 阶段二为规模建网阶段 ，包含三步。 第一步 为2020年1月-6月，实施完成清频工作的40个大中型城市建网，6月启动市场运营准备工作、市场运营，邀请友好用户试用等； 第二步 为2020年7月-12月，实施完成清频工作的334个城市及重点旅游城市的网络建设，并在当年底开始规模商用，同时推广个人用户2C业务、垂直行业应用2B业务； 第三步 为 截止2021年底 ，争取完成全国所有城市、县城、乡镇和重点行政村覆盖、逐步实现覆盖全国95%以上人口的目标。
2019年12月	中国广电出台5G建设计划与进程	中国广电SA模式组网已启动第一阶段建设，并与国家电网建立合作，5G即将步入大规模建设
2020年2月	中宣部印发4号文《全国有线电视网络整合发展实施方案》	《方案》明确工作目标为通过中国广电、各省网公司、战略投资者共同参与组建，形成由中国广电主导、按现代企业制度管理的“全国一网”股份公司，推进全国一网与5G融合发展。主要任务包括实现全国一网： 中国广电携5G牌照等资质、频率等资源进入股份公司，以相关股权、现金等资产出资，而各省网公司原则上采用认缴方式携网入股，战略投资者采用先进出资 ；建立统一运营管理体系：统一建设，统一管理，统一标准，统一品牌；实施网络改造升级：推进全国互联互通平台建设；加快广电5G发展步伐；构建三网融合全业务体系；实施“智慧广电”战略等
2020年3月	国家广电总局召开贯彻落实《全国有线电视网络整合发展实施方案》电视电话会议	会议就《全国有线电视网络整合发展实施方案》的出台背景、基本原则和重点工作进行了说明，就贯彻落实《实施方案》进行了工作安排，提出了相关要求。提出各有关部门和单位要按照《实施方案》，细化责任书、时间表、路线图等
2020年5月	中国广电与中国移动订立有关5G共建共享合作框架协议，同时，歌华有线宣布停牌重组	根据协议，中国移动和中国广电将联合确定网络建设计划，按1:1比例共同投资建设700MHz 5G无线网络，共同所有并有权使用700MHz 5G无线网络资产。并且，在700MHz频段5G网络具备商用条件前，中国广电有偿共享中国移动2G/4G/5G网络为其客户提供服务。同时，中国移动为中国广电有偿提供国际业务转接服务。 5月27日晚间，歌华有线发布因筹划重大事项停牌的公告。公告披露公司控股股东北广传媒投资发展中心，拟以持有的公司股份出资共同发起组建中国广电网络股份有限公司。该事项可能导致上市公司控制权发生变更。其后，多家广电上市公司宣布拟筹划国网整合。

来源：华安证券研究所整理

自从2020年2月中宣部印发的《全国有线电视网络整合发展实施方案》以来，各项实质性事件落地，中国广电国网整合和5G网络建设进度**明显加速推进**。我们可以从以下**五个维度的事件**中，感受到相关部委对于2020年加快推进国网整合和广电5G的决心：

1) 2020年作为“十三五”末年，要“基本完成”全国有线电视网络整合：2016年12月中宣部、财政部、广电总局联合印发的《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》，就指出到“十三五”末期，“基本完成”全国有线电视网络整合。因此，政策设置的时间节点，也在倒逼广电系统内部加速推进相关实现的落地。

2) 所以在2020年开局，就首次提出“作为重大紧迫任务加快推进”：2020年2月，中宣部印发的《全国有线电视网络整合发展实施方案》，首次提出了要将国网整合和广电5G发展作为重大紧迫任务加快推进，这是以往没有过的表述。

3) 《意见》梳理和明确了中广股份、中国广电和各省广电网络公司之间的关系：明确了股权关系、组织架构和相关资产的情况。这些细节性内容的披露也从侧面表明了，有关部委正加速推行中国广电的国网整合和5G网络建设。

4) 2020年5月，中国广电和中国移动宣布共享共建5G网络，向市场传达了中国广电的5G网络业务正在实质性推动的信号：之前由于5G网络建设对资金和技术的要求较高，市场普遍对广电5G网络建设较为悲观。而此次中国广电和中国移动宣布

共享共建 5G 网络，不仅可以大幅降低中国广电的组网成本，更是向市场传达了中国广电的 5G 网络业务正在实质性推动的信号。

5) 2020 年 5 月，歌华有线停牌以及其余 10 家广电网络公司同时发布公告，宣告了中国广电对上市广电系公司的股权整合正式拉开序幕：5 月 27 日，歌华有线发布因筹划重大事项停牌的公告，拟以持有的公司股份出资共同发起组建中国广电网络股份有限公司。5 月 28 日，10 家广电网络上市公司（包括贵广网络、广电网络、华数传媒、电广传媒、湖北广电、广西广电、天威视讯、东方明珠、江苏有线和吉视传媒）共同发布公告，拟以现金出资参与发起组建中国广电网络股份有限公司。宣告了中国广电对上市广电系公司的股权整合正式拉开序幕。

1.2 重心转向上市广电网络公司股权整合，关注度提升

中国广电的国网整合其实一直在推进，但是前几年主要涉及到非上市公司的整合，因此市场关注度较低。截至目前，中国广电已经和 20 家非上市的省级广电网络公司中的 16 家，通过签订战略合作协议、达成意向等多种方式，完成了初步的整合。剩余的 4 家非上市的省级广电网络公司的整合也正在持续推进中。

图表 2：中国广电与非上市省级广电网络公司整合情况梳理

省市	地方广电	合作方式	备注
海南	海南有线	属于中国广电子公司	海南广电有线网络公司组建于 2001 年，于 2006 年 1 月经广电总局和海南省政府批准，被中国有线电视网络有限公司收购，负责统一建设经营全省有线电视
河北	河北广电网络	已签订战略合作协议	2016 年 4 月 19 日中国广电与河北广电签署战略投资合作协议，中国广电持有河北广电 20.58% 股份，成为第二大股东。2020 年，整合办公室协调省网公司（筹备组）落地实施，要确保在 4 月 30 号前完成新设持股份公司注册登记，5 月 10 号前完成省网公司股权变更登记到持股公司、持股公司出资审核等各项工作
山东	山东有线	已签订战略合作协议	2018 年 1 月 30 日，中国广电与山东广电签署战略投资合作协议。2019 年 3 月 1 日山东广电下发《山东省广播电视局“担当作为、狠抓落实”工作措施》
黑龙江	黑龙江网络	已签订战略合作协议	2017 年 8 月 10 日，中国广电与黑龙江广电举行战略投资合作签约仪式。中国广电于 2018 年 2 月 5 日认缴出资额 2.84 亿元，持股 12% 成为黑龙江广电第二大股东
重庆	重庆有线	已签订战略合作协议	2016 年创立大会上重庆有线明确提出要与中国广电合作，坚持“整体一盘棋”的战略思路，将集团核心资源，与重庆有线所拥有的网络基础、用户规模以及运营保障等优势能力相融合
宁夏	宁夏广电网络	已签订战略合作协议	2010 年 10 月，宁夏广电网络整合签约仪式举行。2020 年 5 月 15 日，宁夏召开有线电视网络整合发展领导小组会议研究确定整合发展有关事宜，会议研究确定了发起人方案和资产瑕疵、保底分红的解决办法
新疆	新疆广电网络	已签订战略合作协议	2017 年 12 月 25 日，中国广电与新疆广电举行战略投资合作签约仪式。中国广电出资 5892 万元入股新疆广电网络，成为第二大股东，持股比例 16.75%。2019 年 4 月 3 日，中国广电七家子公司（中广云媒、中广终端、中广传媒、中广电国际、中广宽带、国广东方、广视云传媒）与新疆广电网络公司签署战略合作协议
青海	青海广电网络	已签订战略合作协议	2019 年，为全力支持省广电网络公司与中国广电的整合步伐，青海广电签订《“全国一网”整合组建中国广电网络股份有限公司备忘录》文件

河南	河南广电网络	已签订战略投资协议	2018年2月8日，中国广电与河南有线签署《战略投资合作协议》，正式启动中国广电投资入股河南有线工作。中国广电将向河南有线增资30-50亿元，成为河南有线第一大股东。同时，中国广电将授权或优先许可河南有线享有广电总局、工信部等相关主管部门授予国网公司的资质及行业准入许可、业务及项目资源，全力支持河南有线上市，并将河南有线打造成国网公司的资本运作平台
山西	山西广电信息网络集团（新省网）	已签订战略投资协议	
内蒙古	内蒙古广电网络	已签订战略投资协议	
甘肃	甘肃广电网络	达成基本协议	2020年3月4日，甘肃省广电局召开了全省有线电视网络整合发展专题会议。省委宣传部副部长、局党组书记、局长彭鸿嘉曾要求甘肃省网要在整合前要摸清家底、分析现状，抓住5G一体化发展的机遇，严格按照国家广电总局的时间节点要求，把各项工作做好做实
云南	云南广电	达成基本协议	2020年3月18日，省广电局召开党组会议，学习聂辰席在《全国有线电视网络整合发展实施方案》电视电话会议上的讲话，研究落实意见。提出要借鉴其他省区工作经验，加强有线电视网络整合工作顶层设计，尽快制定有线电视网络整合发展实施方案和工作方案，进一步明确责任书、时间表、路线图。24日，网络整合发展工作专项小组，赴云南广电网络集团有限公司开展专项调研
江西	江西广电网络	达成意向	江西省有线电视网络整合发展领导小组办公室已接连召开三次会议，深入研究参与组建全国广电网络股份公司的发起人及后续股权归集相关事宜。2020年4月7日，省委常委、省委宣传部长施小林同志主持召开网络整合专题调度会，研究江西省参与组建全国广电网络股份公司的发起人和股权归集问题
福建	福建广电网络	达成意向	2020年4月9日，福建省委副书记于伟国主持召开省委常委会议，研究推进有线电视网络整合发展工作。会议强调，要认真落实中宣部《实施方案》，积极稳妥推进有线电视网络整合和广电5G建设一体化发展
辽宁	北方联合	达成意向	2020年4月9日，辽宁省有线电视网络整合发展领导小组召开第一次会议，研究部署全省有线电视网络整合发展工作。会议宣布省有线电视网络整合发展领导小组成员名单及领导小组办公室人员名单，传达中央关于全国有线电视网络整合发展的部署要求，通报全省有线电视网络整合发展工作任务及时间安排，明确责任分工
天津	天津广电网络	正在推进	
四川	四川有线	正在推进	
西藏	西藏广电网络	正在推进	
安徽	安广网络	正在推进	

来源：华安证券研究所整理

在非上市的省级广电网络公司大部分完成初步的整合的情况下，今年的重点转向了已上市的省级广电网络公司。在2020年作为“十三五”末年要“基本完成”全国有线电视网络整合的背景下，2020年的国网整合重点正转向已上市的省级广电网络公司。之前，中国广电从未和相关已上市的省级广电网络公司就国网整合达成具体的协议。因此，此次歌华有线停牌以及其余10家广电网络公司同时发布公告的事件，标志着中国广电对省级对上市广电系公司的股权整合正式拉开序幕。

后续，随着中国广电网络股份有限公司的上市，以及和11家上市广电网络公司的股权整合，将持续提升广电板块的市场关注度。与以往中国广电和非上市省级广电网

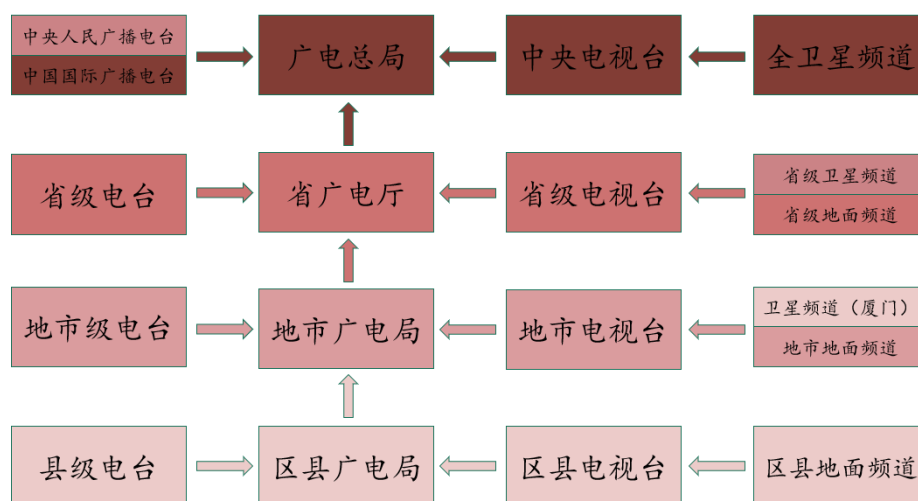
络的整合不同的是，对于已上市的省级广电网络公司的整合是在资本市场的层面进行操作。这将成为成为整个广电板块的催化剂，极大程度上提升市场的关注度。

2 中国广电、国网整合和广电 5G 都有什么关联？——都是为了让广电系开展 5G 业务

完成国网整合是广电 5G 建设的前提，两者均由中国广电牵头推动。

传统的广电网络由于采用中央、省、市、县“四级办”的体制，有 6000 多个独立的实体，因此地方割据属性明显。而电信业务对全程全网有着非常高的要求，各省广电网络却长期“各自为政”。在这种体制下，广电网络虽然能够满足广播电视的传输需求，但是却不适用于电信业全程全网的体制特点。反观电信运营商，依托全程全网的资源优势，普遍采用全国统一部署、分级运营的方式。

图表 3 广电系四级办体制



资料来源：《中国记者》期刊、华安证券研究所

因此，要想开展 5G 电信业务，广电系必须首先完成各省级广电网络公司的整合，这既包括股权层面的整合，也包括了物理网络层面的整合。2014 年，广电总局发起组建了中国广播电视网络有限公司（简称：中国广电），未来将以中国广电为平台，完成全国范围内的省级广电网络整合，同时中国广电也将负责广电 5G 网络的建设。背后的实质，都是为了实现各省广电网络公司开展电信业务。

省网整合基本完成，目前处于国网整合的阶段。自 1999 年国务院发布《关于加强广播电视有线网络建设管理的意见》开始，省网整合和国网整合正式拉开帷幕。目前，省网和国网整合进度可以分为三阶段，第一阶段为 1999 年到 2009 年，各省陆续自行开展一省一网整合行动；第二阶段为 2009 年开始，广电总局发布《关于加快广播电视有线网络发展的若干意见》，《意见》正式宣布加快全省一张网进度，计划到 2010 年底基本实现全省一张网；第三阶段为 2016 年起，中宣部等部门印发了《关于加快推进全国有线电视网络整合发展意见》，正式提出“全国一张网”改革，并计划成立中国广电公司陆续接管重组各省市有线网络公司。

3 广电系为什么要做 5G 业务？—— 三网融合下广电系进一步加强向电信系渗透

3.1 三网融合是国家战略，目的是为了网络资源最大程度的共享

三网融合是指广电网、电信网和互联网的融合。三个网络在技术上趋向一致、网络层面实现互联互通、业务层面互相渗透和交叉,从而实现网络资源最大程度的共享。三网融合并不是三个网在物理上合为一个网络,而是指技术发展使三个网络能力趋同,使用户可以通过一个网络提供商来使用原来由三个网络提供的业务。比如,未来可以通过有线电视网络实现视频收看、拨打电话、宽带上网。

三网融合中,由于电信网和互联网之间的融合过渡,在过去的十年里,包括中国在内,全球已经基本完成。因此,三网融合目前是“两网”,广电网和电信网之间的融合,具体表现为广电系和电信系之间的相互渗透。即,广电企业将获得经营部分电信业务的机会,而电信运营商也将获得经营某些传统广电业务的机会。

图表 4: 三网融合下广电系和电信系对比

	电信系	广电系
网络建设	横向改造网络 建设光纤到户网络 纵向整合体制 已完成	有线网络数字化改造、有线网络双向化改造、建设下一代广电网（NGB） 国网整合
三网融合业务形态	IPTV/OTT 业务	广电固定宽带业务、广电 5G 业务
三网融合中的优势	硬件网络完备；产业运作体制清晰；市场规模大；已具备实现全业务经营能力	掌控内容监督职能，占据融合主动权；有线互联网快速扩张
三网融合中的劣势	传输内容被广电系管控，不利于自由开展	尚无独立运营网络；体制有待整合

资料来源：华安证券研究所整理

3.2 电信系向广电系渗透十分强势：IPTV/OTT 用户数快速增长

从 2010 年国务院《推进三网融合的总体规划》发布以来，三网融合作为国家战略已经深刻改变大众生活。电信系的传统业务电信业务由于网络优势、综合业务优势、品牌优势等均强于广电系。因此，在三网融合实施以来，电信系向广电系渗透较为强势，其中的代表是电信系的 IPTV/OTT 业务。

电视收视市场在很长一段时间内由广电系以有线电视（DVB）服务形式垄断，2005 年之后电信系的 IPTV 打破垄断格局，2011 年 OTT 的推出，再一次改变电视收视市场的竞争格局。广电系的 DVB 和电信系的 IPTV/OTT 主要的区别在于，DVB 使用广电的网络传输，而 IPTV 使用电信运营商的宽带网络传输。电信系的 IPTV 和 OTT 的主要区别在于，IPTV 可以提供电视直播内容，而 OTT 却被政策明令禁止不可以提供直播内容。因此，虽然两者都引入了牌照方进行播控监管，但是 IPTV 的监管力度大于 OTT，因为前者涉及到了直播内容。

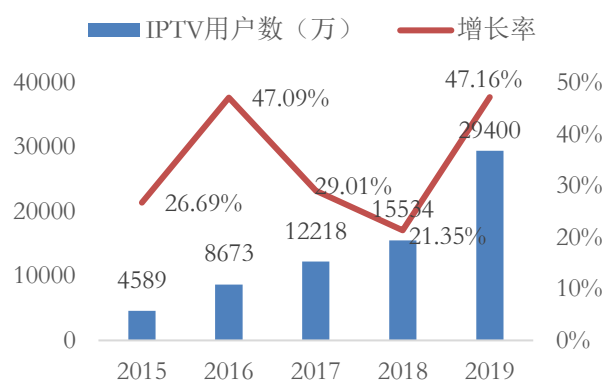
图表 5: DVB、IPTV 和 OTT 三种收视业态对比

	有线电视	IPTV	OTT
运营商	电视台+各地有线网络运营商	播控平台+各地电信运营商	播控平台
传输网络	有线电视网	互联网 IP 专网	互联网
终端	电视+数字机顶盒	电视+IPTV 机顶盒	电视+OTT 盒子、一体机
电视直播	有	有	无（政策明令禁止）
直播回看	双向化改造后可以	有	—
内容点播	双向化改造后可以	有	有（十分丰富）
增值服务	双向化改造后可以	有	有（十分丰富）
清晰度	双向化改造后可达高清	标清、高清	标清、高清
传输质量	高	较高	取决于互联网带宽速率
收费方式	基础收费、双向化改造后增值服务收费	基础收费、增值服务收费	终端收费、基础收费、增值服务收费

资料来源：华安证券研究所整理

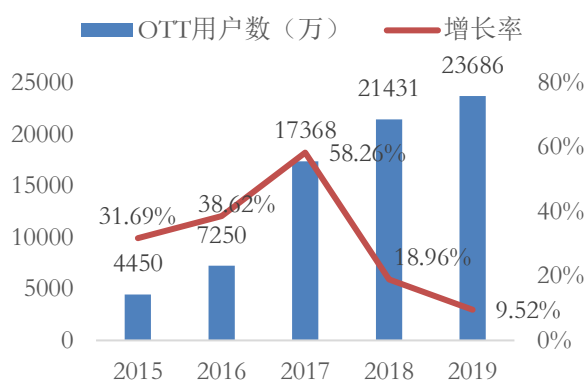
IPTV/OTT 用户数快速增长。对比 DVB 和 IPTV/OTT 可以发现，由于互联网本身的技术优势，电信的 IPTV/OTT 业务能够提供更加丰富的视频内容。因此，从 2005 年的 IPTV 和 2011 年的 OTT 推出以后，用户数快速增长。2019 年，我国 IPTV 用户数已达 2.9 亿户，OTT 用户数已达 2.4 亿户。

图表 6 IPTV 用户数及增长率



资料来源：格兰研究，华安证券研究所

图表 7 OTT 用户数及增长率

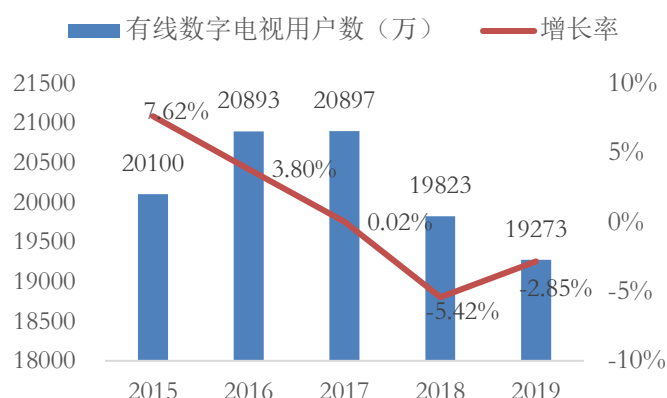


资料来源：格兰研究，华安证券研究所

3.3 广电系受到到电信系冲击，同时向电信系渗透较弱

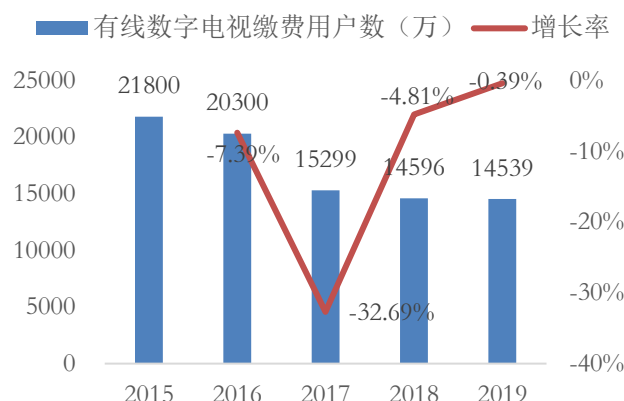
受到电信系 IPTV/OTT 业务的冲击，广电网络公司的有线电视业务出现了显著的下滑。有线电视用户从 2015 年的下降至，缴费用户下降至。虽然经过双向化改造后，有线电视也能够提供点播服务，且在 2018 年全国有线电视双向化改造率已经达到了 87.7%。但是，从内容丰富度和网络承载能力上，DVB 跟 IPTV/OTT 之间的差距仍较大。

图表 8 有线电视用户数及增长率



资料来源：格兰研究，华安证券研究所

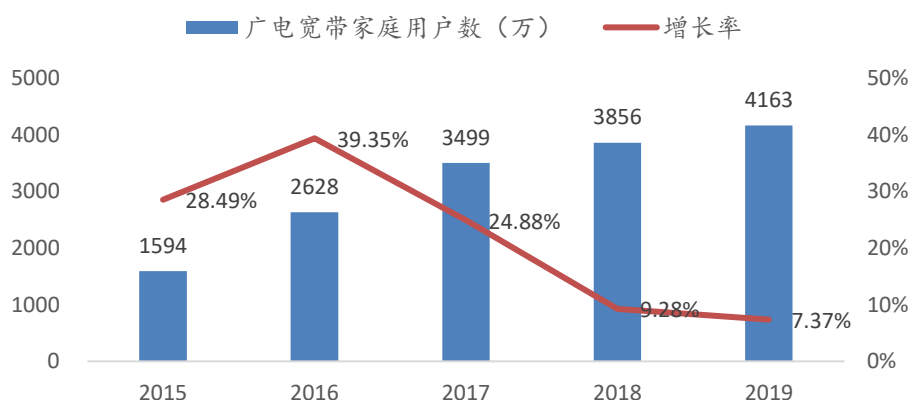
图表 9 有线数字电视缴费用户数及增长率



资料来源：格兰研究，华安证券研究所

与此同时，作为广电系向电信系渗透的代表，广电网络的固定宽带业务规模较小。在三网融合的背景下，广电网络公司也在积极探索电信的固定宽带业务，加快推进向电信系的渗透。由于自身体制的原因，以及技术、资金等限制，广电网络的宽带业务用户数规模相对较小，并没有给三大电信运营商造成较大冲击。2019 年，广电宽带用户数达到 0.4 亿，而同年全国宽带用户数为 4.5 亿，占比仅为 9.3%。对比电信系的 IPTV 用户数，广电的固定宽带用户数，规模相对较小，表明广电系向电信系渗透较弱。

图表 10 广电固定宽带用户数及增长率



资料来源：格兰研究，华安证券研究所

在这种背景下，广电系亟需自身 5G 网络建设的推动，加大对电信系的渗透。我们认为，5G 网络对广电系而言不仅是扩展收入来源的途径，更是扭转自身影响力的关键筹码。早在 IPTV/OTT 业务划分的时候，由于电信向广电渗透较为强势，因此在广电和电信部门的博弈下，最后将 IPTV/OTT 的播控权归属于广电部门，以求在某种程度上平衡双方的利益。而此次，工信部将 5G 700MHZ 的黄金频谱划分给了中国广电，也表明了政策上的倾斜取向。

4 广电系如何开展 5G 业务？ —— 通过中国广电股份公司进行整合

4.1 中国广电成立后国网整合和 5G 建设“两手抓”

中国广电电视网络有限公司(简称：中国广电)于 2014 年 5 月 28 日成立，由财政部出资，广电总局负责组建和代管，公司注册资本为 50.8 亿元。中国广电将作为“广电网络参与三网融合的市场主体，全国有线电视网络整合发展的主体，全国有线电视网络互联互通平台建设运营的主体，广电移动网的建设运营主体。”

中国广电现阶段最重要的两项任务是国网整合和广电 5G 网络建设。中国广电的战略是围绕着“有线+无线+卫星+国际传播+内容”，协同推进全国有线电视网络整合、互联互通平台建设、移动多媒体交互广播电视网建设、可经营性卫星增值业务发展和内容业务创新。简而言之，目前中国广电最重要的任务在于国网整合和广电的电信网络建设。

图表 11 中国广电发展战略和工作重点



资料来源：中国广电官网，华安证券研究所

4.2 中国广电牵头组建中国广电股份公司，进行资源整合

自中国广电 2014 年 5 月成立后，一直在推动全国范围内的广电网络整合，并在 2019 年 6 月获得了工信部颁发的 5G 牌照，成为国内第四家电信运营商。中国广电如何进行国网整合？以及如何使得省级广电网络公司可以使用中国广电的 5G 牌照？这两个问题一直是市场关注的焦点。上述两个问题，在 2016 年 12 月中宣部、财政部、广电总局联合印发的《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》，以及 2020 年 2 月中宣部印发的《全国有线电视网络整合发展实施方案》，给出了具体的实施方案和目标。

2016 年 12 月中宣部、财政部、广电总局联合印发的《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》是关于国网整合的指导性文件，并给出了大致的框架。《意见》提出的几点值得关注：

- ◆ 目标：到“十三五”末期，基本完成全国有线电视网络整合。也就是 2020 年要完成国网整合，从目前的情况来看，大部分非上市广电网络公司已经和中国广电签

订了相关的重组协议，因此 2020 年的重点在于上市的广电网络公司的整合。目标的提出的是“基本完成”，离“全部完成”还有一定的差距，我们预计还需 2-5 年的时间。

- ◆ **实施主体：**《意见》提到了全国性有线电视网络股份公司，也就是目前公告披露的中国广电网络股份有限公司（以下简称：中广股份），中广股份还未正式成立，区别于目前的中国广电。
- ◆ **实施方式：**根据《意见》，未来中国广电和省级广电网络公司（包括上市和非上市企业），均要将自己的核心资产注入到中广股份中。而省级广电网络公司在注入资产后，将成为中广股份的省级分公司，类似于目前电信运营商的省级分公司。
- ◆ **特别强调了中广股份的上市计划：**《意见》明确提出了推动全国性有线电视网络股份公司上市，这么做的目的是为了解决目前 11 家上市广电网络公司的资产重组。

图表 12 《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》重点事项

内容		
目标		到“十三五”末期，基本完成全国有线电视网络整合
总体框架		成立由中国广电控股主导、各省级有线电视网络公司共同参股、按母子公司制管理的全国性股份公司，实现全国一张网
具体措施	第一步	中国广电入股省级非上市有线电视网络公司，协同推进网络整合。中国广电适时以持有的省级网络公司股权、国家广播电视光缆干线网络资产、现金等出资，省级非上市有线电视网络公司的股东以合计不低于 51% 的股权出资，共同发起组建全国性有线电视网络股份公司
	第二步	推动全国性有线电视网络股份公司上市，并通过股权置换、吸收合并等方式，与已上市有线电视网络公司整合

资料来源：广电总局，华安证券研究所

2020 年 2 月，中宣部印发的《全国有线电视网络整合发展实施方案》，进一步梳理和明确了中广股份、中国广电和各省广电网络公司之间的关系。《方案》提出的几点值得关注：

- ◆ **目标：**首次提出了要将国网整合和广电 5G 发展作为重大紧迫任务加快推进，这是以往没有过的表述。
- ◆ **首次提出了“中国广电网络股份有限公司”的名称：**将作为未来上市的主体，将由中国广电负责牵头和组建。
- ◆ **重组的方式：**中国广电以 5G 牌照资源、已投的非上市省网公司股权和现金出资；非上市省网公司的控股股东以 51% 的股权出资；上市省网公司以现金或所持上市公司股份出资；战略投资者以现金方式出资。
- ◆ **治理结构：**各省网公司原则成为股份公司省级子公司，各省级子公司负责经营管理省域业务，名称相应变更为“中国广电网络股份有限公司 XX 省(区、市)公司”。

图表 13 《全国有线电视网络整合发展实施方案》重点事项

		内容
目标		把全国有线电视网络整合与广电 5G 融合发展作为深化文化体制改革的重大紧迫任务加快推进
总体框架		由中国广电牵头和主导，联合省级有线电视网络公司、战略投资者等共同组建中国广电网络股份有限公司(暂定名)，实现全国有线电视网络的统一运营管理、国有资产的保值增值
重组方式	中国广电	中国广电以拥有的国家广播电视光缆干线网的公司股权、已投资省网公司股权、其他有关股权资产及现金等出资，按评估后的净资产为出资额
	非上市省网公司	以相关股东持有或合计持有的省网公司 51%的股权出资，并根据评估后的净资产价值作为出资额
	上市省网公司	以现金或其控股股东(第一大股东)所持上市公司股份出资，出资额为所持股份的价值
	战略投资者	战略投资者以现金方式出资
治理结构		各省网公司原则成为股份公司省级子公司，各省级子公司负责经营管理省域业务，名称相应变更为“中国广电网络股份有限公司 XX 省(区、市)公司”

资料来源：广电总局，华安证券研究所

4.3 未来中广股份股权结构、组织架构和相关资产梳理

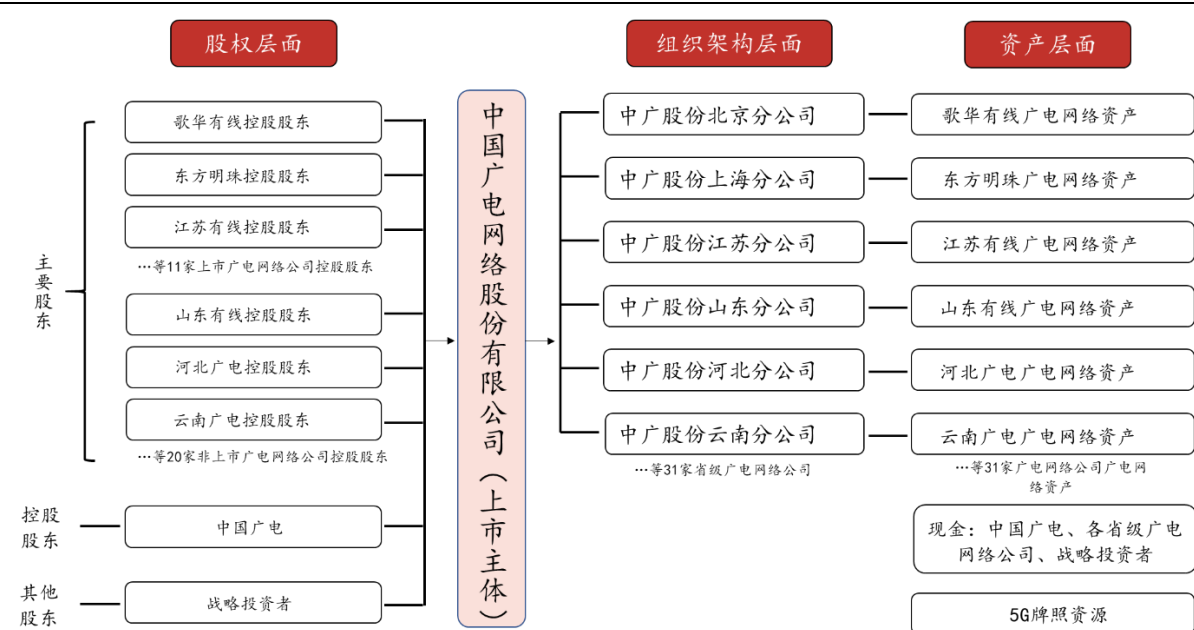
根据上述的相关部委出台的《意见》和《方案》，我们大致梳理出了未来中国广电网络股份有限公司的股权结构、组织架构和相关资产。但由于目前更多的细节还未公布，后续随着未来歌华有线的复牌，相关细节将浮出水面。因此，未来真实的情况可能会和下图有一定的变化。

股权层面来看：主要分为三类股东：1)中国广电将作为中广股份的**控股股东**；2)各省广电网络公司的控股股东将成为中广股份的**主要股东**；3)而战略投资者将作为**其他股东**。

组织架构层面：中广股份将下设 31 家分公司，各省级子公司负责经营管理省域业务，名称相应变更为“中国广电网络股份有限公司 XX 省(区、市)公司”，如北京地区则为“中国广电网络股份有限公司北京市分公司”

资产层面：主要分为三类：1) **有线网络资产：**全国 31 家省级广电网络公司所有的广电网络资产将被并入中广股份，完成全国一张网的整合；2) **现金：**中国广电、各省级广电网络公司和战略投资者的现金出资，主要将投入到未来广电 5G 网络的建设；3) **5G 牌照：**中国广电的 5G 牌照资源也将被注入到中广股份，由此解决了各省广电网络公司使用 5G 牌照的政策障碍。

图表 14 中广股份股权结构、组织架构和相关资产的情况梳理



资料来源：华安证券研究所整理

5 5G 业务对广电系业绩的增量有多大？ —— 千亿收入增量

我们估算了未来 5G 业务能够给广电系公司带来的收入和净利润的增量。由于没有相关分省的数据，因此我们在此仅估算的口径为全国的广电公司总和。

核心假设包括：

- 电信业务收入：**根据工信部的数据，2019 年全国电信业务收入为 1.31 万亿，我们假设未来每年收入增速为 3%；
- 移动通信业务收入占比：**根据工信部的数据，2019 年全国移动通信业务收入占比为 68.2%，我们假设未来收入占比保持不变；
- 广电移动电信市占率：**广电的移动通信业务占整个电信收入的比例，因为相关数据的限制，我们参考了目前广电的固定宽带用户数占整个固定宽带用户数的比例，以此来估算市占率。2019 年广电的固定宽带用户数占比为 9.25%，并且从 2018 年开始，用户数增长就已经进入了放缓的阶段。因此，我们保守地认为 9.25% 是未来广电移动通信业务成熟后所拥有的市占率。
- 广电移动通信业务市占率逐年分拆数据：**根据中国广电正式发布的《中国广电 5G 试验网建设实施方案》，计划 2021 年底，争取完成全国所有城市、县城、乡镇和重点行政村的覆盖、逐步实现覆盖全国 95% 以上人口的目标。考虑到前期的建设周期，我们假设从 2021 年开始中国广电开始实质性运营 5G 网络业务。

- 5) **广电移动通信业务净利润率**：2019 年，港股的中国移动和中国电信净利润率分别为 14.26%和 5.51%，A 股的中国联通净利润率为 3.88%。由于三大运营商的收入构成中还包括了除移动通信业务收入的以外的收入，因此无法准确估计移动通信业务的净利润率。我们保守地采用中位数 5.51%作为未来广电的移动通信业务的净利润率。

图表 15 中国广电电信业务收入测算（单位：亿元）

	全国电信 业务收入	移动通信 业务占比	全国移动通信 业务收入	广电移动通信 业务市占率	广电移动通信 业务收入	净利润率	广电移动通信 业务净利润
2019 A	13100	68.20%	8934	0.00%	0	5.51%	0
2020 E	13493	68.20%	9202	0.00%	0	5.51%	0
2021 E	13898	68.20%	9478	2.52%	239	5.51%	13
2022 E	14315	68.20%	9763	3.54%	346	5.51%	19
2023 E	14744	68.20%	10056	5.83%	586	5.51%	32
2024 E	15186	68.20%	10357	7.77%	805	5.51%	44
2025 E	15642	68.20%	10668	8.56%	913	5.51%	50
2026 E	16111	68.20%	10988	9.25%	1016	5.51%	56

资料来源：华安证券研究所整理

由此，我们可以得到，预计在 2026 年中国广电的移动通信业务市占率趋于稳定，达到 9.25%，届时对应的收入为 1016 亿。根据《中国广播电影电视发展报告（2018 版）》，2018 年我国有线电视网络收入为 779 亿元。因此，开拓 5G 网络业务，有望给广电系带来千亿收入规模的增量，是现有收入规模的 1.3 倍。

投资建议：

我们认为，在三网融合的背景下，广电网络公司传统业务被不断挤压，亟需渗透电信业务来扩大自身的业务范围。而 2020 年，作为国网整合方案规划的“十三五”末年，中国广电的国网整合和 5G 网络建设进度势必加快推进，以达到此前中宣部等部门设定的目标。2020 年开局以来一系列的事件，均表明了相关事项正加快推进和落地。后续整个 A 股广电网络公司有望在此类事件的不断催化下，迎来板块性的整体机会。

在 A 股 11 家广电网络上市公司中，我们建议从两个维度挑选投资机会，**维度一**：广电网络资产占比比较高的公司；**维度二**：低 PB。建议重点关注：江苏有线、湖北广电、吉视传媒。

图表 16 A 股 11 家上市广电网络公司 2019 年财务数据对比（单位：亿元）

公司	实际控制人	净资产	营业收入	营业收入构成	归母净利润	市值	PB	PE	ROE
歌华有线	北京市人民政府	134.3	27.6	有线电视行业 100%	5.8	143.4	1.1	21.6	4.30%
广电网络	陕西省委宣传部	37.2	26.3	有线电视行 78.7% 商品销售业 17.8% 广告代理业 3.3%	-1	61.4	1.7	-66	-2.70%
广西广电	广西有线广播电视台	37.9	22.3	有线电视行业 100%	1.1	68.9	1.8	58.4	2.90%
贵广网络	贵州广播电视台	48	34.2	有线电视行业 100%	2.2	82	1.7	39.5	4.60%
湖北广电	湖北省广播电视总台	68.8	26.3	有线电视行业 100%	1	58.4	0.8	50.1	1.50%

吉视传媒	吉林广播电视台	70.2	19.3	有线电视行业 100%	1	66.9	1	66	1.40%
江苏有线	无	259.3	76.5	有线电视行业 100%	3.3	182	0.7	60.1	1.50%
				广告代理运营 47.3%； 影视节目制作发行 11.5%； 网络传输服务 25.2%； 旅游业 2.6%；酒店 2.1%；房地产 0.3%； 艺术品 0.7%；投资管 理收入 5.6%；智能硬 件收入 0.2%；其它 0.6%					
电广传媒	湖南省国资委	122.8	70.8		1.1	91.6	0.7	86	1.00%
华数传媒	杭州市财政局	110	37.1	信息传播行业 100%	6.5	158.2	1.4	23.2	5.90%
东方明珠	上海市国资委	345.1	123.5	影视互娱 5.3%；媒体 网络 32.2%；视频购 物 45.6%； 文旅消费 15.6%；投 资管理 0.2%	20.4	341.5	1	15.6	7.00%
天威视讯	深圳广播电影电视 集团	27.4	17	有线电视行业 86.4%； 电视购物行业 10.1%；其它 3.6%	1.9	61.2	2.2	25.7	7.10%

资料来源：Wind，华安证券研究所

备注：估值数据截止 2020 年 5 月 29 日收盘

风险提示：

- 1) 中国广电国网整合进度不及预期的风险
- 2) 中国广电 5G 网络建设进度不及预期的风险

分析师与研究助理简介

尹沿技，华安证券研究总监；华安证券研究所所长，TMT 首席分析师；新财富最佳分析师。

郑磊，传媒行业高级研究员，英国萨里大学银行与金融专业硕士，三年买方传媒行业研究经验，两年传媒上市公司内容战略和投资经验。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。