

广电网络整合先行者，打造智慧广电新媒体

歌华有线(600037)

►传统广电业务质地优良，积极布局超高清建设

2019 年歌华有线实现营业收入 27.59 亿元，增幅 1.12%，成为广电板块内为数不多业绩正增长的公司之一，同时公司 2019Q4、2020Q1 有线电视用户数规模保持正增长。公司持续超高清领域发力，积极推动 4K 超清设备置换、高清交互平台优质内容建设，全力打造融媒体技术平台，提高平台服务质量，同时深耕教育、生活、养老服务专区，加强与头部资源合作。在推进融媒体发展、广电 5G 建设、国网整合加速的背景下，公司有望迎来发展新纪元。

►发起组建一网整合公司，或为未来挂牌上市主体

在各地方广电上市公司对外披露参与组建一网整合公司的公告中，只有歌华有线明确披露控股股东北广传媒的控股权出资发起组建一网整合公司，而其他公司目前只以现金出资参与。歌华有线在本次一网整合公司组建过程中参与程度更高，角色卡位（有董事提名权）相比其他上市公司更有优势，我们推论未来一网整合公司若登陆资本市场，歌华有线或为其挂牌上市主体。

►5G 牌照赋能广电发展，牵手移动加速业务进程

中国广电与中国移动的合作实现了双方的优势互补，提升了对广电行业发展的预期。第一，双方此前隶属于不同体系生态，包括业务体系和党政体系，此次合作可视为跨界联合，具备“1+1>2”的合作前景。第二，双方在业务资源上的共享，存在明显的优势互补，广电持有的 700M 黄金频段与移动共建共享，而移动的 5G 基站覆盖进度目前在三大运营商当中遥遥领先，与移动共建共享 5G 基站将大大提升广电 5G 业务的发展进程。

►盈利预测

预计公司 2020-2022 年将实现营业收入分别为 28.76、30.97、35.34 亿元，实现归母净利润分别为 6.17、6.65、7.39 亿元，EPS 分别为 0.44、0.48、0.53 元，对应当前股价的 PE 分别为 23、22、19 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

5G 产业发展不及预期；“全国一网”整合进度不及预期；广电用户付费意愿不及预期；广电新基建进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,725	2,759	2,876	3,097	3,534
YoY (%)	1.0%	1.2%	4.2%	7.7%	14.1%
归母净利润(百万元)	694	582	617	665	739
YoY (%)	-8.8%	-16.2%	6.0%	7.9%	11.0%

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	10.3
股票代码:	600037
52 周最高价/最低价:	10.85/8.21
总市值(亿)	143.35
自由流通市值(亿)	143.35
自由流通股数(百万)	1,391.78



分析师: 赵琳

邮箱: zhaolin@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040003

联系人: 李钊

邮箱: lizhao1@hx168.com.cn

联系电话: 13012822230

相关研究

毛利率 (%)	26.2%	21.8%	23.7%	24.0%	24.2%
每股收益 (元)	0.50	0.42	0.44	0.48	0.53
ROE	5.3%	4.3%	4.4%	4.5%	4.8%
市盈率	20.65	24.63	23.25	21.55	19.41

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 公司概况: 三大业务板块齐发展, 深入推进“一网两平台 2.0”战略	4
1.1. 历史沿革: 99 年完成网台分离, 02 年实现“一市一网”	4
1.2. 股权结构: 北京广播电视台持股 37.42%, 为实际控制人	5
2. 主营业务: 深化“一网两平台 2.0”战略, 打造智慧广电媒体	6
2.1. 电视内容服务: 由传统内容供给向新媒体业务转型	6
2.2. 网络运营服务: 着力做好用户发展, 提升服务质量	8
2.3. 有线网络信息服务: 从“歌华云”到“北京云”	10
2.4. 社会生活服务: 深耕教育、养老、生活服务专区	11
3. 行业展望: 牢抓 5G 发展机遇, 推进“智慧广电”建设	13
3.1. 5G 牌照赋能广电发展, 牵手移动加速业务进程	13
3.2. “全国一网”即将落地, 广电 5G 产业链迎发展新机遇	14
4. 财务分析	16
4.1. 营收规模增速放缓, 归母净利润有所下滑	16
4.2. 收入结构相对稳定, 财务费用率有所提升	17
5. 盈利预测	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1 歌华有线主营业务构成	4
图 2 歌华有线历史沿革	5
图 3 歌华有线股权结构	6
图 4 2012-2019 年公司电视内容服务收入（亿元）	7
图 5 2015-2020Q1 年公司有线电视用户数（万户）	7
图 6 歌华有线推出 4K 超高清频道	7
图 7 人民网、腾讯、歌华有线达成战略合作	7
图 8 2010-2019 公司信息业务收入（亿元）	8
图 9 2011-2019 年公司个人宽带在线用户数	8
图 10 歌华有线 4K 智能数字有线机顶盒	9
图 11 歌华小果正式发售	9
图 12 2016-2019 歌华有线双向网改覆盖率及渗透率	10
图 13 各地区广电公司的双向渗透率	10
图 14 歌华云平台投入使用	10
图 15 歌华云平台提供各种云服务	10
图 16 歌华有线空中云课堂	11
图 17 歌华教育平台	11
图 18 针对老年人群体“年华”专区	12
图 19 歌华·有哎「年华」平台	12
图 20 2019-2020Q1 中国有线电视用户发展情况	13
图 21 有线电视用户数与 IPTV 用户数对比	13
图 22 工信部颁布 5G 牌照	14
图 23 中国广电 5G 时间表	14
图 25 广电一网整合时间表	15
图 26 广电一网整合架构	15
图 27 广电一网整合阶段概括	16
图 27 公司营收规模（亿元）及增速	17
图 28 公司归母净利润规模（亿元）及增速	17
图 29 公司主营业务收入构成（亿元）	18
图 30 2019 年公司营收占比	18
图 31 公司期间费用率变化	18
图 32 公司销售净利率及毛利率变化	18
表 1 可比公司估值比较	19

1.公司概况：三大业务板块齐发展，深入推进“一网两平台 2.0”战略

歌华有线于 1999 年 9 月经北京市人民政府批准成立，于 2001 年在上交所上市，注册资本为 13.9 亿，公司主要负责北京市有线广播电视网络的建设、管理和经营，并从事广播电视节目收转传送、视频点播、网络信息服务、基于有线电视网的互联网接入服务、互联网数据传送增值业务、国内 IP 电话业务和有线电视广告设计、制作、发布等业务。公司围绕“一网两平台”战略，大力推进以有线电视网络为基础的“首都公共文化服务网络”基础设施建设，不断推动以高清交互数字电视平台为核心的“首都新媒体信息综合服务平台”和以上市公司资本平台为核心的“首都文化产业发展投融资平台”服务能力的提升。目前公司的业务主要包括三部分：广播电视节目收转传送、网络建设开发经营管理以及有线网络信息服务。

图 1 歌华有线主营业务构成



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.1. 历史沿革：99 年完成网台分离，02 年实现“一市一网”

1996 年 3 月，在市委、市政府的领导下，开始启动北京有线广播电视光缆网络建设。

1998 年，公司的前身——北京有线广播电视网络中心收购朝阳、海淀、丰台、石景山四区有线广播电视网络。

1999 年 9 月，完成网、台分离，公司正式成立，注册资本 1.9 亿元。

2001 年 2 月，公司在上海证券交易所挂牌上市，募集资金 12.05 亿元用于有线电视网络建设。

2002 年 2 月，公司完成了远郊十个区县有线电视网络的收购，全面实现了“一市一网”。

2004 年 9 月，公司收购了河北省涿州市的全部有线网络资产，注册用户近 3 万户。

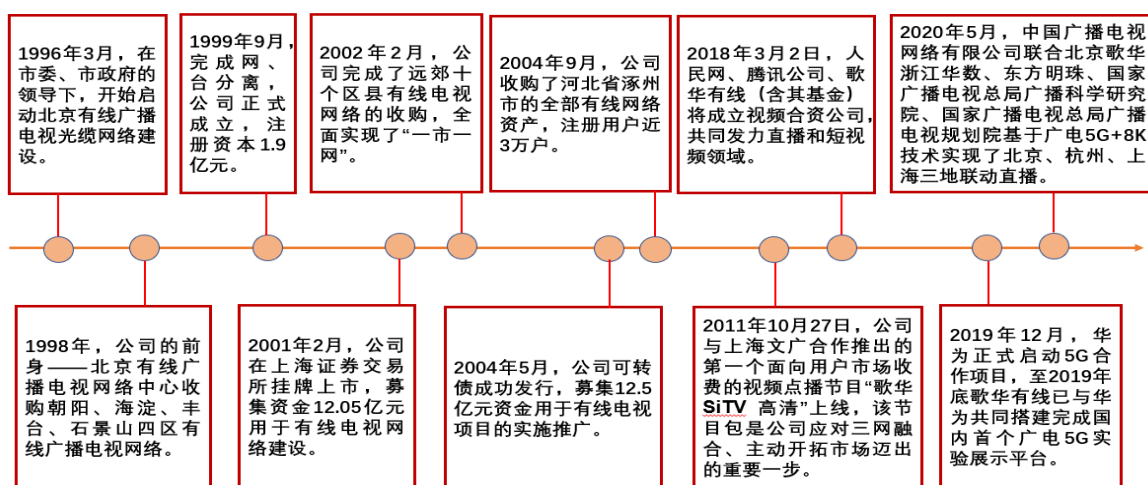
2011年10月27日，公司与上海文广合作推出的第一个面向用户市场收费的视频点播节目“歌华 SiTV 高清”上线，该节目包是公司应对三网融合、主动开拓市场迈出的重要一步。

2018年3月2日，人民网、腾讯公司、歌华有线（含其基金）签订协议，将成立视频合资公司，共同发力直播和短视频领域。

2018年9月，歌华有线、百度、爱奇艺联合发布新一代兼具电视直播和互联网视频内容点播的 AI 融合机顶盒——“歌华小果”。这是中国首次实现有线电视运营商和互联网公司深度合作推出的新一代融合电视产品。

2020年5月，中国广播电视网络有限公司联合北京歌华、浙江华数、东方明珠、国家广播电视总局广播科学研究院、国家广播电视总局广播电视规划院基于广电 5G+8K 技术实现了北京、杭州、上海三地联动直播。

图 2 歌华有线历史沿革

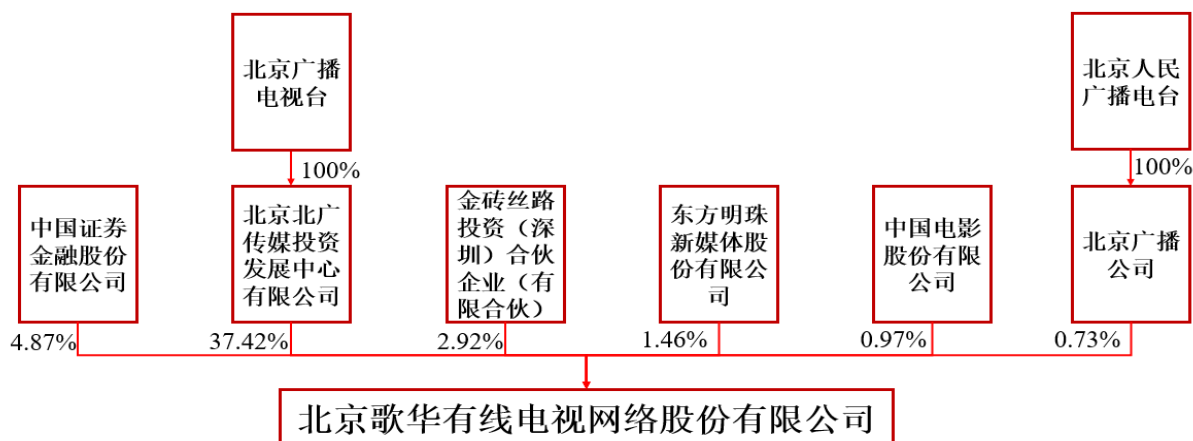


资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

1.2.股权结构：北京广播电视台持股 37.42%，为实际控制人

根据公司 2019 年报，北京北广传媒投资发展中心有限公司与北京广播电视台分别为公司的控股股东和实际控制人，持股比例为 37.42%，其中北京北广传媒投资发展中心有限公司是北京广播电视台的全资子公司。中国证券金融股份有限公司持股 4.87%，金砖丝路投资（深圳）合伙企业（有限合伙）持股 2.92%，东方明珠新媒体股份有限公司持股 1.46%，中国电影股份有限公司持股 0.97%，北京人民广播电台下的北京广播公司持股 0.73%。

图 3 歌华有线股权结构



资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所

根据公司于 2020 年 6 月 1 日发布的公告，公司控股股东的北广传媒与中国广电签署《出资意向协议》，拟以其持有的公司 19.09% 股权出资共同发起组建中国广电网络股份有限公司（暂定名），公司实际控制人将由北京广播电视台变更为国务院。

2. 主营业务：深化“一网两平台 2.0”战略，打造智慧广电媒体

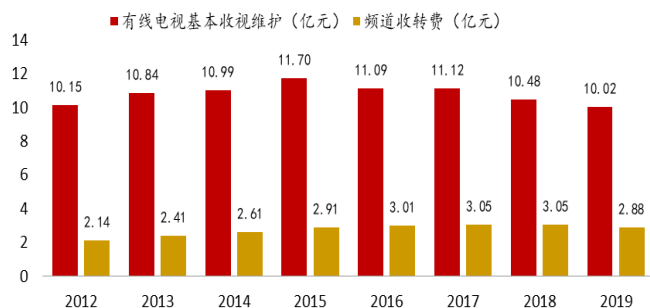
2.1. 电视内容服务：由传统内容供给向新媒体业务转型

2.1.1. 视听娱乐选择渠道增加，有线电视用户规模增速放缓

北京歌华有线电视网络股份有限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，有线电视网络服务目前仍是公司的基础业务。广播电视节目服务主要有两种形式：一是通过向用户提供电视节目、视频点播等业务，并向用户收取基本收视费用，收费标准是 18 元/月和 12 元/月（低保）；二是通过传输节目向电视台或内容提供商提供节目传输服务，并取得频道收转收入。

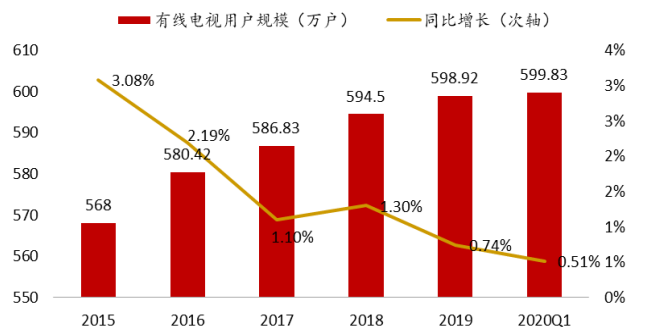
2016 年开始，有线电视基本收视维护费用呈现下降态势，截至 2019 年底，公司有线电视基本收视维护费用为 10.02 亿元，出现连续下降的原因在于有线电视市场饱和、新媒体娱乐竞争日趋激烈。频道收转费用自 2017 年开始有所下滑，截至 2019 年年底，公司频道收转收入为 2.88 亿元。近年来，随着用户视听娱乐渠道选择空间扩大，互联网电视、IPTV、移动设备广泛普及，虽然公司有线电视用户规模连年上升，但同比增速不断下滑，截至 2020 年 Q1，公司有线电视用户规模达 599.83 万户，同比增速为 0.51%。

图 4 2012-2019 年公司电视内容服务收入（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2015-2020Q1 年公司有线电视用户数（万户）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.1.2.超高清及互联网视频内容端发力，推动新媒体业务转型

歌华有线作为全国首批上线“央视专区”的有线电视运营商，2018 年首次新增超高清频道，新增“央视 4K 超高清”、“旅游卫视高清”、“足球高清”等频道入网播出，并上线央视 4K 专区和“4K 视界”专区，以满足用户更高的收视需求。近年来，公司积极推进高清交互平台优质内容建设。目前，公司数字网内共传输 188 套电视节目，其中高清电视节目 54 套，4K 超高清电视节目 1 套，为首都观众提供了多元化、多选择的视频收视体验。截至 2019 年 12 月底，平台在线节目总量接近 15 万小时，高清节目时长占比超 55%。“4K 视界”专区的超高清在线节目累计达 1500 小时。“看吧”栏目引入互联网优质内容，实现了在同一终端（即 4K 超清智能机顶盒）对全国七大互联网电视牌照方内容的全部集成。

直播和短视频领域，2018 年 3 月 2 日，人民网、腾讯和歌华有线达成战略合作，共同成立视频合作公司，发力直播和短视频领域。

图 6 歌华有线推出 4K 超高清频道



资料来源：歌华有线公众号，华西证券研究所

图 7 人民网、腾讯、歌华有线达成战略合作



资料来源：歌华有线公众号，华西证券研究所

2.1.3.加大优质内容引进，布局手机电视项目

2014 年 4 月，国家新闻出版广电总局批复同意北京广播电视台开展移动通信网手机电视内容服务和互联网电视内容服务，并由北京广播电视台授权歌华有线公司负责这两项业务的具体开办。公司加强了与继承播控牌照方、内容提供方、终端生产商及电信运营商的合作，加大优质内容的引进、制作、提供及终端布局，全力发展手机

电视和互联网电视新媒体业务。截至 2019 年底，公司手机电视项目已取得进展，公司电视版权内容超过 2000 部，累计总时长超过 10 万分钟，目前公司正加大优质版权资源购买，引入卫视同步首播或视频门户网站热推影片，同时通过资源置换和分成合作实现资源复用，获咪咕视频优质内容评级。

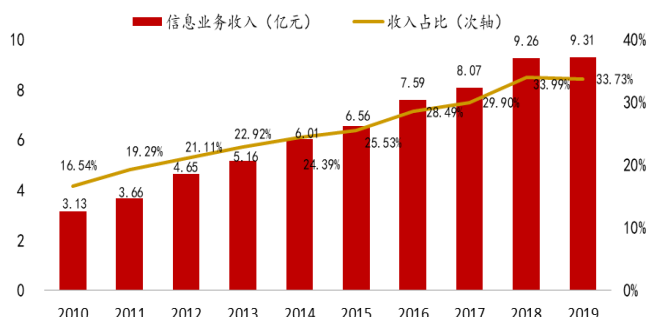
2.2. 网络运营服务:着力做好用户发展，提升服务质量

2.2.1. 深耕细分市场，推动宽带业务良性发展

公司作为三网融合试点单位，积极开展三网融合技术研究，积极推进语音业务试验，推出了超百兆高带宽产品，家庭宽带用户突破性增长，实现了三网融合新业务全面发展。近年来，公司宽带业务得到快速发展。

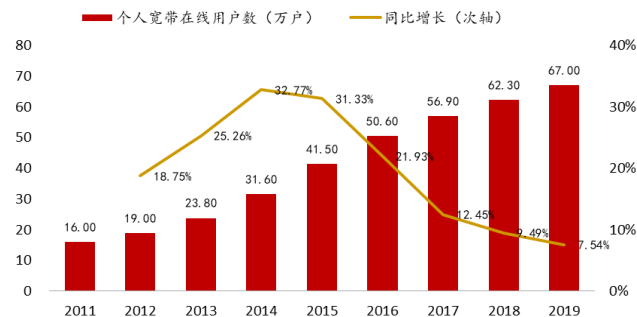
公司信息业务收入主要由宽带接入收入与增值业务收入构成，从公司总营收的比例来看，2010 年到 2019 年信息业务收入从占比 16.54%提升到 33.73%，与有线电视收看维护收入构成公司主要收入来源。2011 年—2019 年家庭宽带用户数量持续上升，截至 2019 年公司有线个人宽带在线用户数达 67 万户，但增速自 2015 年起快速放缓，原因在于互联网宽带用户数逐渐趋于饱和。

图 8 2010-2019 公司信息业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 2011-2019 公司个人宽带在线用户数



资料来源：公司公告，华西证券研究所

面对宽带市场趋于饱和的困境，公司保持宽带业务独立核算，发展高带宽的用户。一是加快推动网络升级，推出高质量高带宽产品，加快推进频点升级改造及网优工作，进一步提高网络品质，提升用户体验；二是在网络升级的基础上，推动宽带升级，加快推进 200M 宽带普及推广和 500M 产品试点推出，以及千兆产品的试验工作。根据公司数据，2019 年新装用户中，选择百兆的用户已经占到了将近 70%，公司深耕细分市场，推出组合策略，积极推动宽带业务良性发展。公司未来将促进宽带用户向高带宽产品迁移，加大中、高档宽带产品推广力度，提升用户使用体验。

2.2.2. 技术为先，专注产品改造升级

为了全面提高终端服务水平，公司一直注重终端产品的改造升级。2017 年公司开始加强双向网络建设，启动光纤到户网络改造，新建双向网 50 万户，累计开通双向网 600 万户，累计完成 53 个机房 DOCSIS3.0 系统升级工作，覆盖用户达 500 万户，加强机房和系统建设，新建和扩容升级三级机房 23 个。2018 年，公司进一步发挥云端技术优势，完成 3 款共计 150 余万台老旧终端的升级改造工作，对智能机顶盒开机流程进行优化，增强用户体验。

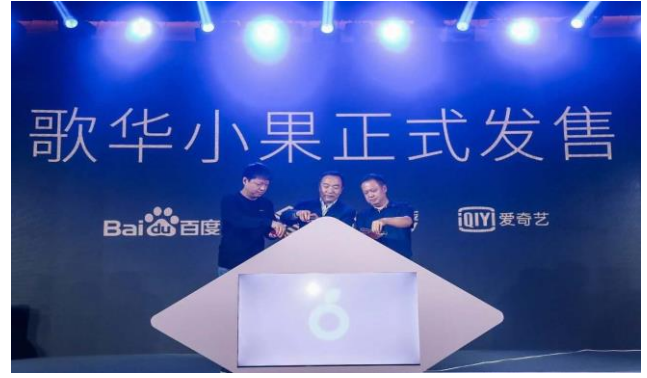
机顶盒升级方面，公司 2018 年累计推广 4K 超清智能 DVBIP 机顶盒、网关机顶盒和 IP 机顶盒约 60 万台，开始实施从传统的广电 DVB 传输技术向 DVBIP 和纯 IP 技术的转型。截至 2019 年，公司已经完成第四代机顶盒软、硬件研发工作，大幅降低机顶盒成本，并完成多款机顶盒版本升级，提升用户体验。随着技术进步和互联网飞速发展，超清 4K 智能化成为新一代固网视频终端新趋势。公司积极开展 4K 超清机顶盒市场化置换工作，截至 2019 年底累计完成整转、市场化置换和销售 4K 超清机顶盒 130 万台。

图 10 歌华有线 4K 智能数字有线机顶盒



资料来源：歌华有线公众号，华西证券研究所

图 11 歌华小果正式发售



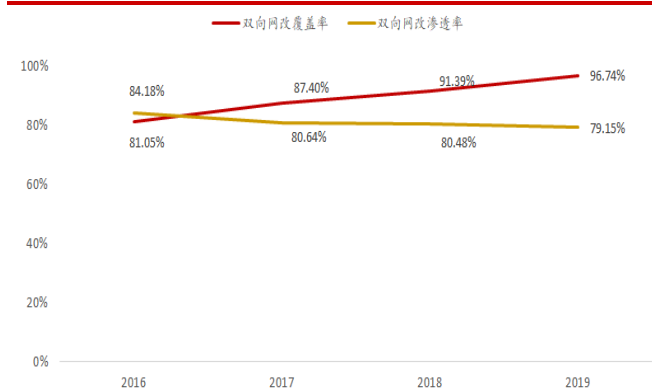
资料来源：歌华有线公众号，华西证券研究所

其他产品研发方面，2019 年公司完成了歌华直播 APP 研发，并与海尔、创维电视适配上线。公司大力开发 USB 接口 CAM 大卡产品，用户只需通过对接电视机 USB 接口，就可收看歌华电视节目。近年来，公司不断加大与互联网视频服务商的合作，公司联合百度、爱奇艺发布新一代兼具电视直播和视频点播的 AI 融合机顶盒——“歌华小果”，完成了歌华云飞视手机与掌上营业厅整合，并且开发上线云飞视小程序，在微信端实现直播、点播信息展示、分享及推送，支持推屏至电视端，实现了有线网与互联网融合、手机小屏与电视大屏融合、遥控交互与人工智能操控融合、有线直播与互联网点播融合四方面的深度融合。

2.2.3. 推进“三网融合”，积极开展双向网改造

2002 年 2 月，歌华有线全面实现了“一市一网”后开始大规模进行双向网改造，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，以适应“数字北京”的发展需求。2010 年国家决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合，广电第一阶段面临的最重要的任务是加快有线电视网络数字化升级改造、网络双向化改造，加快建设下一代广播电视网，从而支持后续增值业务的发展，实现全业务运营的成功转型。为响应广电号召，公司积极推进双向网络改造，截至 2019 年底歌华有线双向网改覆盖率和渗透率已达到 96.74%、79.15%。

图 12 2016-2019 歌华有线双向网改覆盖率及渗透率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 各地区广电公司的双向渗透率

	2015	2016	2017	2018	2019
华数传媒	100%	100%	100%	100%	
湖北广电	-	-	73%	84%	90.57%
电广传媒	37%	47%	-	-	
天威视讯	-	-	-	77%	
歌华有线	80%	81%	87%	91%	96.74%
东方明珠	51%	60%	-	95.70%	98.11%
广电网络	69%	75%	76%	76%	88.81%
广西广电	96%	98%	98%	99%	99%
江苏有线	67%	71%	75%	79%	83.2%
贵广网络	42%	78%	83%	85%	87%
吉视传媒	66%	67%	70%	95.88%	97.91%

资料来源：各公司公告，华西证券研究所

2.3.有线网络信息服务：从“歌华云”到“北京云”

2.3.1.布局“歌华云”，提升全方位服务能力

2011 年，歌华有线制定了“一网两平台”战略规划，明确提出推进新媒体发展的“云管端计划”，公司在跟踪学习全球云计算技术的基础上，规划设计了“歌华云平台”，并于 2013 年正式启动建设。2014 年 11 月，歌华有线完成了“歌华云平台”一期建设，并且发布了歌华云飞视、歌华云游戏和新型智能机顶盒终端“歌华云盒”，标志着歌华有线公司全媒体时代的到来，也标志着首都有线电视跨入云时代。“歌华云平台”作为全媒体应用聚合云服务平台，基于“云、管、端、联、运”系统设计理念、有线电视 HFC 网络，面向互联网、移动互联网开放，并能够提供统一门户能力、内容聚合管理能力、应用管理能力、服务交付能力、服务管理能力、智能引擎能力、信息协同能力、基础资源能力、统一网管及安全管控能力等，在此基础上为用户提供云游戏、云飞视、云盘等丰富多彩的服务。2018 年，公司已建成位列广电行业前列完整的歌华云平台，上线多个云应用，提升存量终端能力，为新媒体产业布局提供有力支撑。

图 14 歌华云平台投入使用



资料来源：歌华有线公众号，华西证券研究所

图 15 歌华云平台提供各种云服务



资料来源：歌华有线公众号，华西证券研究所

2.3.2. 依托“北京云·融媒体”，打造智慧融媒体发展生态圈

2019 年歌华有线承建的“北京云·融媒体”市级技术平台正式上线运营，该平台既作为支撑北京市 17 家区级融媒体中心业务开展的市级技术平台，也是北京市宣传指挥调度管理平台、政务民生服务平台、全媒体效能评估平台。平台的建成上线和正式运营，标志着歌华有线向打造智慧广电媒体迈出关键一步，意味着公司云平台服务能力更上一层楼。“北京云”以打造“四全媒体”为目标，以“移动优先”为理念，着力建设“新闻+政务+服务”融合媒体平台，助力区级融媒体中心提供媒体服务、党建服务、政务服务、公共服务和增值服务，实现“融资讯、融政务、融生活、融未来”的结合，助力构建北京市“1+4+17+N”的立体传播格局，形成“一体统筹、上下联动、协同互通、资源共享”的全新媒体生态，打造北京地区互联互通、互补互促的智慧融媒体可持续发展生态圈。

2.4. 社会生活服务：深耕教育、养老、生活服务专区

2.4.1. 建设在线教育平台，汇聚优质教育资源

公司深耕教育行业，积极建设在线教育平台，与政府及社会优质教育机构广泛合作，汇聚优质教育资源，打造智能教育服务平台和家庭教育互动式服务平台，搭建了智慧教育云服务平台、“歌华课堂”等教育专区，并集成国内外优质教育资源，制作了一批歌华自有版权的精品课程和微课，丰富歌华教育专区课程内容。

2020 年新冠疫情期间，公司积极响应“停课不停学”，与北京市教委合作推出搭建于全网络、全媒体终端的在线学习平台，并于 1 月底在歌华有线高清交互数字电视平台正式发布“歌华教育-北京云空中课堂”，2 月 10 日起在北京市 17 家区级融媒体中心移动客户端陆续上线，配合北京市委教育工委、市教委工作部署，服务并保障了全市 145 万中小学生的在线学习，3 月 16 日，歌华有线端口已正式开通了“空中课堂”直播频道。

图 16 歌华有线空中云课堂



资料来源：歌华有线公众号，华西证券研究所

图 17 歌华教育平台



资料来源：歌华有线公众号，华西证券研究所

“歌华教育-北京云空中课堂”目前已实现了全网络、全媒体终端的覆盖，为 K12 阶段的学生、家长、教师提供系统的教育资源。除了服务北京地区，“歌华教育-北京云空中课堂”也通过登陆互联网平台，捐赠外省市广电网络和 IPTV，惠及全国中小学生。据统计，“歌华教育-北京云空中课堂”覆盖的交互电视家庭用户数已超过 2145 万户。

2020年2月18日，快手科技与歌华有线达成合作，双方将充分利用各自平台优势，积极推进在内容版权、短视频、教育点播+直播等业务领域的深入合作。快手将为“歌华教育-北京云空中课堂”提供基础技术能力及内容传播支持，使其直播、录播等课程内容在快手渠道内有较好的传播，歌华有线为快手教育生态提供课程内容，推动快手教育发展。

2.4.2. 进军养老行业，关注老年群体生活

2018年11月，歌华有线宣布与建投养老合作，双方联合打造的国内首个以中老年人受众为目标的电视专区——“年华”专区在北京正式对外发布，此专区将为国内广大中老年人提供专业的文化服务，致力于传播新时代中老年人的精神风貌。2019年5月，中老年人内容专属平台“歌华·有哎「年华」”在歌华高清交互平台正式上线，标志着歌华有线正式跨入养老行业。2019年10月22日，歌华有线年华专区诚和敬养老生活板块正式上线，为首都中老年观众提供前沿的养老信息和养老理念。

新冠疫情期间，公司推出诚和敬“便民购”线上平台，并提供陪伴老人用视频通话的方式和家人进行亲情沟通，以电话形式和智能呼叫设备进行巡视探访等服务。为了在疫情防控期间丰富老人的精神生活，让老人在家自得其乐，诚和敬携手歌华有线在歌华老年频道的诚和敬养老生活板块增设优质文化及娱乐节目和空中课堂。

图 18 针对老年人群体“年华”专区



资料来源：歌华有线公众号，华西证券研究所

图 19 歌华·有哎「年华」平台



资料来源：歌华有线公众号，华西证券研究所

2.4.3. 关爱残障人士，“光明影院”传温暖

歌华有线携手中国传媒大学新闻传播学部与东方嘉影电视院线传媒股份公司共同推出“光明影院”项目，通过为视障人群提供电影公益服务，构筑“文化盲道”，以公益之心传播文化精品，让视障人群共享新时代文化发展的丰硕成果，传播社会正能量。2018年5月20日，50多位视障人士通过歌华有线打造的首都文化信息港，欣赏了特别定制的无障碍电影《战狼2》，标志着电影公益服务“光明影院”项目的正式启动。2019年9月四川盲人“光明影院”项目在西昌启动，2019年10月，第36个国际盲人节公益放映“光明影院”落地湖北，2019年12月5日，“光明影院”公益放映常态化落地三亚揭牌仪式启动。

2020年5月，在抗击疫情期间，为了丰富视障人士的文化生活，陪伴他们度过这个特殊的日子，公司联合中国传媒大学、北京市朝阳区新时代文明实践中心、东方嘉影电视院线传媒股份公司发起光明影院“云上光明”系列活动，邀请全国视障朋友在线参与。

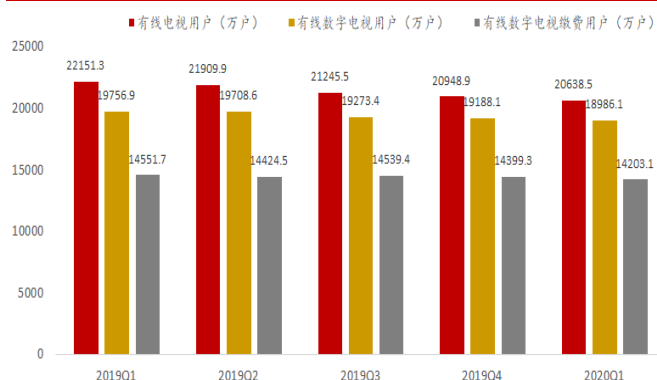
3. 行业展望: 牢抓 5G 发展机遇, 推进“智慧广电”建设

3.1. 5G 牌照赋能广电发展, 牵手移动加速业务进程

3.1.1. 受困于有线收入下滑, 获 5G 牌照迎变局

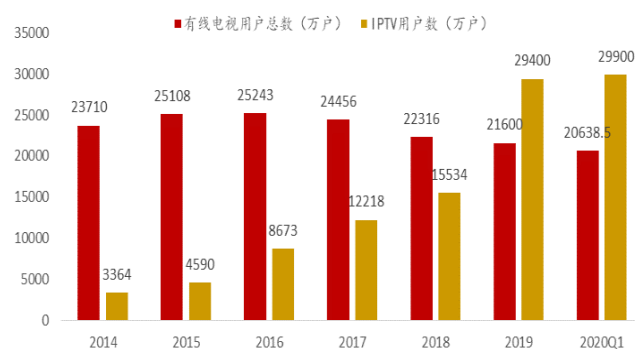
作为曾经家庭娱乐的中心, 有线电视行业受到来自在线视频、互联网电视、IPTV 等新业态的多种替代产品的挑战。互联网电视和 IPTV 在传统功能上越来越接近有线电视的体验, 同时以更低的收费和更便捷的服务向受众提供电影、电视剧、游戏等增值服务。2020 年 Q1, 我国有线电视用户总量净减少 310.4 万户, 降至 2.06 亿户, 有线电视在中国家庭电视收视市场份额降至 45.58%, 有线电视用户下行压力显著。

图 20 2019-2020Q1 中国有线电视用户发展情况



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 21 有线电视用户数与 IPTV 用户数对比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2019 年 6 月 6 日, 工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通和中国广电发放 5G 商用牌照, 标志着中国 5G 进程明显提速。2020 年 2 月 10 日, 工信部向中国电信、中国联通和中国广电颁发无线电频率使用许可证。中国移动获 2.6G、4.9G 频段, 中国电信和联通获 3.4G 和 3.6G 频段。广电获 700M 和 4.9G 频段, 另加持电信联通室内覆盖部分, 填补 700M 室内空白。

图 22 工信部颁布 5G 牌照



资料来源：工信部，华西证券研究所

图 23 中国广电 5G 时间表



资料来源：传媒圈，华西证券研究所

3.1.2. 移动广电牵手合作，资源共享双赢局面可期

2020 年 5 月 20 日，中国移动与中国广电订立有关 5G 共建共享的合作协议，双方将发挥 5G 技术、频率资源等方面的优势，集约高效实现 5G 网络覆盖，共同打造“网络+内容”生态。按照合作协议，双方将按 1:1 比例共同投资建设并使用 700MHz 5G 无线网络，从此次合作中，中国移动将共享得到广电的黄金频段和优质内容，而广电则可获取中国移动的资金、技术设备，对两者未来发展均有利。

双方合作的亮点主要有几个方面。第一，双方此前隶属于不同体系生态，包括业务体系和党政体系，此次合作可视为跨界联合，具备“1+1>2”的合作前景。第二，双方在业务资源上的共享存在明显的优势互补，广电持有的 700M 黄金频段与移动共建共享，而移动的 5G 基站覆盖进度目前在三大运营商当中遥遥领先，与移动共建共享 5G 基站将大大提升广电 5G 业务的发展进程。

3.2. “全国一网”即将落地，广电 5G 产业链迎发展新机遇

由于历史原因，全国广电网络由地方政府出资建设，在运营上高度分散，随着互联网的快速发展，广电传统的视频媒体业务受到了来自视频网站、IPTV、OTT TV 等平台的冲击越来越大，不少地区广电网络在经营上出现困难。

为了改变当前广电经营现状，推动有线电视网络的转型升级和融合发展，打造集融合媒体传播、智慧广电承载、职能万物互联、移动通讯运营、国家公共服务、绿色安全监管于一体的新型国家信息化基础网络，从 2014 年国网公司成立起，国家积极推进全国一网整合工作，并从 2018 年下半年全面提升整合速度。2020 年 2 月，中宣部联合 8 部委下发《全国广电网络整合实施方案》，广电整合正式迈入落地期。

图 24 广电一网整合时间表

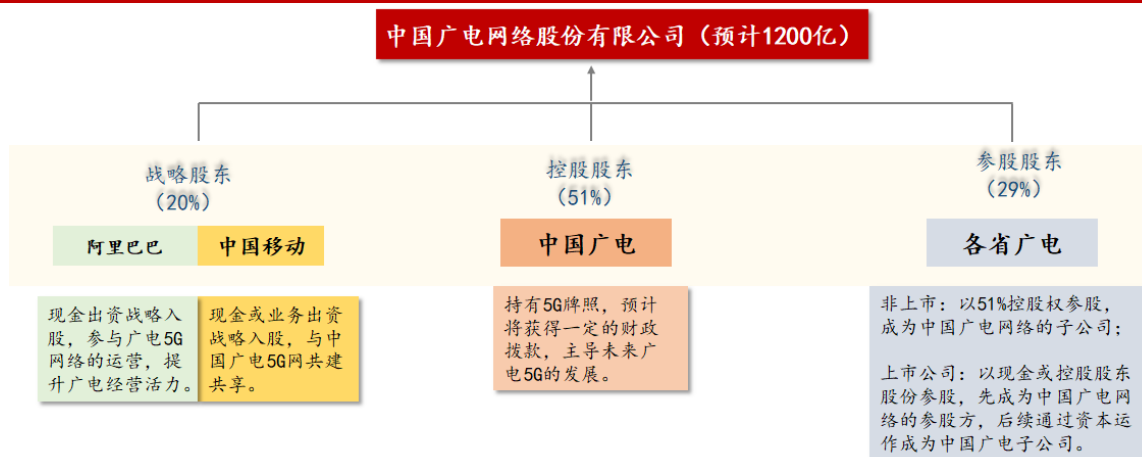


资料来源：公开信息整理，华西证券研究所

根据公开披露的相关信息，我们预计全国一网整合分为两个阶段，分别是全国一网公司挂牌阶段和广电资产整合阶段。以下为我们对各个阶段具体实施方案的推演。

挂牌阶段，广电一网整合将通过组建全国一网股份公司（中国广电网络股份有限公司）方式实现，中国广电为大股东。战略股东方面，中国移动以现金或业务出资战略入股，与中国广电 5G 网共建共享，阿里巴巴将以现金出资战略入股，参与广电 5G 网络的运营，提升广电经营活力。参股股东方面，上市公司将通过现金或控股股东部分出资参与组建，根据歌华有线公告，公司控股股东北广传媒将以上市公司控股权（ $37.42\% \times 51\% = 19.09\%$ ）的对价参与发起组建一网股份公司，作为公司少数股东，拥有至少一名公司董事提名权。预计其他上市公司后续也将以现金等资产参与组建一网股份公司，根据出资额获得相应比例的股份。预计非上市的广电公司将以 51% 以上的控股权参股，原控股股东成为一网股份公司的少数股东，原省网公司成为一网股份公司的子公司。

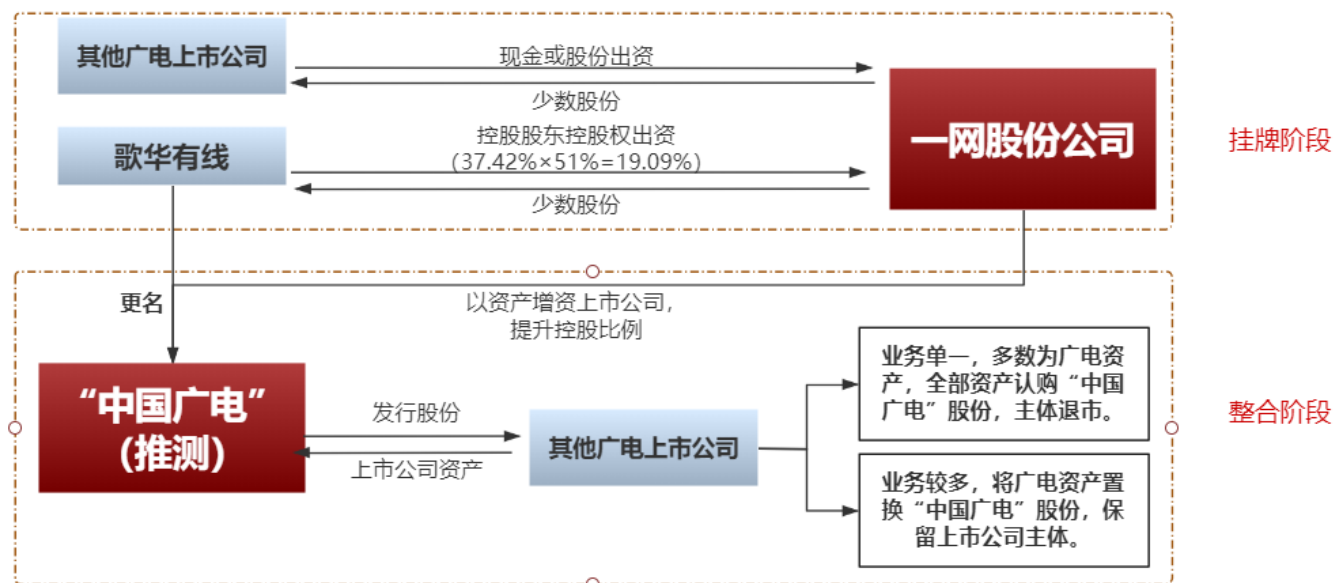
图 25 广电一网整合架构



资料来源：公开信息整理，华西证券研究所预测

我们预计，一网股份公司挂牌成立后，通过向歌华有线注入一网股份公司优质资产的方式增资，进一步提升其持股比例。歌华有线上市公司主体变为一网股份公司。公司未来将通过发行股份吸收合并的方式，将其他上市公司旗下广电资产逐一整合。大多数业务单一的广电上市公司资产将被吸收合并进入一网股份公司；部分业务较复杂的公司或将置出体内的广电资产，换取一网股份公司少数股份，原上市公司主体保留。

图 26 广电一网整合阶段概括



资料来源：公开信息整理，华西证券研究所预测

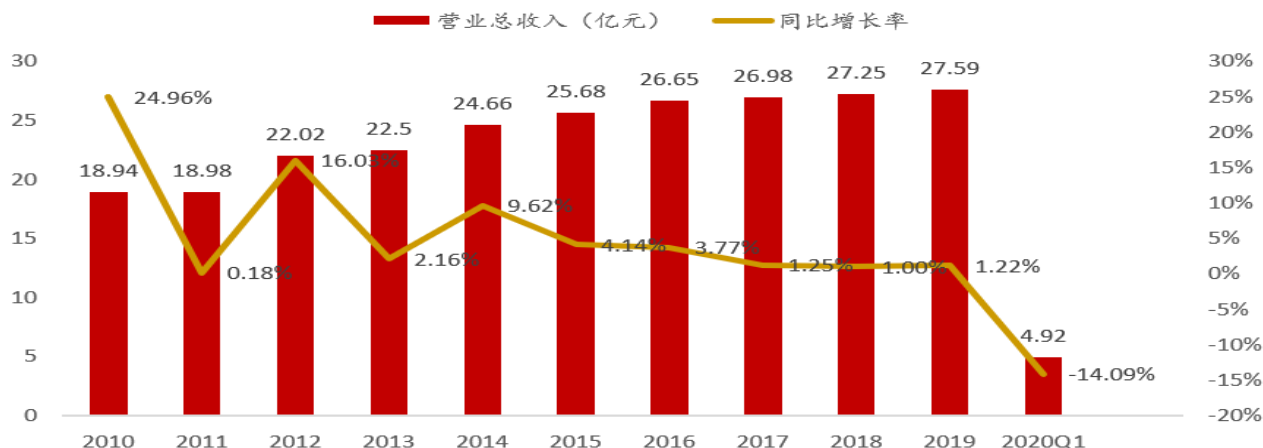
我们预计未来广电行业有望实现业务将从传统的电视业务逐步扩张到运营商业业务，凭借频段和政策优势，以传统视频业务+智慧广电业务（包含物联网、智慧家庭、智慧城市、智慧政务等）为发展方向，大大提升行业发展空间。

4. 财务分析

4.1. 营收规模增速放缓，归母净利润有所下滑

2010-2019 年，歌华有线营业收入规模不断扩大。近年来有线电视行业受到来自在线视频、互联网电视、IPTV 等新业态发展冲击，营收规模增速自 2016 年后明显放缓，2019 年营业收入较上年同比上升 1.12%，为 27.59 亿元。2020 年第一季度，公司经营受新冠肺炎疫情影响，营业收入为 4.92 亿元，同比减少 14.09%。

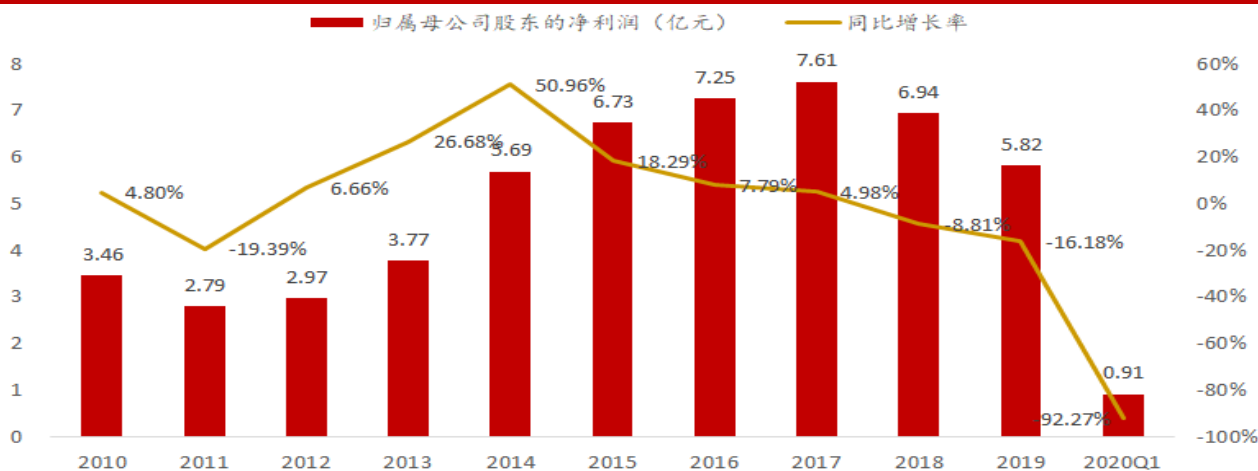
图 27 公司营收规模（亿元）及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

2010-2017 年，公司归母净利润持续上升，但受有线电视行业整体环境影响，2017 年后，公司归母净利润开始下滑，2019 年公司归母净利润为 5.82 亿元，同比下降 16.8%。由于新冠疫情的冲击，公司 2020 年一季度归母净利润为 0.19 亿元，同比下降 92.27%。

图 28 公司归母净利润规模（亿元）及增速

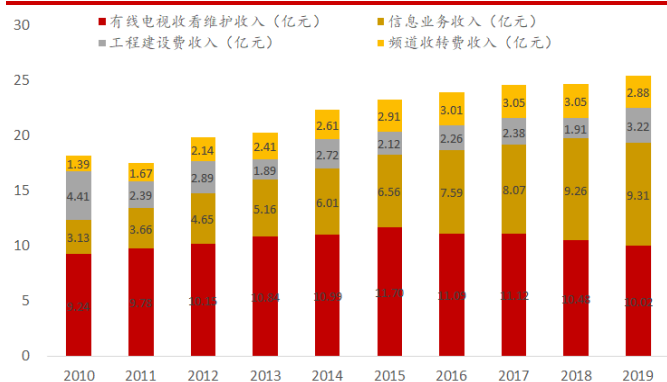


资料来源：Wind，华西证券研究所

4.2. 收入结构相对稳定，财务费用率有所提升

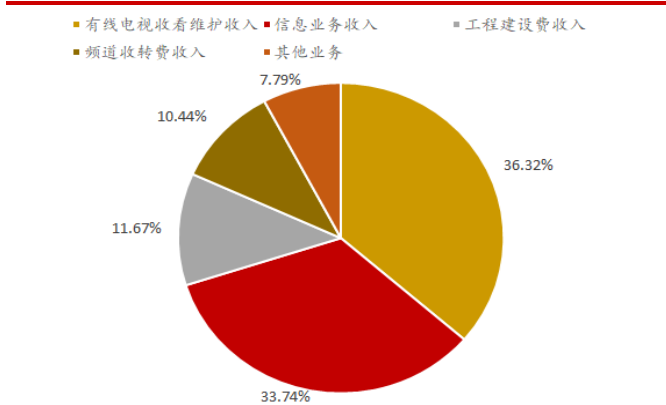
2010-2019 年间，歌华有线收入结构相对稳定。其中有线电视收看维护收入在公司总体收入中占比总体稳定，在 2018 年后略有回落，2019 年占比为 33.34%。信息业务方面收入逐年扩大，从 2010 占比 16.54% 扩大到 2019 年的 33.73%，与有线电视内容服务共同构成公司两大收入来源。工程建设费收入占比呈现收缩的趋势，从 2010 年的 23.3% 缩减至 2018 年的 7.02%，2019 年略有回升，占比为 11.68%。

图 29 公司主营业务收入构成（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 30 2019 年公司营收占比

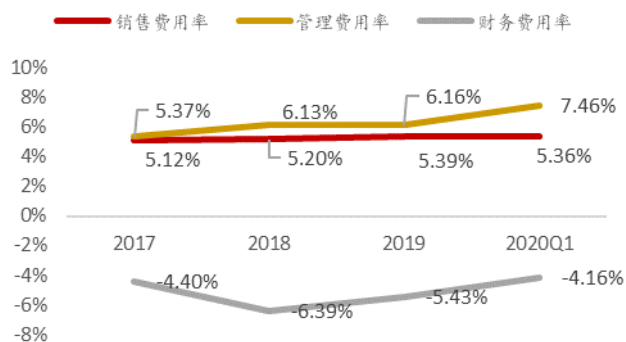


资料来源：Wind，华西证券研究所

2017-2019 年间，歌华有线销售费用率、管理费用率总体上保持稳定，值得注意的是，大量的理财收益使得公司自 2001 年上市以来，财务费用便一直处于负数。2019 年财务费用率提升至-5.43%，主要原因为公司减少购买理财额度，导致利息收入减少。

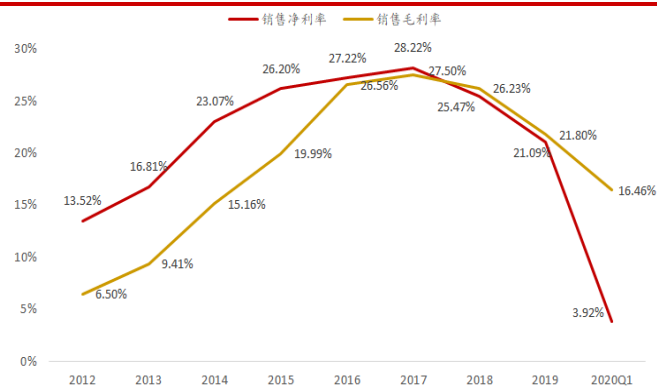
2012-2016 年公司盈利能力提升明显，2016 年受困于行业宏观环境和公司业务单一，毛利率和净利率均开始下滑。由于公司长年有大额的政府补贴，营业外收入较高，因此净利率一直大大高于毛利率，这种情况在 2016 年后有所改善。

图 31 公司期间费用率变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 32 公司销售净利率及毛利率变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

5. 盈利预测

预计公司 2020-2022 年将实现营业收入分别为 28.76、30.97、35.34 亿元，实现归母净利润分别为 6.17、6.65、7.39 亿元，EPS 分别为 0.44、0.48、0.53 元，对应当前股价的 PE 分别为 23、22、19 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

从可比公司估值上看，歌华有线当前估值水平与最具互联网化的广电公司——华数传媒相仿，而显著低于广电业务及资产最为纯正的广电公司——贵广网络，我们认为公司当前整体估值水平偏低。

表 1 可比公司估值比较

股票代码	股票名称	归母净利润(亿元)				P/E			
		2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
600037	歌华有线	6.94	5.82	6.17	6.65	20.65	24.63	23.25	21.55
000156	华数传媒	6.44	6.46	7.11	7.65	24.57	24.50	22.26	20.68
600996	贵广网络	3.12	2.15	2.69	2.92	26.29	38.15	30.49	28.09

资料来源：Wind，华西证券研究所

6. 风险提示

5G 产业发展不及预期；“全国一网”整合进度不及预期；广电用户付费意愿不及预期；广电新基建进度不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,759	2,876	3,097	3,534	净利润	582	617	665	739
YoY (%)	1.2%	4.2%	7.7%	14.1%	折旧和摊销	600	0	0	0
营业成本	2,157	2,196	2,355	2,678	营运资金变动	18	775	103	211
营业税金及附加	20	20	22	25	经营活动现金流	885	1,272	638	809
销售费用	149	150	161	184	资本开支	-1,194	1	0	0
管理费用	117	115	124	141	投资	1	-100	0	0
财务费用	-150	-150	-150	-150	投资活动现金流	-913	21	130	140
资产减值损失	-1	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
投资收益	122	120	130	140	债务募资	0	0	0	0
营业利润	592	623	672	746	筹资活动现金流	-251	0	0	0
营业外收支	2	0	0	0	现金净流量	-279	1,293	768	949
利润总额	594	623	672	746	主要财务指标				
所得税	12	6	7	7	成长能力 (%)				
净利润	582	617	665	739	营业收入增长率	1.2%	4.2%	7.7%	14.1%
归属于母公司净利润	582	617	665	739	净利润增长率	-16.2%	6.0%	7.9%	11.0%
YoY (%)	-16.2%	6.0%	7.9%	11.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.42	0.44	0.48	0.53	毛利率	21.8%	23.7%	24.0%	24.2%
资产负债表 (百万元)					净利率	21.1%	21.4%	21.5%	20.9%
货币资金	8,336	9,629	10,397	11,346	总资产收益率 ROA	3.6%	3.6%	3.7%	3.9%
预付款项	268	70	75	86	净资产收益率 ROE	4.3%	4.4%	4.5%	4.8%
存货	407	1	1	1	偿债能力 (%)				
其他流动资产	667	969	1,020	1,120	流动比率	5.29	4.85	4.87	4.68
流动资产合计	9,678	10,668	11,492	12,553	速动比率	4.92	4.81	4.84	4.65
长期股权投资	516	516	516	516	现金比率	4.56	4.37	4.41	4.23
固定资产	4,051	4,051	4,051	4,051	资产负债率	17.5%	18.7%	18.7%	19.3%
无形资产	228	228	228	228	经营效率 (%)				
非流动资产合计	6,606	6,605	6,605	6,605	总资产周转率	0.17	0.17	0.17	0.18
资产合计	16,284	17,273	18,097	19,158	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.42	0.44	0.48	0.53
应付账款及票据	515	1,564	1,677	1,907	每股净资产	9.65	10.09	10.57	11.10
其他流动负债	1,313	637	683	774	每股经营现金流	0.64	0.91	0.46	0.58
流动负债合计	1,829	2,201	2,360	2,682	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	1,025	1,025	1,025	1,025	PE	24.63	23.25	21.55	19.41
非流动负债合计	1,025	1,025	1,025	1,025	PB	0.93	1.02	0.97	0.93
负债合计	2,854	3,226	3,385	3,707					
股本	1,392	1,392	1,392	1,392					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	13,430	14,047	14,712	15,451					
负债和股东权益合计	16,284	17,273	18,097	19,158					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。