

信用等级公告

联合[2018]039 号

湖南电广传媒股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对湖南电广传媒股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

湖南电广传媒股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

湖南电广传媒股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2018 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年一月十一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

湖南电广传媒股份有限公司

2018 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 20 亿元（含）

债券期限：不超过 5 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 1 月 16 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总额（亿元）	157.74	201.53	225.17	231.41
所有者权益（亿元）	101.16	114.32	118.49	116.96
长期债务（亿元）	18.97	29.34	52.40	60.59
全部债务（亿元）	39.22	61.56	75.89	88.48
营业收入（亿元）	54.74	59.85	74.86	58.63
净利润（亿元）	3.87	4.73	4.77	2.78
EBITDA（亿元）	13.36	16.52	17.31	--
经营性净现金流（亿元）	1.53	5.82	-2.95	-3.22
营业利润率（%）	31.46	30.40	26.87	20.96
净资产收益率（%）	3.88	4.40	4.10	--
资产负债率（%）	35.93	43.27	47.38	49.46
全部债务资本化比率（%）	27.96	35.00	39.04	43.07
流动比率（倍）	1.35	1.23	1.50	1.57
EBITDA 全部债务比（倍）	0.34	0.27	0.23	--
EBITDA 利息倍数（倍）	7.77	5.57	5.91	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.67	0.83	0.87	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、2017 年 1~9 月财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对湖南电广传媒股份有限公司（以下简称“公司”或“电广传媒”）的评级反映了公司作为湖南省内最主要的有线电视网络运营商，在自身经营区域内拥有明显优势、同时通过股权投资布局省外有线电视的网络运营；公司与媒体渠道保持长期合作关系，传统广告业务较为稳定；移动新媒体广告业务增长带动广告业务板块规模增长，公司营业收入持续增长。同时，联合评级关注到三网融合竞争加剧导致公司客户流失、广告代理业务毛利率低并且存在资金占用、公司主营业务毛利率下降、新媒体公司经营状况存在不确定性、公司商誉存在减值风险等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着我国政府对文化传媒行业政策支持力度的加大，公司省内外有线网络资源整合以及移动新媒体广告业务规模增长，公司盈利能力和偿债能力有望维持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 发展广电网络是国家推动文化产业、信息内容产业、信息服务业和其他现代服务业等战略性新兴产业快速发展的需要，开发可控可信的新一代网络技术也是保障国家文化安全的重要措施。国家政策将在未来较长时期鼓励和推动有线广播电视传输行业的发展。

2. 公司作为湖南省地区的有线电视运营主体，是湖南地区最主要的有线电视供应商，同时公司通过资本运作实现省外网络整合。

3. 公司对移动新媒体板块投资加大，该

板块未来有望与有线电视网络传输、广告制作代理业务实现优势互补，实现协同发展。

4. 公司资产负债率较低，整体债务压力适中，负债结构趋于合理。

关注

1. 三网融合推进有线电视行业的外部竞争，IPTV 等视频传播形式的介入对有线电视业务用户存在一定程度的分流。近年来公司为应对外界竞争，加大有线电视业务优惠力度，相应用户 ARPU 有所下滑，网络传输业务毛利率下滑，有线电视网络业务运营子公司 2017 年 1~9 月出现亏损。

2. 公司广告代理业务毛利率水平较低，带动公司综合毛利率呈下降态势；主要客户基本为大型广告公司，湖南电视台则为公司重要媒体渠道，广告代理业务营业状况对两者依赖性较大；广告业务结算存在一定资金占用。

3. 公司对移动新媒体板块投入较大，但所投资的部分公司仍处于培育阶段，造血能力不足；同时，新媒体行业外部环境变化较快，技术迭代周期较短。被收购企业业绩完成情况较差，公司存在一定商誉减值风险。

4. 公司费用支出对整体利润侵蚀较大，扣除投资收益后经营利润呈下降趋势，整体利润水平不高。2014~2016 年，公司对外投资规模较大，公司存在一定外部融资压力。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

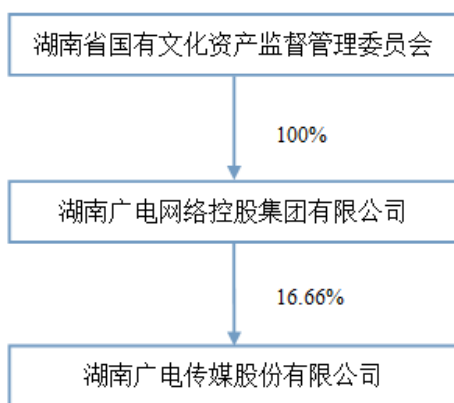
分析师：  姜梅

联合信用评级有限公司

一、主体概况

湖南电广传媒股份有限公司（以下简称“公司”或“电广传媒”）前身为湖南省广播电视厅批准成立的湖南广播电视发展中心（以下简称“发展中心”），1994年成立，注册资金1,000万元。1997年，湖南广播电视产业中心（以下简称“广电中心”）成立，发展中心成为广电中心下属的核心企业。1998年，经湖南省人民政府湘政函（1998）91号文批准，在全资改组发展中心的基础上，联合湖南星光实业发展公司、湖南省金帆经济发展公司等四家企业共同发起成立湖南电广实业股份有限公司（以下简称“电广实业”），并以每股9.18元的发行价格向社会公开发行5,000万股A股。发行股份后，电广实业募集资金4.59亿元，并于1999年3月25日在深交所挂牌上市。1999年11月，公司更为现名（股票简称“电广传媒”，股票代码：000917.SZ）。2011年，公司通过换股吸收合并方式整合全省地方网络公司。经过股权分置改革、多次资本公积转增股本及增资扩股，截至2017年9月底，公司总股本为14.18亿股，注册资本14.18亿元，控股股东为广电中心，持有公司16.66%的股份；湖南广播电视台（以下简称“湖南广电”）持有广电中心100%的股权，为公司实际控制人。2017年10月9日，广电中心所持股份全部无偿划转给湖南广电网络控股集团有限公司（以下简称“网控集团”），网控集团成为公司控股股东，湖南省国有文化资产监督管理委员会成为公司实际控制人。

图1 截至2017年10月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：影视节目制作、发行、销售（分支机构凭许可证书在有效期内经营）；广告策划；设计、制作、发布、代理国内外各类广告；电子商务、有线电视网络及信息传输服务，旅游、文化娱乐、餐饮服务、贸易业投资，产业投资、创业投资和资本管理（以上法律法规禁止和限制的除外）。

截至2017年9月底，公司本部设办公室、人力资源部、财务部、投资管理部等7个部门，同时设有审计委员会、关联交易审核委员会、战略与投资委员会和提名、薪酬与考核委员会4个委员会；公司合并范围内子公司数量38家，公司在职员工14,250人。

截至2016年底，公司合并资产总额225.17亿元，负债合计106.68亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计118.49亿元，其中归属于母公司所有者权益合计109.92亿元。2016年，公司实现营业收入74.86亿元，净利润（含少数股东损益）4.77亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.33亿元；经营活动现金流量净额-2.95亿元，现金及现金等价物净增加额-4.38亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 231.41 亿元，负债合计 114.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 116.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 107.51 亿元。2017 年 1~9 月，公司营业收入 58.63 亿元，净利润（含少数股东损益）2.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.10 亿元；经营活动现金流量净额-3.22 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.76 亿元。

公司注册地址：湖南省长沙市浏阳河大桥东；法定代表人：陈刚。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“湖南电广传媒股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券”，发行规模不超过20亿元（含20亿元），拟分期发行。本次债券面值100元，按面值平价发行，期限不超过5年（含5年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限混合品种。本次债券采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本次债券为固定利率，各品种票面利率由公司与主承销商根据市场情况确定。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于偿还公司债务、补充流动资金。

三、行业分析

公司主要收入来源为电视收视费收入、广告收入，所属行业包括有线广播电视传输行业和广告行业。

1. 有线广播电视传输

（1）行业概况

根据电视信号传输方式的不同，电视系统可以划分为有线电视、地面电视和卫星电视。相比地面电视和卫星电视，有线电视是电视传输和收视最主要的方式。随着互联网的兴起和数字电视的发展，特别是国家推动三网融合¹以来，有线电视网络不再局限于传统的广播电视信号传输，其承载的业务日益增多，包括诸如语音、数据、VOD（视频点播）、互动游戏、信息服务、互动广告等增值业务，因此从更宽泛的范畴上，有线电视网络可统称为广电网络。

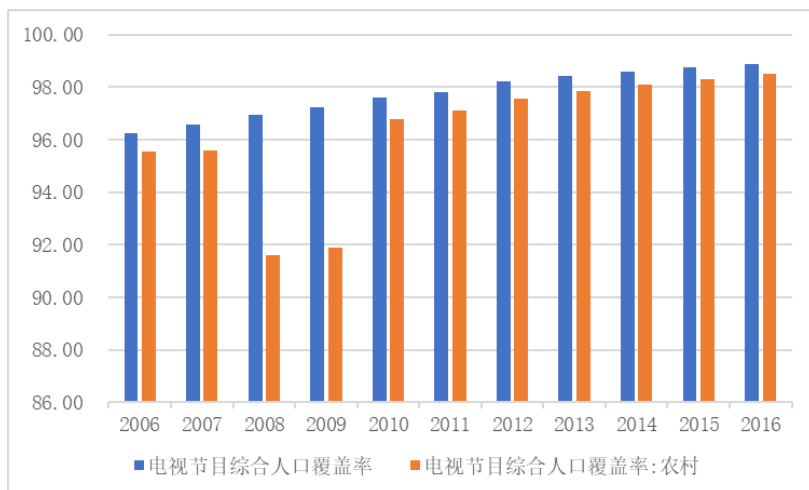
自1964年北京饭店建立了一个共用天线电视系统标志着中国有线电视系统的产生。至今，我国有线广播电视传输行业发展经历了1964~1983年的共用天线阶段、1983~1990年的闭路电视阶段和1990年以来的高速发展阶段。其中，高速发展阶段又经历了模拟电视—单向数字电视—互动数字电视等几个重要时期，已具备较大的市场规模。

在引进并转化利用国外先进技术的基础上，我国有线广播电视传输行业发展迅速，已形成以双向数字化网络为主、覆盖全国的有线网络布局；截至2015年底，我国广电干线网络已累计达到400

¹ 三网融合是指电信网、广播电视网、互联网在向宽带通信网、数字电视网、下一代互联网演进过程中，三大网络通过技术改造，其技术功能趋于一致，业务范围趋于相同，网络互联互通、资源共享。

多万公里，主要干线网络已基本形成。近十年来，广播电视综合人口覆盖率²和农村地区的广播电视综合人口覆盖率均有明显提升，截至2016年底，全国广播电视综合人口覆盖率已达98.88%，农村地区的广播电视综合人口覆盖率也提升至98.49%，具体情况如下图所示。

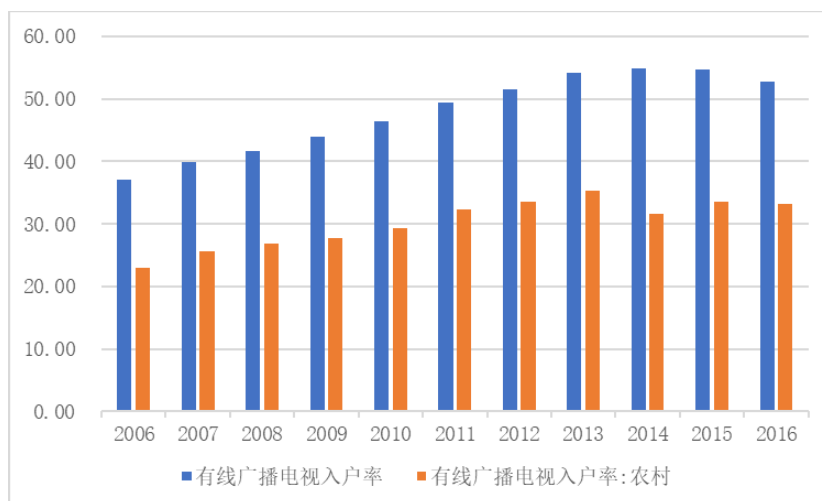
图 2 2006~2016 年全国广播电视人口综合覆盖率（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

经过多年发展，我国有线广播电视传输行业已具备相当大的规模。近十年，我国有线广播电视入户率³呈持续增长态势，截至2015年底达到54.63%，2016年下降1.88个百分点至52.75%；农村地区的有线广播电视入户率波动性较大，自2014年以来有所回落，接入率仍处于较低水平，主要系直播卫星和无线覆盖无需缴纳维护管理费，农村用户偏好该类产品对有线电视形成替代所致，截至2016年底仅为33.17%，具体情况如下表所示。

图 3 2006~2016 年全国有线广播电视入户率（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

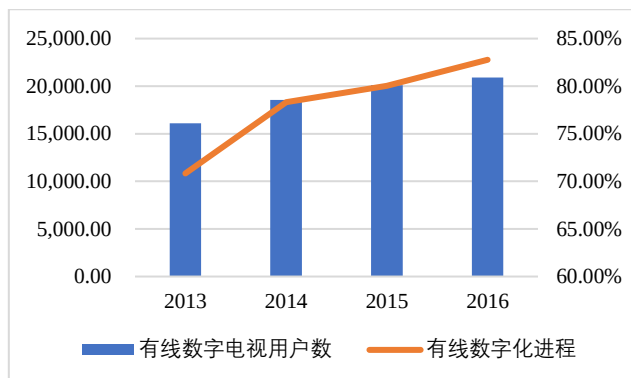
目前行业在数字化转换、三网融合、高清互动和双向网改造等方面都取得了较大突破，用户规

² 广播电视综合人口覆盖率在一特定地域中所能送达的地区的人口数在该地区人口总数中所占的比例，反映了电视媒体发布的信息在实际中能触达到的区域范围和受众群体。

³ 有线电视入户率表示在一定区域内可以接收卫星电视频道的电视家庭数占区域内全部电视家庭数的比例。

模持续扩大，产业收益持续攀升，其中全国有线电视的整体数字化转型已进入收尾阶段。根据广电总局统计公报显示，截至2016年底，全国有线电视用户达2.52亿户，有线数字电视用户达2.09亿户，有线数字化率为82.77%，具体情况如下图所示。

图 4 2013~2016 年中国有线电视数字化进程（单位：万户、%）



资料来源：有线电视行业发展公报

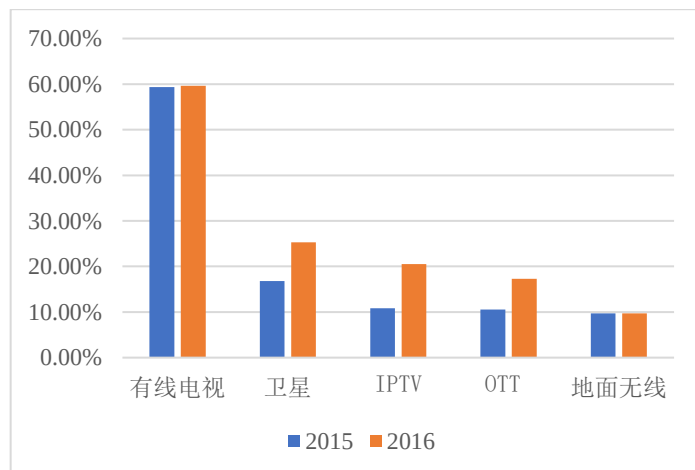
广电网络运营商在提供基本数字电视服务之外，大力发展高清电视、3D电视、互动电视等业务，视频点播、付费频道、电视定向信息发布、电视商城等业务也正逐步被用户了解和接受。此外，借助自身庞大的广电网络系统平台，广电网络运营商在智能监控、智慧城市、物联网等业务方面也取得突破。增值业务逐渐成为广电网络运营商利润增长的重要来源。

总体看，我国有线广播电视传输行业发展迅速，已形成以双向数字化网络为主、覆盖全国的有线网络布局，用户规模持续扩大，但是农村有线广播电视入户率仍处于较低水平；增值服务也逐渐成为广播电视网络运营商的利润来源之一。

（2）用户结构分析

在政府的大力推进和激烈的市场竞争影响下，我国家庭电视收视市场空前繁荣，一户多终端的情况日趋普遍，用户规模显著增长。其中，直播卫星、有线电视、IPTV（电信公司提供的互联网电视）和OTT（互联网公司的互联网电视）的用户均出现了不同幅度的增长；截至2016年底，我国有线电视用户收视普及率为59.60%、直播卫星用户收视普及率为25.30%、IPTV用户收视普及率为20.50%、OTT用户收视普及率为17.26%、地面无线用户收视普及率为9.74%。

图 5 2015 年和 2016 年中国家庭各终端收视格局普及率情况（单位：%）



资料来源：有线电视行业发展公报

2014~2016年,我国有线电视用户持续增长,年末分别为23,710万户、25,108万户和25,243万户,数字化率超过80%。用户结构向高清化、智能化和双向化发展,主要表现在:高清数字电视用户占比稳步上升,用户规模达到7,749.20万户,占全国有线电视用户的30.70%;智能化启航,智能终端用户384.60万户;双向网络覆盖用户近六成,渗透用户6,735.50万户;宽带用户增长加快,占全国有线电视用户的比重达到10.21%。但是,在激烈的市场竞争下,2016年第四季度有线电视用户环比减少215.20万户,首次出现了负增长。当前对于有线电视网络运营商而言,主要的问题为如何维护用户及提升ARPU⁴值。

表1 2014~2016年中国有线电视用户主要指标(单位:万户、%)

有线电视用户主要指标	2014年	2015年	2016年
有线电视用户总数	23,710	25,108.00	25,242.80
有线数字电视用户总数	18,568.80	20,100.00	20,892.90
有线数字化率	80.38	80.05	82.77
有线双向网改覆盖用户数量	11,436.20	13,349.00	15,127.40
有线双向覆盖率	49.51	53.17	59.93
有线双向网改渗透用户数量	3,706.01	4,996.90	6,735.50
有线双向渗透率	16.04	19.90	26.68
有线宽带家庭用户数量	1,138.80	1,838.90	2,576.90
有线宽带渗透率	4.93	7.32	10.21
有线高清用户数量	4,622.80	6,194.00	7,749.20
有线高清渗透率	20.01	24.67	30.70
有线智能终端(机顶盒/网关)	--	186.30	384.60
有线智能终端渗透率	--	0.70	1.52

资料来源:有线电视行业发展公报

2014~2016年,我国卫星直播用户分别为0.45亿户、0.71亿户和1.07亿户,年均复合增长54.20%。其中2016年同比增长50.97%,总数达到1.07亿户。2014~2016年,IPTV用户持续增长,分别为3,364万户、4,589万户和8,673万户,其中2016年同比增长88.99%;预计随着宽带中国和三网融合战略的持续深化推进,未来IPTV的渗透率仍将持续快速提升。2014~2016年,OTT TV保持增长,分别为3,040万户、4,450万户和7,250万户,年均复合增长54.43%,其中2016年同比增长62.92%,达7,250万户;另外,值得注意的是电信运营商也开始进入互联网电视市场,中国电信的悦me、中国移动的魔百合终端集采规模均超千万,提升了行业进入门槛,预计未来OTT TV市场将继续向规模化和规范化发展。我国地面数字电视一直处于缓慢发展状态。由于我国将地面数字电视定位于公共服务,不允许进行任何以盈利为目的的商业运营,每年地面数字电视用户增量为百万级别,远远低于有线数字电视发展。

总体看,我国有线电视行业经过十几年的快速发展,有线广播电视在我国已基本实现了全覆盖。有线数字电视和数字化率也逐年趋于饱和,用户结构向高清化、智能化和双向化发展,但有线数字电视用户离网问题日渐突出;收视格局出现多元化,加剧了有线电视行业全业务融合竞争。

(3) 市场需求分析

根据国内广电网络双向化改造和三网融合的要求,目前广电网络接入网的市场需求主要来自于三个方面:存量用户的双向化改造、增量用户(城镇化、新建住宅小区等)的网络建设需求以及初

⁴ ARPU, 每用户平均收入(ARPU-Average Revenue Per User)

步完成双向覆盖区域因用户扩容和宽带提升带来的持续升级改造。具体情况如下：

存量用户的双向化改造带来的需求

双向互动是未来广电网络的基本特性，用户双向全渗透是必然趋势；近年随着网络建设的不断推进，我国有线双向网络建设进度持续提速。根据中国广播电视网络有限公司和格兰研究联合发布的数据，截至2016年底，我国有线宽带家庭用户快速增长至2,576.90万户，宽带业务渗透率为10.21%，我国有线电视用户总数达25,242.80万户，其中：双向网络覆盖用户达15,127.40万户，覆盖率59.93%，未来还有40.07%的存量用户需要进行双向改造，预计未来3~5年，平均每年将完成1,700万户左右的网改建设；双向网络渗透用户数量达6,735.50万户，渗透率26.68%，相较电信等运营商而言还处于很低的水平，未来增长潜力同样巨大。

图6 2015~2016年全国有线双向网络覆盖用户、渗透用户发展情况（单位：万户）



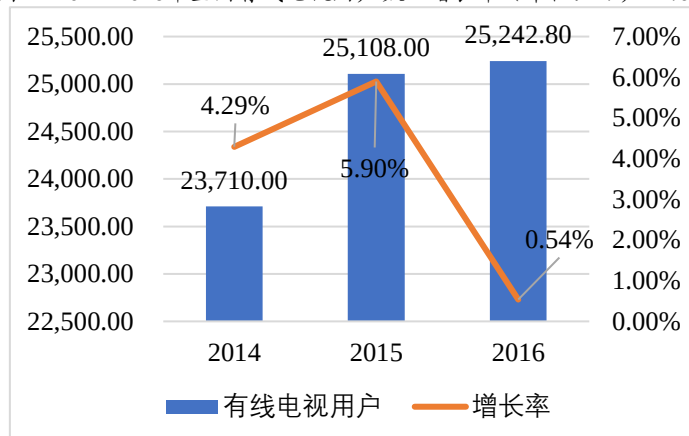
资料来源：有线电视行业发展公报

增量用户（城镇化、新建住宅小区等）的网络建设需求

截至2016年底，我国广电有线电视用户总数约2.52亿户，全国仍然有部分居民户未接入有线电视网络，有线电视网络在持续向城镇和农村延伸和发展；另一方面，截至2016年底，我国城镇化率为57.35%，与发达国家平均80%的城镇化率相比，仍有较大的发展空间。

随着中国房地产业发展 and 新型城镇化步伐的加快，新的住宅小区、新的城市和城市建成区将拉动有线电视用户数的增长。预计每年全国新增有线电视用户平均在400万户以上，该部分新增用户一般会按NGB（中国下一代广播电视网）建设要求建设双向网络。

图7 2014~2016年全国有线电视用户数及增长率（单位：万户、%）



资料来源：有线电视行业发展公报

初步完成双向覆盖区域因用户扩容和带宽提升带来的持续升级改造

目前广电网络用户带宽一般在2~4M。根据广电网络业务发展以及国家广电总局关于建设下一代广播电视网络的相关规划，其用户带宽将达到30M，甚至100M。广电网络要承载全业务，就必须给用户提供更高的带宽，用户带宽的提高将会倍增接入网的需求量。

总体看，我国有线广播电视在双向改造、三网融合以及城镇化进程加快的背景下，广电网络仍有较为平稳的市场需求和深入挖掘的市场空间。

（4）行业竞争

由于我国对有线电视信息传输行业实行经营许可认证管理，同时规定同一行政区域只能设立一个区域性有线广播电视传输覆盖网，因此我国有线电视网络运营商之间不存在直接的竞争关系，业务竞争主要来源于卫星电视、IPTV和OTT。

在我国，卫星电视主要用于偏远地区和有线电视网络尚未覆盖地区的电视信号传输及接收，定位于有线电视网络的补充和延伸，与有线电视不构成直接竞争；但相对低廉的价格满足了部分农村用户的偏好，会使部分农村有线电视用户流失。

IPTV是指由电信公司通过DSL或者光纤提供的电视服务，相比传统有线电视网络，IPTV的优势主要在于其广泛的选择性和较强的互动性：用户可以灵活地实现电子菜单、节目预约、实时快进快退、终端账号及计费管理、节目编排等多种功能；另外，基于互联网的其他内容业务也可以实现网络游戏、电子邮件、电子理财等。移动、电信、联通三大巨头各自推出“宽带电视”IPTV，丰富的内容和价格优势已严重威胁到有线电视用户群体的稳定性。

OTT是指通过公共互联网面向电视传输视频和互联网应用等服务，其特点是强调服务与物理网络的无关性，即服务提供者无需拥有自己的物理网络，直接在互联网上运营。现在的运营商，如电信采用的是IPTV模式，在传统的广电直播资源内加入互联网的内容，让用户同步体验传统电视和互联网电视两种收视方式。自2013年下半年，市场上主流的传统电视制造企业、互联网企业高密度的推出大量互联网电视。无论是广电有线运营商还是电信宽带运营商，均积极的展开与互联网电视商的合作。

随着国家三网融合政策的推进，互联网企业、硬件厂商、内容提供商等纷纷涉足以电视为终端屏幕的相关业务领域，对传统有线电视业务带来一定冲击。但是，由于技术标准、政策监管等方面的原因，短期来看对有线电视业务的影响较为有限。例如，IPTV目前还受限于技术标准不统一、产

业链不成熟以及网络宽带不足等问题；互联网电视虽然在业务形态上有很强的竞争力，但由于广电总局对内容监管要求很高，受到监管原因，发展速度受到限制。

总体看，随着三网融合政策的实施，电信运营商具有多方面显著优势，都将会对传统有线电视网络公司形成激烈竞争；IPTV、互联网电视和卫星电视目前尚不能对有线电视传输网络构成根本性威胁。未来的收视格局将会向多元化发展，有线电视行业全业务融合竞争也会进一步加剧。

（5）行业政策

2013年8月，国务院发布《国务院关于印发“宽带中国”战略及实施方案的通知》（国发[2013]31号），明确“宽带中国”战略。全面提速阶段应加快下一代广播电视网建设。

2015年8月，国务院办公厅印发《三网融合推广方案》，标志着三网融合工作进入全面推广阶段。2016年4月，广电总局印发《2016年新闻出版广播影视科技工作要点》，提出以科技创新为抓手，加快新闻出版广播影视行业发展转型升级。推动下一代广播电视网（NGB）建设。加快完善NGB-W技术体制，编制相关技术标准，推进NGB-W和有线无线卫星智能协同覆盖示范网建设。2016年5月5日，工业和信息化部正式向中国广播电视网络有限公司颁发《基础电信业务经营许可证》，批准中国广电公司和授权其控股子公司中国有线电视网络公司在全国范围内经营互联网国内数据传送业务、国内通信设施服务业务两项基础电信业务。中国广电公司在宽带服务市场具备了与三大基础电信运营商等同的业务经营权。

2016年10月，最高人民法院、最高人民检察院、公安部、国家新闻出版广电总局联合发布新广电发【2015】229号文。文件指出，“电视棒”等网络共享设备、非法互联网电视接收设备、用于收看非法电视的互联网客户端软件均为非法电视网络接受设备。OTT TV市场监管进一步从严，行业发展趋于规范化。

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出，提高产业发展能力，构建广播影视现代产业体系。加快发展数字电视网络产业；构建广播影视现代传播体系；积极参与下一代广播电视网（NGB）技术试点和示范建设。

2016年12月，中共中央宣传部、财政部、国家新闻出版广电总局向各省、自治区、直辖市党委宣传部、财政厅（局）、新闻出版广电局联合下发了《关于加快推进全国有线电视网络整合发展的意见》：要求结合市场运作和行政推动，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，实现全国一张网；同时，建成全国互联互通平台，完成双向化宽带化智能化改造，全面提高有线电视网络的文化传播和综合信息服务能力。

总体看，发展广电网络、促进“三网融合”是国家推动文化产业、信息内容产业、信息服务业和其他现代服务业等战略性新兴产业快速发展的需要，开发可管可控可信的新一代网络技术也是保障国家文化安全的重要措施。可以预见，国家政策将在未来较长时期持续鼓励和推动有线广播电视传输行业发展。

（6）行业关注

有线广播电视行业具有区域性经营限制

近年来，我国政府高度重视有线广播电视传输行业的发展，制定了一系列鼓励、扶持的政策措施。由于电视收视需求具有一定刚性特征，有线广播电视传输行业周期性很弱，亦无明显的季节性特征。根据《广播电视管理条例》第二十三条规定，同一行政区域只能建设一个区域性有线广播电视传输覆盖网，目前国家广电总局对广电网络的指导管理政策为区域单一性，这使我国有线广播电视传输行业具有较强的区域性特征，这一方面为有线电视企业提供了区域垄断的基础，但另一方面

也限制了广电企业的跨区域发展。

三网融合加速业务竞争

三网融合推广阶段，根据国务院发布的三网融合政策性文件，试点城市中符合条件的电信企业可以申请经营除时政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，取得互联网接入业务许可证的电信企业可以向互联网视听节目服务单位提供信号传输服务、传播时政类新闻视听节目服务、除广播电台电视台形态意外的公共互联网音视频节目服务、IPTV传输服务和手机电视分发服务。三网融合加速了对有线数字电视的冲击，数字电视用户增幅放缓，2016年第四季度有线电视用户数首次出现了负增长。未来，广播电视运营商与符合条件的电信运营商将在视频领域展开直接的竞争，可能会导致部分用户流失。

牌照门槛致使宽带业务受制于电信运营商

目前，虽然部分城市开展并推进了三网融合的试点工作，但有线运营商仍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，大大增加了开展宽带接入业务的成本。

（7）未来发展

盈利模式由网络使用费向服务收费推进，业务趋向多元化

随着双向化改造的推进和互动业务的推广，广电网络运营商以用户数量增长为驱动的传统盈利模式将得以改变，转向以用户ARPU值提升为驱动的新盈利模式。目前，付费频道、视频点播等传统增值服务模式已基本成熟，新兴增值业务如电视商城、电视教育和定向信息发布等也逐步为用户所接受。除了获得各种增值业务收入外，广电网络运营商还可向前端服务提供商收取信息发布、平台使用费用，业务种类和收入来源趋向多元化。

内容集成产业延伸，展开差异化竞争

三网融合下电信运营商和广电网络运营商将在网络传输业务上开展竞争，因此上游的内容产业将明显受益，内容的重要性将更加显现。单纯的渠道竞争并非广电网络运营商的强项，掌控内容才是广电网络运营商的主要优势。广电系统掌控着广播电视节目的准入和发行，拥有海量的节目内容数据，未来，包含内容集成、播出平台、广电网络的综合媒体集团将成为主流。

地方广电网络整合加剧，规模化经营为大势所趋

广电网络四级办网，各级网络机构各自为政、互不连通是阻碍有线广播电视传输行业快速发展遇到的问题。目前全国有上千家广电网络运营商，而电信系统仅有中国移动、中国电信和中国联通3家运营商。广电网络各级运营商规模小，无法与电信系统“全国一张网”的规模进行竞争。目前，广电系统正积极推进地方广电网络整合工作，随着各省域整合逐步完成，未来将出现跨省域的广电网络整合，规模化经营为大势所趋。

总体看，中国的广播电视产业乃至文化传媒行业在未来将沿着以城镇居民稳定带动、农村居民持续拉动的增长模式发展。在三网融合大趋势下，多种媒体形式、多种终端产品，在多张网络传送的过程中，进行同质化竞争已在所难免。从长期看，随着网络双向化应用的大力发展，电信运营商在三网融合中存在天然的优势，广播电视网络运营的节目产品质量、网络覆盖资源将成为三网融合竞争中的优势。网络双向化、跨平台、跨运营商的合作模式将成为广播电视产业乃至文化传媒行业的发展趋势。

2. 广告行业

(1) 行业概况

我国电视媒体广告公司分媒介代理、广告创意制作和综合型三种。省级、地市级媒介代理公司多属区域性公司，数量众多、规模不大、竞争激烈、生存压力越来越大；广告创意制作类公司专业度高、竞争压力小、盈利能力较强、但很难形成规模效益；媒体控制型公司因拥有长期经营的媒体资源，如：未来广告公司作为央视下属广告公司，经营稳定、盈利能力强；综合型公司兼营媒介代理和创意制作，能整合电视媒体广告资源、为客户提供从市场调研、品牌定位、品牌管理、创意制作到媒介策略、媒介购买、媒介执行、策略评估等广告全案服务，大多是国际 4A⁵公司及中国 4A 公司，这些公司广告资源整合力强、规模化、专业化程度高、竞争力强。

2014~2016 年，我国广告行业营业额增长率分别为 11.67%、6.56%和 8.63%，2016 年达 6,489.13 亿元，呈现持续增长态势；2016 年广告行业新增经营单位 87.51 万户，全国广告业从业人员达 390.04 万人。从 2015 年开始，我国互联网广告的销售额超过了电视广告，成为了最大的广告载体，移动广告成为拉动广告增长的新动力。我国广告业持续、快速、健康发展，对促进中国经济、文化发展，乃至世界广告传播业的发展产生了积极影响，已是世界第二大广告市场。

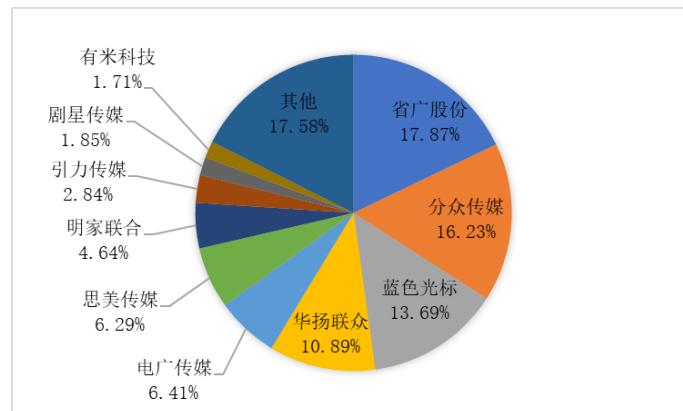
总体看，我国广告行业持续增长，但营业额增幅波动下降；我国广告行业分化明细，其中媒体控制型企业竞争力强；移动互联网广告成为拉动广告增长的新动力。

(2) 竞争格局

我国广告市场的竞争格局主要体现为行业巨头占据强势地位、竞争主体多元化。市场参与者众多，但市场集中度较高。广告代理行业 56 家上市公司加电广传媒共 57 家公司 2016 年的广告业务收入总和⁶占比情况如图所示。占比最大的广东省广告集团股份有限公司独占总额的 17.87%、排名前五的企业共占到总额的 65.09%。

总体看，广告行业参与者较多，但头部较为集中。

图 8 2016 年度广告代理行业主要上市公司收入占比情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

(3) 行业政策

2016 年 7 月，国家工商行政管理总局发布《互联网广告管理暂行办法》，对互联网广告的概念

⁵ 4A 一词源于美国，为 The American Association of Advertising Agencies 的缩写，意为“美国广告协会”，后其符合资格、有组织的核心规则被世界各地广告业引用，形成了地区性 4A 广告公司，现指规模较大的综合性跨国广告代理公司。

⁶ 因电广传媒有线电视收入占比较大，所以其行业分类为有线电视行业。考虑到北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司和电广传媒的收入结构，二者数据采取其广告业务板块数据而非营业收入总额。

外延进行了描述,要求互联网广告应当具有可识别性,还规定了互联网广告程序化购买经营模式中,各方参与主体的义务与责任,互联网广告活动的行为规范。

2015 年新修订的广告法首次将互联网广告纳入监管体系,大量篇幅专门规定了互联网广告的行为规范及法律责任。此外,早前发布的关于加强网络信息保护的決定、网络安全法(草案)、侵权责任法、消费者权益保护法、产品质量法等法律,也从不同角度规定了互联网广告的合规问题及相关主体的法律责任。

总体看,伴随相关政策出台,互联网广告活动日趋规范,广告行业政策环境较好。

(4) 发展与关注

相对于传统广告而言,互联网广告更加灵活,展现形式也更为多样化,例如横幅广告、文本链接广告、电子邮件广告、插播式广告、定向广告等等各种形式。互联网广告对网民的影响日益加大,我国互联网在我国的普及率已达到50.3%,网民规模超过6.88亿。互联网广告出现后其市场规模不断扩大,同时,近几年大数据技术取得突破,互联网广告行业出现了广告精准投放的新兴技术,互联网广告的发展对传统广告行业产生较大冲击。

3. 区域经济环境

根据《2016 年湖南省国民经济和社会发展统计公报》,2016 年,湖南省地区生产总值 31,244.7 亿元,比上年增长 7.9%。其中,第一产业增加值 3,578.4 亿元,增长 3.3%;第二产业增加值 13,181.0 亿元,增长 6.6%;第三产业增加值 14,485.3 亿元,增长 10.5%。按常住人口计算,人均地区生产总值 45,931 元,增长 7.3%。截至 2016 年末,湖南省常住人口 6822.0 万人。其中,城镇人口 3598.6 万人,城镇化率 52.75%,比上年末提高 1.86 个百分点。

2016 年,湖南省全部工业增加值 11,177.3 亿元,比上年增长 6.6%。规模以上工业增加值增长 6.9%。在规模以上工业中,非公有制企业增加值增长 8.7%,占规模以上工业的比重为 77.0%,比上年提高 1.4 个百分点。高加工度工业和高技术制造业增加值分别增长 10.6%和 11.4%;占规模以上工业增加值的比重分别为 38.0%和 11.2%,比上年提高 0.8 个和 0.7 个百分点。省级及以上产业园区工业增加值增长 9.4%,占规模以上工业的比重为 65.7%,比上年提高 4.2 个百分点。湖南省全体居民人均可支配收入 21,115 元,比上年增长 9.3%,扣除价格因素实际增长 7.3%;人均可支配收入中位数 18,096 元,增长 8.7%。城镇居民人均可支配收入 31,284 元,增长 8.5%,扣除价格因素实际增长 6.5%;城镇居民人均可支配收入中位数 29,064 元,增长 6.8%。农村居民人均可支配收入 11,930 元,增长 8.5%,扣除价格因素实际增长 6.5%;农村居民人均可支配收入中位数 11,041 元,增长 10.1%。

2016 年,湖南省电视综合人口覆盖率 98.26%,比 2015 年提高了 0.28%。全省有线用户 1267.3 万户,比 2015 年增加了 133.7 万户,增长率 11.29%;其中数字电视用户 1,091.8 万户,比 2015 年增加了 77.5 万户,增长了 7.77%。

总体看,湖南省区域发展稳定,保持持续增长态势,湖南省电视覆盖率较高,2016 年用户数量略有增长,为公司发展营造较好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是下属子公司湖南省有线电视网络(集团)股份有限公司(以下简称“湖南有线”)是湖南地区最重要的有线电视网络供应商。2012 年 7 月 2 日,中国证监会核准了公司有线网络整合方案,

形成了湖南全省“一张网”格局。目前，湖南有线下辖全省 103 个市（州）、县（区）公司，拥有有线电视用户 487.13 万户。公司采用双向机顶盒改造技术，为增值业务的开展提供了基础，同时亦是公司应对电信网等竞争的改造方案之一。公司 2016 年实现有线网络业务收入 24.73 亿元。在湖南省内有线网络业务良好发展的基础上，公司以下属子公司华丰达有线网络控股有限公司（以下简称“华丰达”）为平台，积极拓展省外有线网络业务，目前已投资天津、广州、河北、青海和新疆等地的有线网络，也是我国实现跨区域经营的少数有线网络公司之一。

公司旗下广州韵洪广告有限公司（以下简称“广州韵洪”）为公司广告代理业务运营主体，是东莞、佛山、中山及湖南等多地电视台的一级广告代理商，代理央视媒体 300 多家。公司目前拥有京港高速全线、海南东环线、广珠城际、京津城际铁路站点及广州南站、长沙南站的广告资源，资源持有期为 2012~2019 年共 8 年，公司具有优先续约权。2016 年广州韵洪实现收入 27.35 亿元。

2016 年，公司子公司深圳达晨创业投资有限公司（以下简称“达晨创投”）管理基金总规模达 200 亿元，全年有 7 家参投企业实现 IPO，有 22 家参投企业完成 IPO 预披露，累计新三板挂牌的参投企业达 68 家，创业投资经验丰富，投资规模较大。

新媒体方面，公司已形成移动广告、数字营销、网络游戏、移动媒体、智慧旅游等生态体系，业务快速发展。子公司深圳市亿科思奇广告有限公司（以下简称“亿科思奇”）与 TSA、智汇推、百度、京东等媒体资源建立了深度合作，是腾讯效果广告铂金代理商、UC 汇川年度白金合作伙伴。子公司上海久游网络科技有限公司（以下简称“久游网络”）旗下《劲舞团 1》、《敢达前线指挥官》、《SD 敢达强袭战线》等游戏获国内多个奖项。

总体看，公司是湖南地区最重要的有线电视供应商；公司在电视台广告代理和高铁广告代理方面具有一定知名度，并与国内外较多大品牌保持长期合作关系；公司创投业务经验丰富，新媒体业务发展态势良好。

2. 人员素质

截至 2017 年 11 月底，公司共有董事、监事和高级管理人员 17 人。公司核心管理团队均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长陈刚先生，1966 年出生，中共党员，毕业于湖南师范大学汉语言文学专业，本科学历。1987 年至 1995 年在株洲师范学校任教；1995 年起历任湖南经济电视台记者、编导、新闻部主任、总编室主任、副台长，湖南广播影视集团副总经理，快乐购物有限责任公司董事长、总经理，快乐购物股份有限公司党委书记、董事长，上海湘芒果文化投资有限公司董事长，马栏山文化创意投资有限公司董事长，芒果传媒有限公司党委书记、副董事长，湖南广播电视台党委委员、副台长。2017 年 9 月起任湖南广电网络控股集团有限公司党委书记、董事长。

公司总经理彭益先生，1957 年 12 月生，本科学历，中共党员，主任编辑，曾任湖南电视台记者、湖南电视台办公室副主任、湖南广播电视发展中心节目公司总经理、湖南电广传媒股份有限公司副总经理、节目分公司总经理，现任湖南电广传媒股份有限公司副董事长、总经理。

截至 2017 年 9 月底，公司员工合计 14,250 人。从文化程度构成上看，高中学历及以下占 29.67%，专科学历占 31.86%，本科学历占 33.84%，硕士学历及以上占 4.63%；从岗位构成上看，生产人员占 26.69%，销售人员占 23.50%，技术人员占 23.89%，财务人员占 3.57%，行政人员及其他占 22.35%。

总体看，公司核心管理人员具备多年的行业经验和管理经验，有利于公司的长远发展，公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

3. 政府支持

根据财政部、国家税务总局、中宣部《关于继续实施文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业若干税收政策的通知》（财税[2014]84号）规定，经营性文化事业单位转制为企业，自转制注册之日起免征企业所得税，通知执行期限为2014年1月1日至2018年12月31日。根据该文件，公司控股子公司湖南有线所属的共98家各地州市县网络公司、公司直接控股的隆回电广网络有限公司（以下简称“隆回电广”）、岳阳市君山区电广网络有限公司（以下简称“君山电广”）自2014年1月1日至2018年12月31日免征企业所得税。

根据财政部、海关总署、国家税务总局《关于继续实施支持文化企业发展若干税收政策的通知》（财税[2014]85号）规定，电影企业取得的销售电影拷贝（含数字拷贝）收入、转让电影版权（包括转让和许可使用）收入、电影发行收入以及在农村取得的电影放映收入免征增值税。公司的控股子公司电广传媒文化发展有限公司、电广传媒影业（北京）有限公司、二级子公司电广传媒电影发行（北京）有限公司自2014年1月1日至2018年12月31日免征增值税。

公司子公司广州翼锋信息科技有限公司作为高新技术企业，自2015年至2017年减按15%的税率征收企业所得税。子公司广州指点网络科技有限公司作为高新技术企业，自2016年至2019年减按15%的税率征收企业所得税。子公司上海久之润信息技术有限公司作为软件企业，自开始获利年度（2014年）起，享受“两免三减半”的所得税优惠。子公司久游网络作为高新技术企业，自2015年至2017年减按15%的税率征收企业所得税。子公司金极点（北京）科技有限公司（以下简称“金极点”）作为高新技术企业，自2015年至2017年减按15%的税率征收企业所得税。

政府补贴方面，2014~2016年，公司计入营业外收入的政府补助分别为0.21亿元、0.23亿元和0.42亿元，主要来自于农村有线电视发展补助、文化产业补贴、金融投资资金补贴等。

总体看，在国家推进发展广电网络、促进“三网融合”，推动文化产业、信息内容产业、信息服务业和其他现代服务业等战略性新兴产业快速发展的背景下，国家政策持续鼓励和推动有线广播电视传输行业发展。公司在税收优惠和补贴上得到了政府较大力度的扶持。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

公司设股东大会，负责决定公司经营方针和投资计划、审批公司年度预算方案和决算方案，决定公司合并和变更公司决议等。

公司设董事会，董事会由9名董事构成，其中独立董事4人；设董事长1名，副董事长1名；董事由股东大会选举或更换，任期3年，可连选连任。

公司设立监事会，由3名监事组成，其中职工监事1名，设1名监事会主席，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会每6个月至少召开一次。

公司设总经理1名，副经理6名，财务总监1名，董事会秘书1名，均由董事会聘任和解聘。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况较好。

2. 管理体制

截至 2017 年 9 月底，公司总部下设投资管理部、经营管理部、财务部、资金管理部、审计监察部、战略投资部等 11 个部门。公司根据《公司法》等相关法律、法规的规定，制定了内部控制制度。

子公司管理方面，公司制定了《委派财务总监管理制度》。公司对直接投资的子公司或认为有必要设立财务总监的企业单位实行财务总监委派制，对子公司的管理进行整体把控。委派财务总监薪酬由公司决定，接受公司考核。公司对子公司董事、监事、高级管理人员、核心技术人员和业务骨干进行股权激励，与公司共担经营风险、共享经营收益。

财务管理制度方面，公司制定了《财务管理制度》，对公司及子公司财务部门的设立、对公司资金筹集方式的选择、资产的新增或更新改造报废清理程序、费用审批流程等做出了规定。

融资和担保管理方面，公司制定了《融资和担保管理办法》。公司总部统一制定融资政策，统一调配担保资源。公司融资实行计划管理，作为公司经营计划和预算的重要部分。公司总部担保对象仅限全资子公司和控股子公司。公司财务和资金管理部门对子公司的融资和担保进行定期和不定期的检查。

投资管理方面，公司制定了《投资管理制度》，对投资管理活动的机构和职责、投资规划制定、投资论证和决策、项目实施、投资风险控制和项目投后评价与考核做出规定。公司和子公司依照相关制度设立了投资决策委员会，由管理层、相关部门负责人和行业专家组成。投资决策委员会负责制定公司长期投资规划、编制年度投资计划，对子公司投资计划执行情况进行监督。公司针对不同业务类型分别制定了《创投决策管理办法》、《影视投资决策管理办法》、《广告投资决策管理办法》、《艺术品投资管理办法》等具体的投资管理办法。

风险控制方面，公司制定了《风险管理制度》，对风险管理职责分工、风险识别、风险分析和评估、风险应对、风险管理的监督等方面做出了规定。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要业务板块为有线电视网络传输服务和广告制作代理业务，两者合计占主营业务收入比重达 85%以上，另外，公司其他主营业务还包括旅游业、投资管理、影视节目制作发行、艺术品、房地产和移动新媒体业务。公司主营业务收入占营业收入 99%以上，主营业务突出。

2014~2016 年，公司主营业务收入分别为 54.65 亿元、59.70 亿元和 74.65 亿元，年均复合增长 16.87%，主要系公司业务规模扩大，有线电视网络传输服务和广告制作代理业务等主要业务板块收入实现稳步增长导致；净利润分别为 3.87 亿元、4.73 亿元和 4.77 亿元，公司净利润持续增长，其中 2016 年增幅较小主要系期间费用侵蚀利润以及所得税增幅较大所致。

从收入构成来看，网络传输服务和广告制作代理是公司主要收入来源。2014~2016 年，网络传输服务收入分别为 23.86 亿元、24.26 亿元和 24.89 亿元，占主营业务的比例分别为 43.67%、40.63% 和 33.34%，收入基本保持稳定，但广告制作代理板块业务收入快速增长，公司网络传输服务收入占比逐年下降；广告制作代理收入分别为 25.03 亿元、28.12 亿元和 38.94 亿元，随着业务量增长以及新增新媒体广告业务，收入相应增长，成为公司近年来主营业务收入主要增长点，收入占比分别为 45.80%、47.11% 和 52.16%，收入占比逐年提高。公司其他业务板块收入占比相对较小，对整体收入情况影响

不大；旅游业板块主要经营长沙世界之窗主题公园和圣爵菲斯大酒店；投资管理收入来源于下属创投公司收入；影视节目制作、艺术品单笔成交金额较大，交易并不频繁，受当年市场形势和交易量影响，对应板块收入波动性相对较大；公司唯一房地产项目“圣爵菲斯”项目销售已基本完成，当前仅有部分住宅、商铺、车库待销售，房地产相关收入逐年减少；2015年开始，公司开始布局互联网新媒体，积极推进传统媒体与新媒体业务的融合发展，公司通过增资与受让股权相结合的方式，投资收购多家新媒体公司，新增移动移动新媒体板块收入，2015~2016年相关板块收入分别为1.70亿元和3.95亿元。

从毛利率来看，2014~2016年，公司网络传输服务业务毛利率较为稳定，分别为45.11%、45.40%和43.35%，该业务较为成熟，产品实行政府定价，但固定成本支出部分占比高，用户数量的波动对该业务毛利率影响较大；广告制作代理板块毛利略有增长，近三年分别为8.06%、8.33%和8.61%，但整体仍处于较低水平；旅游板块由于不存在大规模投入，同时运营成本较低，毛利率保持在85%以上；投资管理收入主要成本为人力成本，毛利率为100%；影视节目制作和艺术品受当年出品影视作品卖座情况和艺术品销售情况影响，毛利率波动较大，2016年影视节目制作发行业务毛利率为3.94%，较上年下降8.74个百分点，2016年以来，电影电视剧行业制作成本剧增，而公司项目成功率偏低，电影上座率、电视收视率与观众口碑倒挂现象格外明显，受此影响，公司制作的部分影视剧发行受阻，导致收益下降；房地产剩余尾盘处理阶段，2016年毛利率略有上升系房价上涨所致；2015~2016年移动新媒体板块毛利率分别为48.45%和46.09%，属于较高水平。整体看来，2014~2016年，公司主要业务板块毛利率有所下降，主要系毛利率较低的广告制作代理业务占比上升所致，公司主营业务毛利率分别为32.17%、31.02%和27.22%。

表2 2014~2016年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

板块	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
网络传输服务	238,625.17	43.67	45.11	242,582.93	40.63	45.40	248,904.63	33.34	43.35
广告制作代理	250,294.55	45.80	8.06	281,249.87	47.11	8.33	389,372.84	52.16	8.61
旅游业	27,798.38	5.09	88.77	29,804.07	4.99	87.80	30,577.68	4.10	89.30
投资管理收入	12,454.98	2.28	100.00	14,228.36	2.38	100.00	14,468.99	1.94	100.00
影视节目制作发行	5,235.88	0.96	17.97	10,033.09	1.68	12.68	22,556.75	3.02	3.94
艺术品	11,992.04	2.19	82.51	2,100.00	0.35	82.21	1,110.00	0.15	78.77
房地产	72.51	0.01	43.45	37.77	0.01	42.98	33.44	0.00	50.66
移动新媒体业务	--	--	--	16,961.00	2.84	48.45	39,452.40	5.29	46.09
合计	546,473.52	100.00	32.17	596,997.08	100.00	31.02	746,476.72	100.00	27.22

资料来源：审计报告，联合评级整理。

2017年1~9月，公司营业收入58.63亿元，同比增长12.42%，主要系新媒体广告业务收入增长所致，其中网络传输服务、广告制作代理和移动新媒体业务收入占比分别为24.15%、61.81%和5.34%。公司网络传输服务收入14.16亿元，同比下降18.21%，主要系在三网融合，公司面对中国移动、中国联通和中国电信等运营商，外部竞争激烈，公司作为省级区域网络提供商，在产品价格等方面都处于弱势，导致有线用户流失所致；板块毛利率33.68%，较2016年全年水平下降9.67个百分点，主要系外部环境竞争加剧，用户数量下降导致平均成本升高以及公司促销所致。广告制作代理收入36.24亿元，同比增长32.60%，主要系移动互联网广告业务大幅增长所致；板块毛利率为6.61%，较2016年全年下降2.00个百分点。移动新媒体业务收入3.13亿元，较上年同期增长21.84%，主要系久之润旗下劲舞团手游以及敢达手游上线运营所致；板块毛利率为58.10%，毛利率较2016年全年水平上升

12.01个百分点。投资管理收入1.49亿元，占2.55%。影视节目制作发行收入1.18亿元，占2.01%，毛利率为-16.45%，毛利率大幅下降并转为成本倒挂。2017年1~9月，公司整体毛利率下降至21.29%。

总体看，公司收入主要来源于网络传输服务和广告制作代理业务。近三年，网络传输服务业务规模基本稳定，毛利率水平较高，对公司毛利润贡献较大，进入2017年，外部竞争激烈导致网络传输服务业务收入规模和毛利率均有所下降。广告制作代理业务增长速度较快，尤其是公司收购亿科思奇后广告制作代理板块新增互联网广告业务，带动公司整体收入水平增长，但板块毛利率较低。整体看，近年来公司整体收入水平持续增长，但毛利率水平持续下降。

2. 有线电视网络传输

有线电视网络传输业务为公司战略发展的核心业务，相关业务由子公司湖南有线和华丰达承担，湖南有线主要从事湖南省内有线电视节目的传输及增值业务服务，华丰达则作为公司拓展省外市场的运营平台。

业务运营

公司是湖南省有线网络资源整合主体。2012年7月2日，中国证监会核准了公司的整合方案，目前公司已完成湖南省内县级以上有线电视网资源的整合，实现了全省“一张网”的战略布局。

有线网络建设方面，经过多年建设经营，公司干线网络建设已建成联接湖南省所有市州、县的一、二级干线网络近7,200多公里。一级干线网于2000年完成建设并开通传输信号；全网建有14个市（州）基站和24个县级基站（中继站）。二级干线网于2004年4月完成建设，绝大部分采用管道敷设方式，并辅之以直埋和架空方式，连通湖南省所有92个县（区），已开通传输信号并投入试运行。

盈利模式方面，公司湖南省内有线电视网络传输分为基本业务、增值业务两个业务板块。基本业务经营模式：收转和传送基本电视节目并收取收视维护费和线路设施安装费等，基本业务由政府定价，近三年平均价格为24.00元/月；增值业务经营模式：收转和传送可供用户自主选择的个性化和互动的电视节目，包括高清频道、视频点播、互动游戏等，公司收取相关服务费用，收费标准由公司自行制定并报价格主管部门备案后执行，付费频道业务为增值业务的当前主要形式，平均价格为20.00元/月（每个节目包），增值业务上公司采用双向机顶盒改造技术，为增值业务的开展提供了基础；另外公司还有部分宽带用户，相关业务经营模式为：公司提供互联网接入、集团专网业务等服务，并收取服务费用，收费标准由公司自行确定，个人宽带平均价格为600.00元/年，由于市场上互联网接入仍主要由电信、联通等公司把控，公司相关业务收入较低。

由于有线电视网络受众广泛，具有宣传教育职能，价格制定受到一定的行政监管。同时，由于有线电视行业进入壁垒很高，区域专营优势明显，公司有线网络传输服务收入来源具有一定抗周期性，但随着“三网融合”推进，来自运营商的外部竞争日趋激烈，公司有限网络传输用户数量有所下降，公司网络传输业务规模有所下降，公司基本收视费下降明显。从业务构成上看，2016年基本收视费收入13.81亿元，增值服务费收入5.30亿元，其他业务收入5.93亿元，基本收视费仍为公司主要收入来源。2017年1~9月，公司实现基本收视费7.36亿元，增值服务费3.04亿元，其他业务收入3.52亿元。2017年1~9月，湖南有线净利润为-0.93亿元。

表3 公司有线电视网络传输收入构成情况（单位：亿元）

项目	2014年	2015年	2016年	2017年1~9月
基本收视费	14.20	14.02	13.81	7.36
增值服务费	3.83	4.39	4.99	3.04
其他	5.68	5.69	5.93	3.52

资料来源：公司提供，联合评级整理。

用户规模方面，外部竞争激烈，公司客户有线电视用户数量和宽带用户数量均呈现波动下降态势。有线电视用户数量 2016 年开始呈下降态势，截至 2017 年 9 月底，公司湖南省内有线电视用户 487.13 万人；2014~2016 年宽带用户数量持续增长，进入 2017 年，来自电信运营商的外部竞争加剧，宽带部分客户流失，截至 2017 年 9 月底，宽带用户数量为 84.11 万人，较年初下降 23.45%；截至 2017 年 9 月底，双向互动点播业务用户为 48.53 万人（统计口径不同，数据不可对比）。单户收入贡献方面，2014~2016 年，省内有线电视用户 ARPU 分别为 337.49 元、335.36 元和 232.34 元，有线电视用户数量波动中有所下降，主要系面对三网融合趋势及网络媒体分流，湖南有线为争取客户资源，加大优惠力度，推出两年包、三年包等优惠活动，有线电视 ARPU 逐年下降，2017 年前三季度有线电视用户 ARPU 相对较小，一方面系数据期限长度不同所致，另一方面外部竞争加剧，公司进行促销销售所致。由于湖南有线多在年底举行大型促销活动，故四季度用户收入规模较大，但预计全年水平仍将小于上年同期；宽带业务方面，2014~2016 年用户呈现波动增长趋势，宽带业务由于本身费用较高，对应宽带用户 ARPU 相对较高，2015 年宽带业务 ARPU 开始下降主要系来自电信运营商的外部竞争激烈导致公司降价所致；双向接入用户收入主要来源于增值服务，对应 ARPU 较低，但随着近年来增值服务需求增长，2015 年双向接入用户 ARPU 迅速增长，为 12.49 元；2016 年后，双向业务由原来统计双向接入改为统计开通双向互动点播业务，不再统计双向计入用户数，因口径不同，无法做对比。

表 4 湖南省内有线电视用户情况（单位：万户、元）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 9 月底	
	户数	ARPU	户数	ARPU	户数	ARPU	户数	ARPU
有线电视业务	538.09	337.49	543.38	335.36	527.78	232.34	487.13	147.27
宽带业务	68.10	372.09	91.83	287.33	109.88	282.46	84.11	247.18
无线数字业务	26.29	122.28	31.00	135.30	44.01	103.07	--	--
双向接入业务/ 双向互动点播业务	158.74	3.90	200.73	12.49	--	--	48.53	54.38

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：2017 年后，双向业务由原来统计双向接入改为统计开通双向互动点播业务，统计口径不同，数据不可对比；2016 年相关数据未统计。2017 年后公司不再统计无线数字用户。

运营成本方面，湖南有线营业成本以设备折旧和人工成本为主。2016 年湖南有线主营业务成本主要包含：设备维护及保养，约占 0.49%；网络维护费，约占 1.48%；折旧费，约占 31.31%；人工成本，约占 35.13%；卫星频道加密费，约占 0.43%，节目源费，约占 1.66%；宽带出口及分成约占 3.68%。2014~2016 年，湖南有线平均用户成本分别为 243.40 元、243.73 元和 310.71 元⁷，2016 年平均成本上升，主要系用户数量下滑，但固定成本支出部分未发生变化所致。

为支持网络建设，公司存在一定硬件设备采购需求，硬件采购以机顶盒和通信设备为主，2016 年前五名设备供应商集中度为 35.42%，整体集中度较高。具体情况如下表所示。

表 5 公司 2016 年有线电视设备采购供应商前五名情况（单位：万元、%）

供应商名称	采购内容	采购额	占比
A 供应商	机顶盒	1,811.16	12.25
B 供应商	通信设备	1,149.10	7.89

⁷ 因有线电视业务、宽带业务和其他业务等存在用户重合，所以平均用户成本计算值大于各板块的 ARPU。

C 供应商	通信设备	1,062.00	7.29
D 供应商	数字电视设备	582.25	4.00
E 供应商	数字电视设备	581.77	3.99
合计	--	5,186.28	35.42

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司有线电视网络传输服务在湖南省内具有资质优势，但受到三网融合趋势及网络媒体分流的影响，有线电视用户波动中有所下降，相关收入、ARPU 有所下降，平均用户成本上升。公司有线电视业务用户数呈下降趋势，未来相关业务利润空间将进一步压缩，增值业务或将成为公司主要利润增长点。

网络拓展

公司以华丰达为平台，以资本运作为手段，积极拓展省外网络整合并购。2014 年公司投资 4.95 亿元收购了广州珠江数码集团有限公司 22.50% 的股份，成为其第二大股东，扩展了广州地区 35.26 万户有线电视用户。2015 年，公司通过拍卖方式获得大连天途有线电视网络股份有限公司 3.5% 的股权；投资 2.02 亿元受让新疆广电网络股份有限公司 10% 的股份（增持至 20%）。目前公司已布局山东、天津、广州等地区，截至 2017 年 9 月底，公司按股权比例分摊后湖南省外有线电视用户总共 134.56 万户，较年初略有下降。从人均收入贡献来看，受区域经济发展情况影响，广州地区相对 ARPU 最高，大连地区 ARPU 相对较低。2014~2016 年，新疆和广州地区 ARPU 呈波动增长态势，青海、天津、保定和大连地区呈下降态势；2017 年 1~9 月，省外地区 ARPU 有所上升，具体情况如下表所示。公司省外投资 ARPU 高于省内，系省外被投资主体数据统计为业务整体收入与有线电视用户数量的比值，包含网络传输以外的其他业务，与湖南省内统计口径不同所致。

表 6 公司省外有线电视用户分布情况（单位：万户、元）

地区分布	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	户数	ARPU	户数	ARPU	户数	ARPU	户数	ARPU
新疆地区	14.48	486.41	31.37	478.87	27.51	514.44	26.58	527.76
青海地区	2.66	403.02	3.54	322.91	3.74	318.60	2.87	330.84
天津地区	36.69	389.14	47.03	321.39	48.09	329.04	47.38	350.64
保定地区	13.79	429.58	18.29	356.34	17.31	353.88	16.17	355.32
广州地区	35.26	473.02	31.88	526.26	35.20	485.52	36.02	528.00
大连地区	--	--	5.60	313.11	5.60	284.52	5.54	303.24
合计	102.88	--	137.71	--	137.45	--	134.56	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：公司省外有线电视用户数为按股权比例分摊后数据，未分摊前公司 2017 年 9 月末省外有线电视用户数为 897 万户。

华丰达对省外有线网络公司投资属于战略投资与财务投资并举，其投资退出渠道包括：一是进入资本市场，如新疆广电网络股份有限公司正准备 IPO，广州珠江数码集团有限公司准备上新三板；其次是参与全国网络整合，未来借道国家有线网络公司进入资本市场；第三，可以通过股权转让退出。

除省外资源拓展，业务形式上公司也有进一步拓展。公司稳步推进下一代广播电视网和双向改造建设，2015 年，公司与阿里巴巴旗下的浙江天猫以及印纪传媒开展战略合作，推出智能机顶盒“家盒”，并于同年启动了 IDC 大数据中心项目建设。伴随公司智能机顶盒的推广和 IDC 大数据中心项目逐步完工并投入使用，公司有线网络业务的软硬件设施及业务形态将进一步完善。另外，公司借

助传统媒体和新媒体发展的契机，并依托于有线电视用户资源优势积极布局新媒体业务，采用增资与受让股权相结合的方式投资大数据、互联网等新媒体相关领域，相关业务未来有望与传统有线电视业务产生协同作用，进一步丰富公司网络服务业务形式，相关内容见移动新媒体业务板块详细描述。

总体看，通过资本操作，公司布局省外有线电视网络，同时通过互联网、大数据等方面的布局及相应协同效应，未来公司业务形式将有所丰富。

3. 广告制作代理

公司广告代理包括传统电视台广告代理业务、高铁户外广告媒体营运以及新媒体广告业务三个板块。公司电视台广告制作代理业务主要由子公司广州韵洪承担经营，高铁广告业务主要由韵洪嘉泽广告公司承担经营，2014 年公司投资 1.67 亿元收购广州翼锋信息科技有限公司（以下简称“广州翼锋”）51%的股权；2015 年，公司以 2.05 亿元受让亿科思奇 56.16%的股权，同时向其增资 0.35 亿元，共取得亿科思奇 60%股权，公司布局移动互联网新媒体广告业务。2009、2010 年，公司独家代理湖南广播电视台所属各媒体，由于相应媒体在全国具有优势地位，相关年份公司广告策划代理业务产生的营业收入较高。为配合湖南广电体制改革的需要，自 2011 年 1 月 1 日起，公司不再独家代理湖南广播电视台所属各媒体的广告业务，但湖南广电仍为公司重要媒体渠道。广州翼锋是中国规模最大的移动广告公司之一，业务包括移动广告、移动游戏联运业务和移动应用线下推广，2015 年正式进军海外市场，目前已覆盖拉美、俄罗斯、东南亚、日韩及东欧等地。亿科思奇专注于移动互联网效果广告，是致力于为广告主提供精准投放、效果营销、优化服务的移动营销企业，目前已与一二线互联网媒体进行深度合作，是腾讯效果广告金牌代理商，也是百度区域核心代理商，服务的客户群已涉及电商类、APP 类、金融类、游戏类、品牌类、O2O 类。

业务模式方面，电视、电台广告代理业务又分为直接客户代理和媒介购买及分销两类。客户代理可以进一步区分两种情况，一是公司利用媒体资源和专业服务，为客户直接代理在媒体的广告投放；二是公司作为某媒体、某区域（项目、时段、客户）业务的全权代理，获取一定代理费。另一种媒介购买与分销则是一次性购买媒体一定量广告时段，然后再分销给下线广告公司及直接客户。该模式下收费方式为公司依据不同媒体的广告时段、版面、栏目等、合理评估其资源价格，按不同的折扣比例将买断的媒介资源销售给广告客户或代理商。高铁户外广告代理方面，收费方式为：依据不同站点、不同媒介资源的媒体广告时段、版面等，合理评估其资源价格，按不同的折扣比例销售给广告客户或代理商。

电视台广告代理为公司主要广告代理方式，2014~2016 年电视台广告代理收入波动增长，2016 年为 26.13 亿元。同期，高铁户外广告代理收入持续增长，2016 年为 1.21 亿元。电视台广告代理中，收入主要来源于媒介购买与分销，直接客户广告代理收入仅占 7.5%，代理服务费率平均为 5%。2015 年，公司新增移动互联网广告业务，成为公司广告版块的重要组成部分，2016 年增幅较大主要系 2015 年并表时间较短所致。2017 年 1~9 月，公司电视台、高铁户外和移动互联网广告业务分别完成 2016 年全年的 71.49%、137.19%和 137.07%，高铁户外广告和移动互联网广告大幅增长。

表 7 公司广告代理收入分布情况（单位：亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~9 月
电视台	24.36	23.76	26.13	18.68
高铁户外	0.67	0.81	1.21	1.66
移动互联网广告业务	--	3.55	11.60	15.90

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司广告客户主要包括两类，4A 广告公司和国内本土广告公司，以及直接广告投放需求客户。现阶段，公司主要客户仍为各大广告公司，恒美、群邑、李奥贝纳等广告公司均为公司重要合作客户。代理品牌方面，公司先后代理了三九药业、康美药业、雅诗兰黛、联合利华、强生及北汽集团等众多品牌。2016 年，公司广告投放前五名客户广告投放量合计 15.55 亿元，占全年总投放量的 20.78%，较 2015 年大幅下降 48.59 个百分点，主要系移动互联网广告业务增长，其客户较为分散所致，公司广告业务整体客户集中度尚可。具体情况如下表所示。

表 8 公司 2016 年广告投放量前五名客户情况（单位：亿元、%）

客户名称	投放金额	占比
客户一	6.31	8.43
客户二	4.18	5.58
客户三	2.03	2.72
客户四	1.71	2.28
客户五	1.33	1.77
合计	15.55	20.78

资料来源：公司提供，联合评级整理。

媒体渠道方面，广州韵洪是广东东莞、佛山、中山电视台及广州地面频道等电视台指定的广告一级代理商，同时与全国各省级电视媒体如湖南、湖北、北京、上海、天津、深圳、辽宁、河南等均有较广泛的业务联系。公司广告业务与湖南电视台具有长期合作关系，2016 年，公司媒体渠道前五名合计渠道成本 16.66 亿元，占总渠道成本的 66.14%，其中第一为占 44.36%，公司媒体渠道对主要渠道商有较强依赖性。

表 9 公司 2016 年广告媒体渠道前五名情况（单位：亿元、%）

客户名称	渠道成本	占比
A 供应商	11.17	44.36
B 供应商	2.29	9.09
C 供应商	1.52	6.05
D 供应商	1.10	4.37
E 供应商	0.57	2.27
合计	16.66	66.14

资料来源：公司提供，联合评级整理。

结算方面，公司广告业务上游主要是电视台等媒体，一般需要公司在广告播出前按月预付款，或者一次性买断，按季度分期支付；下游是广告客户或代理公司，根据不同的媒体代理条件和客户信用状况，采取播前收款、或播出后 30 天、60 天、90 天等不同账期收款。公司广告业务存在一定资金占用。

高铁户外广告媒体方面，广州韵洪目前拥有京港高速全线、海南东环线、广珠城际、京津城际铁路站点及广州南站、长沙南站的广告资源，资源持有期为 2012~2019 年。2016 年，公司高铁广告业务通过加快自有平台建设，搭建了 LCD、LED 数字视频联播平台，全年签约业务合同总量约为 1.20 亿元，2017 年 1~9 月签约业务合同总量约为 1.66 亿元，大幅增长主要系公司完成多地改屏计划，推动业务快速增长所致。

移动互联网广告方面，亿科思奇与腾讯广点通、微信、今日头条、UC 浏览器等媒体资源建立了

深度合作，是腾讯最高级别铂金服务商，今日头条头部服务商；在客户拓展层面，现有合作客户包括苏宁易购、陌陌、饿了么、腾讯、今日头条、百度、汽车之家、瓜子二手车、360 等知名公司。

总体看，公司电视台广告代理业务波动中有所增长，高铁户外广告媒体营运有较快增长，公司 2015 年布局移动互联网广告领域，该业务收入持续增长，但该行业竞争较为激烈，未来存在一定不确定性；公司广告板块整体利润率不高；客户资源和媒体渠道较为优质，但主要媒体渠道集中度较高。公司广告业务存在一定资金占用。

4. 移动新媒体

2014 年公司投资 1.67 亿元收购广州翼锋 51%的股权。2015 年，公司加大互联网新媒体业务的布局力度，推进传统媒体与新媒体业务的融合发展，投资 1.23 亿元收购江苏物泰信息科技有限公司（以下简称“江苏物泰”）45%股权。以 2.05 亿元受让亿科思奇 56.16%的股权，同时向其增资 0.35 亿元，共取得亿科思奇 60%股权，布局移动互联网新媒体广告业务⁸。通过增资与受让股权相结合的方式，投资收购深圳市九指天下科技有限公司（以下简称“九指天下”）51%股权、金极点（北京）科技有限公司（以下简称“金极点”）51%股权和久之润 70%股权，初步构建了涵盖“应用分发、效果营销、移动媒体、品牌广告、网络游戏”的移动新媒体生态。

九指天下是一家移动互联网行业媒体运营平台类企业，打造了“九指市场”、“牙牙关注”、“移动广告平台”三大移动互联网平台产品，平台累计用户数超过 8 千万，月活跃用户数近 3 千万。2016 年 8 月，因少数股东增资，公司持有九指天下股权稀释至 46.92%，公司报表已经不再合并九指天下。

金极点是国内第一家推出手机音频客户端应用、专注于移动互联网音频领域的高新技术企业，其 2015 年发挥在移动音频方面的优势，平台用户总数实现了 20%以上的增长。截至 2017 年 9 月底，金极点总资产 0.91 亿元，净资产 0.79 亿元，2016 年营业收入 0.23 亿元，净利润 0.03 亿元。

久之润下属久游网是中国第一代互联网游戏运营商，也是目前中国领先的网络游戏运营商之一，拥有丰富的游戏运营经验和渠道资源。截至 2017 年 9 月底，久之润总资产 4.13 亿元，净资产 3.33 亿元，2016 年营业收入 3.40 亿元，净利润 0.69 亿元。

公司收购广州翼锋产生商誉 1.32 亿元，其原股东承诺广州翼锋 2015~2017 年扣除经常性损益后的年均净利润不低于 4 千万元，其 2015~2016 年实际净利润分别为-371.11 万元和-2,120.81 万元，业绩承诺完成度差。公司收购亿科思奇产生商誉 1.92 亿元，其创始人（核心管理团队）承诺亿科思奇 2015~2017 年扣除非经常性损益后的净利润不低于人民币 3,800 万元，4,800 万元，5,500 万元。2015~2016 年，亿科思奇实际利润分别为 1,760.92 万元和 5,183.97 万元。公司收购九指天下产生商誉 2.13 亿元，其原股东承诺九指天下 2015~2016 年扣除非经常性损益后的营业收入分别不低于人民币 1 亿元、1.5 亿元；2015~2018 年扣除非经常性损益后的年净利润分别不低于人民币 550 万元、750 万元、8,500 万元、12,000 万元。2015~2016 年，九指天下实际营业收入分别为 1,294.97 万元和 263.26 万元；净利润分别为-1,905.77 万元和-4,882.49 万元。公司收购金极点产生商誉 0.75 亿元，其原股东承诺金极点 2015~2017 年扣除非经常性损益后的年度净利润不低于人民币 1,200 万元、2,150 万元、3,350 万元。2015~2016 年，实际净利润分别为 264.16 万元和 302.11 万元，均未完成业绩承诺。公司收购久之润产生商誉 5.18 亿元，久之润管理层和昌吉州滚泉商务服务有限公司承诺久之润 2015~2017 年净利润不低于 1.3 亿元、1.56 亿元及 1.88 亿元。2015~2016 年，久之润实际净利润分别为 4,194.69 万元和 6,932.87 万元。

⁸ 广州翼锋和亿科思奇业务划分为广告业务板块

收购业绩承诺的补偿多为对赌期过后，针对累计完成情况进行。目前，公司收购的一列互联网公司业绩承诺完成情况较差，其中部分公司净利润为负值。公司 2015 年及 2016 年分别对以上收购产生的商誉进行了测试，其中翼锋科技 2015 年及 2016 年分别计提商誉减值 1,471.66 万元和 2,479.00 万元，公司未针对其他被收购单位计提商誉减值，存在一定程度商誉减值计提不足。新媒体相关行业外部环境变化较快，技术迭代周期较短。被收购企业业绩承诺完成情况较差，公司存在商誉减值风险。

未来发展规划方面，公司将继续加快投资布局新媒体业务，逐步形成公司在全媒体领域的用户覆盖，加快构筑互联网新媒体生态系统、商业模式和体制架构，加快建立公司新旧媒体融合发展机制，促进公司业务协同发展。但由于互联网行业发展较快，同时受国家政策影响较大，未来公司下属新媒体企业是否能实现预期盈利并产生相应回报尚存在不确定性。

总体看，公司自 2015 年开始布局移动新媒体，近年来该板块公司呈现良好发展态势，部分公司现在仍处于发展阶段，利润水平不高。随着移动新媒体板块生态系统发展成熟，客户资源培育完善，公司将逐步加快建立新旧媒体融合发展机制，促进公司业务协同发展，但新媒体相关行业外部环境变化较快，技术迭代周期较短。被收购企业业绩承诺完成情况较差，公司存在商誉减值风险。

5. 其它业务

公司其他业务包括影视节目制作发行、艺术品、房地产、投资管理和旅游业板块。

影视节目制作方面，公司影视节目制作业务由电广传媒文化发展有限公司负责，业务上游主要是制作和宣发方面的单位和个人，根据合同按照影视剧作品的制作期间的不同阶段分期支付，下游主要是院线、卫视、省级地方媒体、网络媒体等，在播出或上映后一定期限内收款或是分账。截至 2017 年 9 月底，电广传媒文化发展有限公司近年来电视剧的年生产能力保持在 50 部，1,500 多集。电影业务方面，公司 2015 年参与了《滚蛋吧！肿瘤君》、《宅女侦探桂香》的投资，同时 2015 年开始与狮门影业集团以全盘多片投资的方式进行合作。2016 年，公司对原电影、电视剧业务平台进行了资源整合，形成统一经营平台，推进电影、电视剧和综艺三大板块发展。2016 年，公司参与制作的电影作品主要有《不期而遇》、《大侦探霍桑》《坑爹游戏》等；投资上映的作品有《血战钢锯岭》、《爱乐之城》等。2016 年以来，电影电视剧行业制作成本剧增，而公司项目成功率偏低、电影上座率、电视收视率与观众口碑倒挂现象格外明显，受此影响，公司制作的部分影视剧发行受阻，导致收益率下降。公司 2017 年 1~9 月影视节目制作发行发生了成本倒挂。

投资管理方面，公司 2000 年进入创业投资领域，并成立达晨创投专门开展创业投资业务，现已在国内创投市场具有领先地位。截至 2017 年 9 月底，达晨创投累计完成投资近 147.14 亿元，累计投资项目 416 个，其中 TMT 行业、节能环保行业、消费服务行业和智能制造行业分别占 22.52%、13.43%、31.13%和 17.62%。

艺术品投资方面，公司 2006 年起开始筹划并逐步运作艺术品投资业务，并以子公司北京中艺达晨艺术品投资管理有限公司（以下简称“中艺达晨”）作为操盘手和管理人。目前中艺达晨旗下管理了雅汇、雅集、雅高以及电广传媒直投等艺术品投资基金，管理基金规模超过 200 亿元人民币。对于持有的经营性艺术品，出于审慎性原则的考虑，公司仍采用成本法计算相应的价值。

旅游板块方面，公司控股子公司长沙世界之窗⁹，深圳之窗是公司深圳华侨城股份有限公司和定泰国际有限公司三方合资公司，公司持有 49%的股份，为最大股东并委派董事长，具有实际控制

⁹ 长沙世界之窗有限公司由三方合资，虽然公司只拥有其 49%的表决权资本，却是其最大股东并委派董事长，拥有实际控制权。公司已将其纳入财务报表合并范围。

权，公司将其纳入合并范围。长沙世界之窗为公司自主经营，目前经营状况良好。2016 年全年入园游客为 130 万人次，实现收入 1.64 亿元，净利润 0.46 亿元。此外，公司全资子公司湖南圣爵菲斯投资有限公司经营的圣爵菲斯大酒店，2016 年全年实现收入 1.68 亿元，入住率 81.43%。

房地产方面，公司全资子公司湖南金鹰城路业有限公司投资开发的“圣爵菲斯”房地产项目销售已基本完成，当前仅有部分住宅、商铺、车库待销售，此外公司无其他在开发商业房地产项目。未来公司将逐渐退出该项业务。

总体看，公司业务板块较为丰富，为公司利润水平作出一定贡献。2016 年，影视节目制作业务项目成功率下降对其利润率情况影响较大，2017 年该板块业务出现了成本倒挂，未来发展情况存在不确定性。

6. 经营效率

2014~2016 年，公司应收账款周转率分别为 21.54 次、14.26 次和 11.00 次，呈持续下降态势，主要系应收账款规模较大的广告业务增长较快所致；存货周转率分别为 2.25 次、2.17 次和 2.16 次，随着公司投资增长，存货增长幅度较大，导致公司存货周转率出现下降，由于公司业务包含艺术品投资，存货中艺术品占比较大，导致整体存货周转率较低；总资产周转率分别为 0.33 次、0.33 次和 0.35 次，基本保持稳定。

从同行业对比来看，2016 年，公司应收账款周转率和总资产周转率处于行业中等水平，存货周转率处于行业较低水平。

表 10 2016 年有线广播电视传输行业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券代码	简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
600037.SH	歌华有线	10.98	10.60	0.18
002238.SZ	天威视讯	31.61	45.70	0.46
601929.SH	吉视传媒	7.76	1.96	0.22
600959.SH	江苏有线	12.54	5.63	0.21
000917.SZ	电广传媒	11.96	2.18	0.35

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

总体看，受投资增长、广告业务量增长、合并范围变化等因素影响，公司应收账款周转率和存货周转率有所下降，整体经营效率仍处于行业中等水平。

7. 经营关注

外部竞争激烈，公司网络传输业务规模下降，利润空间缩小

互联网尤其是移动化互联网的发展对公司网络传输业务冲击较大，外部竞争的加剧导致公司网络传输业务规模下降，利润空间缩小。未来，随着移动互联网的深化普及，公司网络传输业务规模和利润将持续下降。

广告代理业务对主要客户和媒体渠道依赖性较高并且存在一定资金占用

公司广告代理业务主要客户基本为大型广告公司，湖南电视台则为公司重要媒体渠道，板块营业状况对两者依赖性较大。公司广告业回款较慢，存在一定资金占用。

移动新媒体业务投入较大，相关企业业绩承诺完成情况较差，公司存在商誉减值风险

公司对移动新媒体板块投入较大，但所投资部分公司仍处于培育阶段。同时，作为新兴行业，

移动新媒体公司受行业发展情况和国家政策影响较大，新媒体相关行业外部环境变化较快，被收购企业业绩承诺完成情况较差，存在一定商誉减值风险。

互联网媒体发展迅速，公司有线电视业务客户流失，ARPU下降

近年来，互联网媒体发展迅速，对有线电视业务形成分流，有线电视客户数量呈波动下降态势，公司为争取客户资源，加大优惠力度，导致有线电视业务ARPU下降。

8. 未来发展

未来，公司将大力发展互联网新媒体业务，巩固发展传统业务，推动两者的融合发展。

互联网新媒体业务方面，公司将继续实施“传媒+互联网”发展战略，加大投资力度。传统媒体方面，公司将发展高清电视、交互电视、有线宽带、集客业务等，进一步加大创新业务的推进力度，培养新的利润增长点。广告业务方面，公司在巩固现有传统媒体广告的同时，加快发展互联网新媒体广告业务；大力推进广告业务与影视内容业务的融合发展。其他业务板块方面，公司将大力发展影视节目、音像制品的制作、出版、发行业务，使公司业务结构日趋合理；加大创业投资的力度，转变创投公司运作模式，由自有投资逐步转向管理资金，通过投资利润来加快公司传媒主业的发展速度，协同发展，形成良性互动，不断提高公司的整体盈利能力和核心竞争力。

总体看，公司现阶段发展布局符合整体战略方针。未来，公司在发展壮大传媒主业的前提下，将实现不同板块之间的协同发展。如能按照计划实施，将对公司整体综合实力带来较大提升。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2014~2016 年度财务报告经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2017 年 1~9 月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则编制。

从合并范围来看，2014 年，公司新设子公司 1 家；2015 年，公司非同一控制下企业合并 6 家、新设 3 家；2016 年，公司非同一控制下企业合并 1 家、新设 9 家、由于少数股东增资子公司减少 1 家；2017 年 1~9 月，公司新设立 1 家子公司。上述子公司规模相对较小，公司财务数据仍具有可比性。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 225.17 亿元，负债合计 106.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 118.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 109.92 亿元。2016 年，公司实现营业收入 74.86 亿元，净利润（含少数股东损益）4.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.33 亿元；经营活动现金流量净额-2.95 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.38 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 231.41 亿元，负债合计 114.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 116.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 107.51 亿元。2017 年 1~9 月，公司营业收入 58.63 亿元，净利润（含少数股东损益）2.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.10 亿元；经营活动现金流量净额-3.22 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.76 亿元。

2. 资产质量

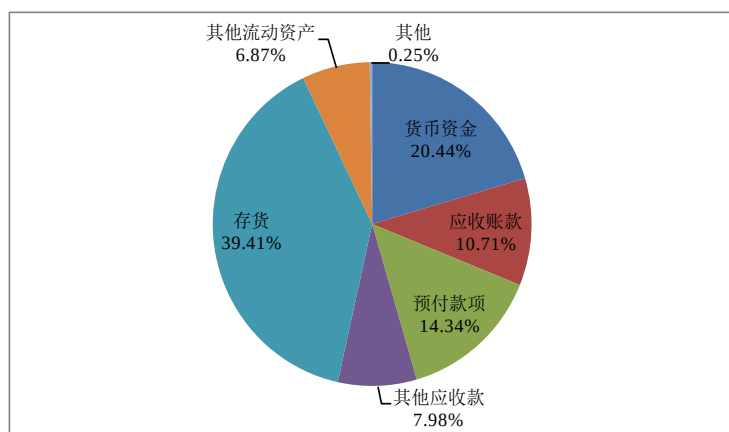
2014~2016 年，公司资产规模逐年扩大，年均复合增长 19.48%，主要系非流动资产增长所致。截至 2016 年底，公司资产总额 225.17 亿元，较年初增长 11.73%；其中，流动资产占 33.27%，非流动资

产占66.73%，以非流动资产为主。

（1）流动资产

2014~2016年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长21.58%。截至2015年底，公司流动资产67.92亿元，较年初增长34.00%，主要系其他流动资产增长所致。截至2016年底，公司流动资产74.92亿元，较年初增长10.31%，主要系存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占20.44%）、应收账款（占10.71%）、预付款项（占14.34%）、其他应收款（占7.98%）、存货（占39.41%）和其他流动资产（占6.87%）构成。

图9 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司货币资金波动减少，年均复合减少2.75%。截至2015年底，公司货币资金19.51亿元，较年初增长20.45%，主要系公司发行中期票据收到募集资金所致。截至2016年底，公司货币资金15.32亿元，较年初减少21.49%，主要系广告代理运营、网络传输服务的经营活动现金支出增加所致；其中，银行存款占86.65%，其他货币资金占13.21%，剩余为库存现金；受限资金占5.81%，主要为银行承兑汇票保证金，受限比例较低。

2014~2016年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长63.58%，主要系广告业务增长所致。截至2016年底，公司应收账款账面价值8.03亿元，较年初增长82.71%；从账龄来看，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额中，账龄1年以内的占93.54%，账龄整体较短；公司累计计提坏账准备0.65亿元，计提比例7.50%，考虑到公司整体账龄较短，计提较充分；前五大应收账款余额合计占48.08%，其中群邑（上海）广告有限公司（占22.37%）和恒美广告有限公司（占11.61%）占比较高，集中度一般。

2014~2016年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长13.27%，主要系广告业务规模增长、广告代理业务预付的广告款增长所致。截至2016年底，公司预付款项10.75亿元，较年初增长16.96%；其中，公司对湖南广播电视广告总公司的预付款项占40.89%。

2014~2016年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长22.50%。截至2015年底，公司其他应收款5.96亿元，较年初增长49.47%，主要系新增往来款较多所致。截至2016年底，公司其他应收款5.98亿元，较年初增长0.39%；公司累计计提坏账准备2.03亿元，计提比例为25.34%；公司其他应收款以非关联方往来款为主，其中规模较大的款项为北京华艺达晨雅乐投资管理中心（有限合伙）往来款2.80亿元（占34.95%，账龄3~4年）、广东东电广告有限公司往来款1.73亿元（占21.57%，账龄2~3年），集中度较高，账龄较长。往来款对公司资金形成一定占用，坏账损失规模较大。

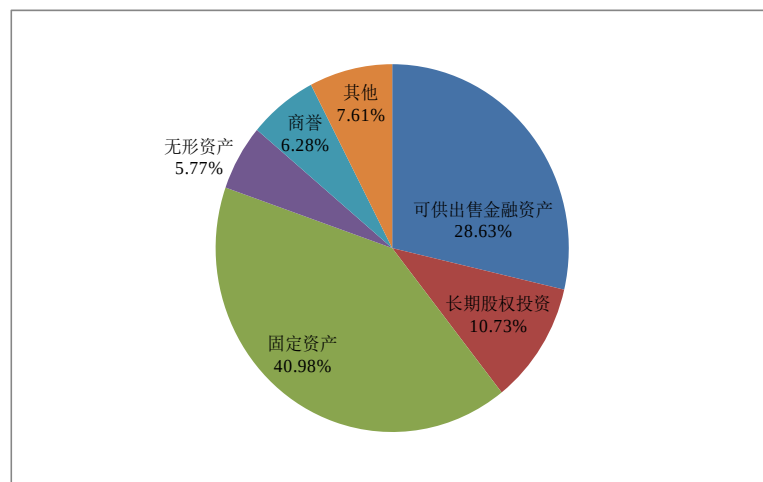
2014~2016年，公司存货逐年增长，年均复合增长31.35%。截至2015年底，公司存货20.26亿元，较年初增长18.36%，主要系公司开展艺术品投资业务、计入存货的经营性艺术品增加所致。截至2016年底，公司存货29.53亿元，较年初增长45.76%，主要系下属影业公司投资影片尚未上映、在存货核算所致；公司存货余额主要由库存商品（占36.65%）、经营性艺术品（占34.85%）、开发成本（占11.85%）、原材料（占9.19%）等构成，累计计提跌价准备0.27亿元，计提比例0.89%，主要针对影视成品计提。公司经营性艺术品主要为清朝家居古玩以及徐悲鸿、齐白石、李可染、傅抱石等名家字画，由于购入时间较早，整体成本较低，跌价风险可控。

2014~2016年，公司其他流动资产波动增长，年均复合增长60.65%。截至2015年底，公司其他流动资产8.58亿元，较年初大幅增长330.60%，主要系购买理财产品规模增长所致。截至2016年底，公司其他流动资产5.15亿元，较年初减少40.06%，主要系部分理财产品到期赎回所致；公司其他流动资产主要由理财产品（占58.22%）、未抵扣增值税进项税（占40.65%）等构成。

（2）非流动资产

2014~2016年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长18.47%。截至2015年底，公司非流动资产133.60亿元，较年初增长24.81%，主要系商誉增长所致。截至2016年底，公司非流动资产150.25亿元，较年初增长12.46%，主要系可供出售金融资产增长所致；非流动资产主要由可供出售金融资产（占28.63%）、长期股权投资（占10.73%）、固定资产（占40.98%）、无形资产（占5.77%）和商誉（占6.28%）构成。

图10 截至2016年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长33.22%。截至2015年底，公司可供出售金融资产33.88亿元，较年初增长39.79%，主要系公司投资的多喜爱、航新科技、中南传媒、华友钴业等股票增值所致。截至2016年底，公司可供出售金融资产43.01亿元，较年初增长26.95%，主要系创业投资业务规模扩大所致；可供出售金融资产余额中，按公允价值计量的占35.64%，按成本计量的占64.36%，投资规模较大的包括天津广播电视网络有限公司、湖南文化旅游投资基金企业（有限合伙）、深圳市达晨创丰股权投资企业（有限合伙）、深圳市达晨创荣互联网股权投资企业（有限合伙）、深圳市达晨创瑞股权投资企业（有限合伙）等。

2014~2016年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长47.91%。截至2015年底，公司长期股权投资11.04亿元，较年初增长49.81%，主要系对北京掌阔移动传媒科技有限公司（以下简称“掌阔

移动”）、新疆广电网络股份有限公司（以下简称“新疆广电”）追加投资所致。截至2016年底，公司长期股权投资16.13亿元，较年初增长46.02%，主要系深圳市九指天下科技有限公司（以下简称“九指天下”）不再纳入公司合并范围、计入长期股权投资所致；公司长期股权投资主要包括对九指天下、新疆广电、掌阔移动、广州珠江数码集团有限公司等有线网络、新媒体企业的投资，2016年，公司权益法核算的长期股权投资收益为0.26亿元。

2014~2016年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长2.21%，变化幅度不大。截至2016年底，公司固定资产账面价值61.57亿元，较年初增长2.33%；固定资产账面价值主要由光缆及机器设备（占77.47%）、房屋及建筑物（占14.55%）构成，累计计提折旧59.65亿元，计提减值准备0.10亿元，固定资产成新率为50.84%，成新率较低。

2014~2016年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长3.96%，变化幅度不大。截至2016年底，公司无形资产8.67亿元，较年初增长3.17%；公司无形资产主要由有线电视经营收费权（占77.31%）、游戏版权（占7.64%）、系统软件（占6.84%）等构成，累计摊销2.61亿元，计提减值准备0.01亿元；无形资产中受限资产占75.11%，受限比例较高。

2014~2016年，公司商誉波动增长，年均复合增长289.95%。截至2015年底，公司商誉11.82亿元，较年初增长1,803.03%，主要系公司溢价收购亿科思奇、九指天下、金极点等企业所致。截至2016年底，公司商誉9.44亿元，较年初减少20.14%，主要系九指天下不再纳入公司合并范围所致；公司对广州翼锋信息科技有限公司累计计提商誉减值准备0.40亿元，计提比例为4.02%。公司商誉规模较大，且大多被投资新媒体企业经营时间较短，新媒体相关行业外部环境变化较快，被收购企业未来经营存在一定不确定性，且目前数家被收购企业已出现未完成业绩承诺的情况，公司商誉存在进一步减值的风险。

截至2016年底，公司所有权或使用权受限的资产合计7.40亿元，占资产总额的3.29%，来自货币资金和无形资产，受限比例低。

截至2017年9月底，公司资产总额231.41亿元，较年初增长2.77%；其中，流动资产占34.41%，非流动资产占65.59%，资产结构变化不大。

总体看，近三年公司资产规模逐年增长，以非流动资产为主，货币资金规模尚可，广告业务的应收账款对资金占用较大，权益类投资、光缆及机器设备的规模较大，商誉规模较大且存在一定减值风险，资产受限比例低；公司整体资产质量一般。

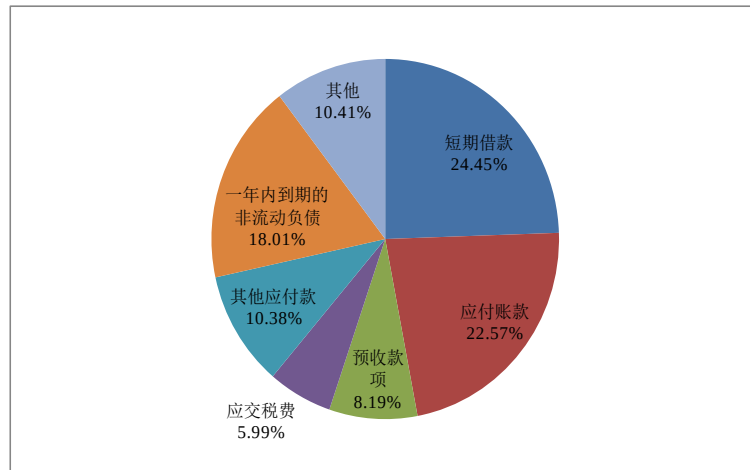
3. 负债及所有者权益

（1）负债

2014~2016年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长37.19%。截至2015年底，公司负债合计87.21亿元，较年初增长53.86%，流动负债和非流动负债均有较大增长。截至2016年底，公司负债合计106.68亿元，较年初增长22.33%，主要系非流动负债增长所致；其中，流动负债占46.85%，非流动负债占53.15%，占比相近。

2014~2016年，公司流动负债波动增长，年均复合增长15.37%。截至2015年底，公司流动负债55.38亿元，较年初增长47.50%，主要系短期借款增长所致。截至2016年底，公司流动负债49.98亿元，较年初减少9.76%，主要系短期借款减少所致；流动负债主要由短期借款（占24.45%）、应付账款（占22.57%）、预收款项（占8.19%）、应交税费（占5.99%）、其他应付款（占10.38%）和一年内到期的非流动负债（占18.01%）构成。

图 11 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016 年，公司短期借款波动减少，年均复合减少 4.86%。截至 2015 年底，公司短期借款 30.39 亿元，较年初增长 125.12%，主要系广告业务和网络投资增加、资金需求增长所致。截至 2016 年底，公司短期借款 12.22 亿元，较年初减少 59.79%，主要系公司优化债务结构、较少短期债务增加长期债务所致；其中，信用借款占 81.75%，保证借款占 18.24%，剩余为少量质押借款。

2014~2016 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 25.71%，主要系公司业务规模扩大，应付的设备款、广告款、游戏分成款等增加所致。截至 2016 年底，公司应付账款 11.28 亿元，较年初增长 35.16%。

2014~2016 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 23.67%。截至 2015 年底，公司预收款项 4.65 亿元，较年初增长 73.83%，主要系预收的广告款、网络收视费、游戏款增加所致。截至 2016 年底，公司预收款项 4.09 亿元，较年初减少 12.02%，主要系有线电视费预收款减少所致。

2014~2016 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长 36.19%，主要系应交企业所得税增加所致。截至 2016 年底，公司应交税费 2.99 亿元，较年初增长 24.34%。

2014~2016 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 8.82%。截至 2015 年底，公司其他应付款 4.52 亿元，较年初增长 3.14%，变化幅度不大。截至 2016 年底，公司其他应付款 5.19 亿元，较年初增长 14.81%，主要系往来款增长所致；其他应付款主要由往来款（占 62.37%）、未付股权收购款（占 11.71%）、押金及保证金（占 8.21%）、待支付投资分成款（占 5.09%）构成。

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 34.16%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债从年初的 5.00 亿元下降至零。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 9.00 亿元。

2014~2016 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 72.16%。截至 2015 年底，公司非流动负债 31.83 亿元，较年初增长 66.36%，主要系应付债券增长所致。截至 2016 年底，公司非流动负债 56.70 亿元，较年初增长 78.16%，主要系长期借款和应付债券增长所致；非流动负债主要由长期借款（占 48.32%）和应付债券（占 44.09%）构成。

2014~2016 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 40.06%。截至 2015 年底，公司长期借款 14.34 亿元，较年初增长 2.67%，变化不大。截至 2016 年底，公司长期借款 27.40 亿元，较年初增长 91.05%，主要系公司优化债务结构、减少短期债务增加长期债务所致；其中，保证借款占 41.23%，质押借款占 34.56%，信用借款占 24.22%。从期限结构来看，截至 2017 年 9 月底，公司长期借款 35.59

亿元，其中 1~2 年内到期的占 43.13%，2~3 年内到期的占 5.62%，3 年以上到期的占 51.25%，存在一定的集中偿付压力。

2014~2016 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 123.61%。截至 2015 年底，公司应付债券 15.00 亿元，较年初增长 200.00%，主要系公司发行“15 湘电广 MTN001”和“15 湘电广 MTN002”所致。截至 2016 年底，公司应付债券 25.00 亿元，较年初增长 66.67%，主要系发行“16 湖南电广 MTN001”和“16 湘电广 MTN002”所致；从期限结构来看，10.00 亿元应付债券将于 2018 年到期，15.00 亿元应付债券将于 2019 年到期，公司存在一定集中偿付压力。

表 11 截至 2016 年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	发行时间	债券期限	债券余额	票面利率
15 湘电广 MTN001	2015 年 1 月	3 年	3.00	4.85
15 湘电广 MTN002	2015 年 11 月	3 年	7.00	3.99
16 湖南电广 MTN001	2016 年 4 月	3 年	10.00	3.59
16 湘电广 MTN002	2016 年 11 月	3 年	5.00	3.48
合计	--	--	25.00	--

资料来源：Wind 资讯

2014~2016 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 39.10%，主要系长期债务增长所致。截至 2016 年底，公司全部债务 75.89 亿元，较年初增长 23.27%；其中，短期债务占 30.95%，长期债务占 69.05%，以长期债务为主。2014~2016 年，公司资产负债率分别为 35.93%、43.27%和 47.38%，全部债务资本化比率分别为 27.96%、35.00%和 39.04%，长期债务资本化比率分别为 15.80%、20.42%和 30.66%，均逐年上升，但债务负担仍处于合理水平。

截至 2017 年 9 月底，公司负债合计 114.45 亿元，较年初增长 7.29%，主要系短期借款及长期借款增长所致；其中，流动负债占 44.41%，非流动负债占 55.59%，负债结构较年初变化不大。截至 2017 年 9 月底，公司全部债务 88.48 亿元，较年初增长 16.59%；其中，短期债务占 31.52%，长期债务占 68.48%，仍以长期债务为主。截至 2017 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.46%、43.07%和 34.13%，较年初分别上升了 2.08 个百分点、4.03 个百分点和 3.46 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

总体看，近三年公司负债规模逐年增长，流动负债与非流动负债占比相近；债务规模逐年增长，但债务负担仍处于合理水平，债务结构以长期债务为主，但存在一定的集中偿付压力。

（2）所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 8.28%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 114.32 亿元，较年初增长 13.12%，主要系其他综合收益增长所致。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 118.49 亿元，较年初增长 3.65%，变化幅度不大；其中，归属于母公司所有者权益占 92.77%，少数股东权益占 7.23%。截至 2016 年底，归属于母公司所有者权益中，股本占 12.90%，资本公积占 55.78%，其他综合收益占 6.19%，盈余公积占 1.89%，未分配利润占 23.24%，股本和资本公积占比较高，权益稳定性较强。

2014~2016 年，公司其他综合收益波动增长，年均复合增长 288.89%。截至 2015 年底，公司其他综合收益 7.04 亿元，较年初大幅增长 1,463.97%，主要系公司投资的多家公司股票公允价值增加所致。截至 2016 年底，公司其他综合收益 6.81 亿元，较年初减少 3.30%。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计 116.96 亿元，较年初减少 1.29%；其中，归属于母公司所有者权益占 91.92%，权益结构较年初变化不大，权益结构仍较稳定。

总体看，近三年公司所有者权益逐年增长，权益稳定性较强。

4. 盈利能力

2014~2016年，公司营业收入分别为54.74亿元、59.85亿元和74.86亿元，逐年增长，年均复合增长16.95%，主要系广告代理运营收入增长所致；公司净利润分别为3.87亿元、4.73亿元和4.77亿元，逐年增长，年均复合增长10.97%，主要系业务规模扩大以及投资收益增长所致，增幅小于营业收入增幅，主要系期间费用对公司利润的侵蚀以及所得税费用增长较快所致；归属于母公司所有者的净利润分别为3.33亿元、3.81亿元和3.33亿元。

从期间费用来看，2014~2016年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长21.97%，主要系管理费用增长所致。2016年，公司费用总额21.09亿元，其中销售费用占25.07%，管理费用占60.23%，财务费用占14.70%，以管理费用为主。2014~2016年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长24.15%，主要系广告代理业务规模扩大业绩增长、销售人员绩效工资增长所致；管理费用逐年增长，年均复合增长18.17%，主要系业务规模扩大、员工薪酬增长所致；财务费用逐年增长，年均复合增长37.07%，主要系债务规模扩大所致。2014~2016年，公司费用收入比分别为25.90%、30.58%和28.17%，波动上升，其中2015年增幅较大，主要系广告代理业务收入占比上升、该业务费用化成本规模较大所致。

从利润构成来看，2014~2016年，公司投资收益分别为2.25亿元、6.60亿元和7.83亿元，分别占当期营业利润的50.72%、111.77%和128.01%，公司权益类投资规模较大，投资收益对利润水平有很大影响；公司投资收益主要来自处置可供出售金融资产取得的投资收益、权益法核算的长期股权投资收益、处置长期股权投资产生的投资收益等，可持续性一般。资产减值损失、公允价值变动损益、营业外收支等对公司利润水平影响较小。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司营业利润率分别为31.46%、30.40%和26.87%，逐年下降，主要系主营业务毛利率下降所致；总资本收益率分别为3.87%、4.87%和4.16%，总资产报酬率分别为3.82%、5.05%和4.45%，净资产收益率分别为3.88%、4.40%和4.10%，均呈波动上升态势，其中2015年上述指标上升主要系当年利润规模快速增长、债务规模快速下降所致，2016年上述指标下降主要系债务规模增长所致。

从同行业对比来看，2016年，公司盈利能力指标处于行业一般水平。

表12 2016年有线广播电视传输行业上市公司盈利指标对比（单位：%）

股票代码	股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
600037.SH	歌华有线	26.56	5.99	4.31
002238.SZ	天威视讯	37.27	11.68	7.57
601929.SH	吉视传媒	43.49	5.93	4.27
600959.SH	江苏有线	35.92	6.98	3.97
000917.SZ	电广传媒	27.43	3.07	4.40

资料来源：Wind资讯

注：为便于比较，上表数据全部引自Wind资讯。Wind资讯与联合评级计算口径存在一定差异。

2017年1~9月，公司实现营业收入58.63亿元，同比增长12.42%，主要系移动新媒体业务快速发展所致；实现净利润2.78亿元，同比减少4.81%，主要系新媒体业务毛利率相对较低所致。

总体看，近三年公司收入及利润规模持续增长，但费用规模增长较快，投资收益对利润水平影响较大，盈利能力指标处于行业一般水平。

5. 现金流

从经营活动来看，2014~2016年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长15.85%，主要系业务规模扩大所致，与营业收入基本保持同步增长；经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长19.71%，主要系业务规模扩大所致；经营活动现金流量净额分别为1.53亿元、5.82亿元和-2.95亿元，2016年随着新业务的拓展，由现金净流入转为净流出。近三年，公司现金收入比分别为101.85%、105.45%和100.53%，2016年收入实现质量有所下降，主要系广告业务增长较快、该业务对资金占用较大所致，但收入实现质量仍属尚可。

从投资活动来看，2014~2016年，公司投资活动现金流入波动减少，年均复合减少7.00%，其中2015年同比增长7.87%，主要系取得信托计划、理财产品等投资收益收到的现金增加所致，2016年同比减少19.82%，主要系收回的理财产品投资减少所致；投资活动现金流出波动减少，年均复合减少6.07%，其中2015年规模较大，主要系收购子公司支付的现金规模较大所致；投资活动现金流量净额分别为-15.01亿元、-20.72亿元和-13.53亿元，保持较大规模的现金净流出。

从筹资活动来看，2014~2016年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长12.16%，其中2015年同比增长41.49%，主要系发行债券以及银行借款增加所致，2016年同比减少11.09%，主要系收到的银行借款减少所致；筹资活动现金流出逐年减少，年均复合减少6.51%，主要系偿债规模减少所致；筹资活动现金流量净额分别为-13.45亿元、18.13亿元和12.08亿元，近两年为较大规模的现金净流入，公司融资需求较强烈。

2017年1~9月，公司经营活动现金净流出3.22亿元，随着业务构成的转变，经营性现金流状况有所恶化；投资活动现金净流出10.41亿元，投资活动的资金需求仍较大；筹资活动现金净流入33.17亿元，融资需求较强烈。

总体看，随着公司新业务的拓展，经营活动现金流状况有所恶化；近年来公司投资活动的资金需求较大，投资活动现金持续净流出，融资需求较强烈。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2014~2016年，公司流动比率分别为1.35倍、1.23倍和1.50倍，速动比率分别为0.89倍、0.86倍和0.91倍，均呈波动上升态势，其中2015年上述指标小幅下降主要系短期借款大幅增长所致，2016年上述指标回升主要系短期借款减少所致；现金短期债务比分别为0.80倍、0.61倍和0.65倍，呈波动下降态势，主要系短期借款变动所致，现金类资产对短期债务的保障程度尚可；经营现金流动负债比率分别为4.08%、10.52%和-5.90%，经营性净现金流对流动负债的保障程度较弱。整体看，公司短期偿债能力指标尚可。

从长期偿债能力指标来看，2014~2016年，公司EBITDA逐年增长，年均复合增长13.80%，主要系利润总额逐年增长所致。2016年，公司EBITDA为17.31亿元，其中，折旧占41.67%，摊销占3.53%，计入财务费用的利息支出占16.91%，利润总额占37.89%，折旧占比较高，主要系公司光缆及机器设备规模较大所致。2014~2016年，公司EBITDA利息倍数分别为7.77倍、5.57倍和5.91倍，EBITDA对利息的保障程度较强；EBITDA全部债务比分别为0.34倍、0.27倍和0.23倍，EBITDA对全部债务的保障程度较强。整体看，公司长期偿债能力指标较强。

截至2017年9月底，公司获得的银行授信额度合计255.61亿元，其中已使用的额度84.80亿元，尚未使用的额度170.81亿元，间接融资渠道畅通。同时，公司作为A股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2017年9月底，公司无对外担保，无重大未决诉讼、仲裁案件。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10430105001925403）截至 2017 年 12 月 6 日，公司未结清信贷信息中无不良和关注信贷信息；已结清信贷信息中有欠息 8 笔，其中 6 笔实际欠息金额为 0 元，一笔 11.20 万元欠息非公司原因造成，招商银行股份有限公司长沙分行已经出具了说明，一笔 102.33 万元欠息系周六无法结算所致，系统不完善造成的，非公司原因，建设银行股份有限公司湖南省分行已经出具了说明。总体看，公司信贷记录良好。

总体看，公司短期偿债能力指标尚可，长期偿债能力指标较强，考虑到公司融资渠道畅通、具备区域优势等因素，公司整体偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2017 年 9 月底，公司全部债务 88.48 亿元，本次拟发行债券规模不超过 20.00 亿元，占全部债务的 22.60%，本次债券的发行对目前债务水平有一定影响。

以 2017 年 9 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 20.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将变为 53.48%、48.12%和 40.80%，分别上升了 4.02 个百分点、5.05 个百分点和 6.67 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。考虑到本次债券募集资金中部分拟用于偿还银行借款，本次债券的发行对公司债务负担的影响将低于上述预测值。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2016 年的财务数据为基础，公司 EBITDA 为 17.31 亿元，为本次债券发行额度（20.00 亿元）的 0.87 倍，对本次债券的覆盖程度较强；经营活动产生的现金流入量为 75.93 亿元，为本次债券发行额度的 3.80 倍，对本次债券的覆盖程度较强。

综合上述分析，并考虑到公司作为湖南省内最主要的有线电视网络运营商，在自身经营区域内拥有优势，公司用户规模较大、债务负担较合理，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

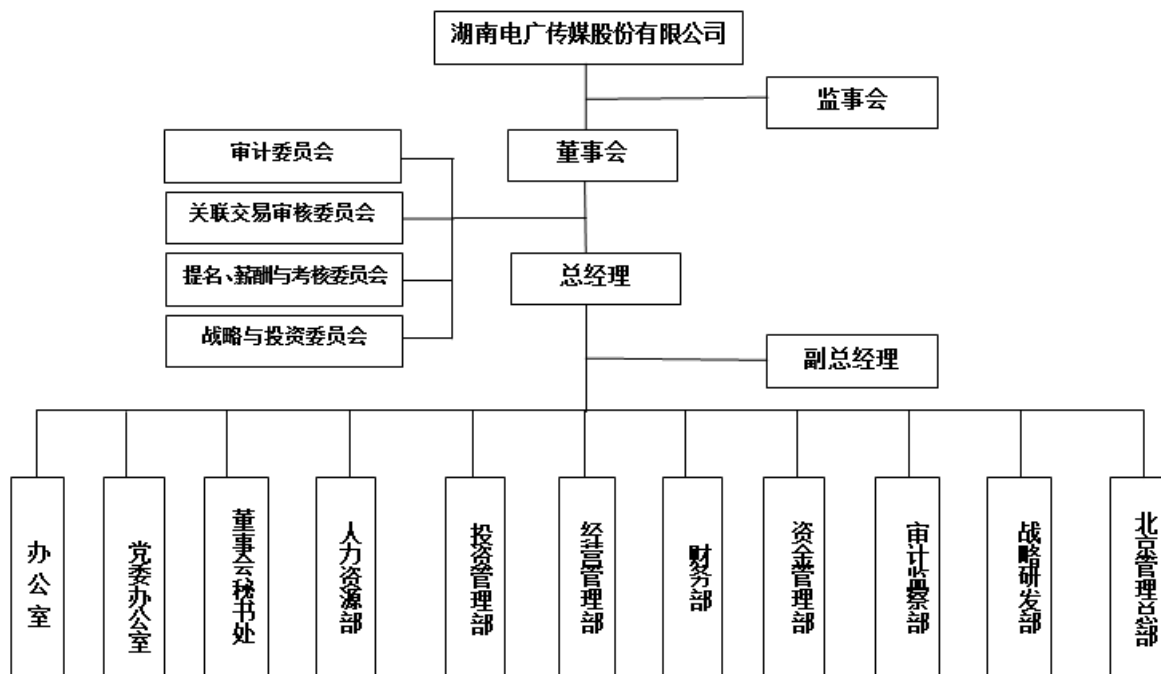
九、综合评价

公司作为湖南省内最主要的有线电视网络运营商，在自身经营区域内拥有明显优势、同时通过股权投资布局省外有线电视的网络运营；公司与媒体渠道保持长期合作关系，传统广告业务较为稳定；移动新媒体广告业务增长带动广告业务板块规模增长，公司营业收入持续增长。同时，联合评级关注到三网融合竞争加剧导致公司客户流失、广告代理业务毛利率低并且存在资金占用、公司主营业务毛利率下降、新媒体公司经营状况存在不确定性、公司商誉存在减值风险等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着我国政府对文化传媒行业政策支持力度的加大，公司省内外有线网络资源整合以及移动新媒体广告业务规模增长，公司盈利能力和偿债能力有望维持稳定。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 湖南电广传媒股份有限公司 组织架构图



附件 2 湖南电广传媒股份有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额（亿元）	157.74	201.53	225.17	231.41
所有者权益（亿元）	101.06	114.32	118.49	116.96
短期债务（亿元）	20.25	32.22	23.49	27.89
长期债务（亿元）	18.97	29.34	52.40	60.59
全部债务（亿元）	39.22	61.56	75.89	88.48
营业收入（亿元）	54.74	59.85	74.86	58.63
净利润（亿元）	3.87	4.73	4.77	2.78
EBITDA（亿元）	13.36	16.52	17.31	3.13
经营性净现金流（亿元）	1.53	5.82	-2.95	-3.22
应收账款周转次数（次）	21.54	14.26	11.00	--
存货周转次数（次）	2.25	2.17	2.16	--
总资产周转次数（次）	0.33	0.33	0.35	--
现金收入比率（%）	101.85	105.45	100.53	102.41
总资产收益率（%）	3.87	4.87	4.16	--
总资产报酬率（%）	3.82	5.05	4.45	--
净资产收益率（%）	3.88	4.40	4.10	--
营业利润率（%）	31.46	30.40	26.87	20.96
费用收入比（%）	25.90	30.58	28.17	25.02
资产负债率（%）	35.93	43.27	47.38	49.46
全部债务资本化比率（%）	27.96	35.00	39.04	43.07
长期债务资本化比率（%）	15.80	20.42	30.66	34.13
EBITDA 利息倍数（倍）	7.77	5.57	5.91	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.34	0.27	0.23	--
流动比率（倍）	1.35	1.23	1.50	1.57
速动比率（倍）	0.89	0.86	0.91	0.91
现金短期债务比（倍）	0.80	0.61	0.65	0.51
经营现金流动负债比率（%）	4.08	10.52	-5.90	-6.34
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.67	0.83	0.87	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、2017 年 1~9 月财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 湖南电广传媒股份有限公司 2018 年 面向合格投资者公开发行公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年湖南电广传媒股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

湖南电广传媒股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。湖南电广传媒股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注湖南电广传媒股份有限公司的相关状况，如发现湖南电广传媒股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如湖南电广传媒股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至湖南电广传媒股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送湖南电广传媒股份有限公司、监管部门等。

