

华数数字电视传媒集团有限公司
公开发行 2018 年公司债券（第二期）

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2018)010642】

评级对象: 华数数字电视传媒集团有限公司公开发行 2018 年公司债券(第二期)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2018 年 7 月 25 日

计划发行: 不超过 20 亿元(含 20 亿元)

本期发行: 12 亿元

发行目的: 补充运营资金及偿还债务

存续期限: 5 年,附第三年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式: 按年单利计息,每年付息一次

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第 1 季度
金额单位:人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	0.80	2.88	4.71	0.97
刚性债务	18.97	21.01	21.14	20.91
所有者权益	12.44	12.02	11.68	12.37
经营性现金净流入量	0.01	-0.71	-0.50	-0.53
合并口径数据及指标:				
总资产	267.33	282.48	292.61	291.76
总负债	115.59	127.08	134.79	132.92
刚性债务	23.86	21.85	21.61	21.42
所有者权益	151.74	155.39	157.81	158.84
营业收入	66.68	71.91	78.89	18.04
净利润	2.17	2.98	5.91	1.56
经营性现金净流入量	27.97	23.71	21.31	1.03
EBITDA	22.78	16.23	27.36	—
资产负债率[%]	43.24	44.99	46.07	45.56
权益资本与刚性债务比率[%]	636.07	711.09	730.39	741.52
流动比率[%]	164.60	147.26	128.41	138.50
现金比率[%]	66.99	51.11	36.06	30.92
利息保障倍数[倍]	1.88	4.73	15.32	—
净资产收益率[%]	1.99	1.94	3.78	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	36.81	32.34	24.57	1.12
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-28.17	-3.05	-2.92	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.85	17.69	63.32	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.62	0.71	1.26	—

注:根据华数集团经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第三季度财务数据整理、计算。

分析师

蒋卫 jw@shxsj.com
武嘉妮 wjn@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **政策支持优势。**有线电视业务发展能够得到国家相关政策支持。
- **资质齐全。**华数集团拥有经营有线电视业务、交互式网络电视、互联网电视、手机电视及互联网视频等业务资质,资质齐全。
- **业务垄断优势。**有线电视传输行业进入实施许可证制度,行业壁垒高,具有区域垄断性,华数集团为浙江省“一省一网”整合主体,业务开展有优势。
- **财务状况良好。**华数集团负债经营程度较低,经营现金回笼较快,货币资金充裕,资产流动性良好,对债务偿付的保障程度极高。

主要风险:

- **市场竞争激烈。**随着现代新媒体的快速发展以及三网融合的全面推广,华数集团运营和市场营销面临挑战。
- **整合导致费用增加,对盈利产生负面影响。**随整合的进行,整合费用、网络设备投资等产生的折旧费也相应增加,短期内对华数集团盈利存在负面影响。
- **技术更新升级及新产品冲击。**有线电视传输网络以及新媒体等行业技术更新较快,或面临新技术或新产品出现对现有业务造成冲击的情况。
- **母公司债务负担较重。**华数集团刚性债务主要集中于母公司,而母公司货币资金存量较少,母公司债务负担较重。

➤ 未来展望

通过对华数集团及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本次债券还本付息安全性极高,并给予本次债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



华数数字电视传媒集团有限公司
公开发行 2018 年公司债券（第二期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

华数数字电视传媒集团有限公司（简称“华数集团”、“该公司”或“公司”）前身为华数数字电视有限公司（简称“华数数字”）。经杭州市计委、广电等部门的主持协调，华数数字于 2003 年 11 月 19 日由杭州市有线广播电视网络中心、西湖电子集团有限公司（简称“西湖电子”）、杭州日报社、杭州网通信息港有限公司、杭州国芯科技有限公司共同出资组建而成，初始注册资本 15000 万元。

经数次股权变更和增资，截至 2008 年末，该公司注册资本为 55000 万元，其中：杭州文广投资控股有限公司（简称“文广投资”）出资 20799.46 万元，占比 37.82%；浙江易通数字电视投资有限公司（简称“浙江易通”）出资 14249.46 万元，占比 25.91%。2009 年 6 月，公司变更为现名。2009 年 12 月末，公司增资至 69960 万元，新增注册资本由文广投资和浙江易通认缴。2010 年 9 月，公司获得增资 19848.56 万元，新增注册资本由新股东杭州萧山广电国有资产经营有限公司、杭州市余杭区广播电视台、富阳广播电视台、临安市城建发展有限公司、淳安县国有资产投资有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、建德市广播电视台认缴。2013 年 9 月，公司获得增资 9712.89 万元，新增注册资本由浙江易通和新股东浙江省电影有限公司认缴。2014 年 11 月，公司获得增资 24474.49 万元，新增注册资本由文广投资、浙江易通、浙江省电影有限公司以及新股东宁波广播电视集团认缴。2017 年初，文广投资将所持公司 25.10% 的股权无偿划转至杭州昆石投资管理有限公司（简称“杭州昆石”）¹，该股权无偿划转事项属于杭州市委市政府对市属文化国有资产监督管理的调整，均是在杭州市财政局全资所属主体之间进行。公司已于 2017 年 2 月完成工商变更登记。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本为 123995.95 万元，实收资本为 123995.95 万元，杭州昆石和浙江易通分别持有公司 25.10% 的股权，并列为公司第一大股东。截至 2018 年 3 月末公司股权结构如下表所示：

图表 1. 截至 2018 年 3 月末公司股权结构情况

股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）
杭州昆石投资管理有限公司	31122.98	25.10

¹ 文广投资持有杭州昆石 91.78% 的股权，杭州昆石主营投资管理。

股东名称	出资额（万元）	持股比例（%）
浙江易通数字电视投资有限公司	31122.98	25.10
宁波广播电视集团	17970.54	14.49
西湖电子集团有限公司	11399.57	9.19
杭州日报报业集团有限公司	6331.51	5.11
杭州萧山广电国有资产经营有限公司	5300.58	4.27
东海电影集团有限公司	6199.80	5.00
杭州余杭广播电视有限公司	4768.37	3.85
杭州市富阳广播电视台	2504.04	2.02
临安市城建发展有限公司	2275.28	1.84
淳安县国有资产投资有限公司	2000.63	1.61
桐庐县国有资产投资经营有限公司	1541.51	1.24
建德市广播电视台	1458.16	1.18
合计	123995.95	100.00

资料来源：华数集团

该公司经营范围包括：服务：国家数字电视试验平台营运，有线广播电视网络服务，有线广播电视网络建设与维护管理，网络出租、广播电视节目传输、信息服务；数字电视业务相关工程业务；安装、批发、零售：计算机、广播电视网络设备，电子产品，办公自动化设备，与数字电视相关配套产品；设计、制作、代理、发布：国内广告（除网络广告发布）；含下属分支机构的经营围；其他无需报经审批的一切合法项目。此外，公司业务还涉及互联网业务等。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经该公司股东会审议通过，公司向中国证监会申请面向合格投资者公开发行不超过人民币 20 亿元的公司债券，采取一次注册，分期发行的模式。其中 2018 年第一期公司债发行金额为 8 亿元。本期公司债发行规模为 12 亿元，债券期限为 5（3+2）年，扣除发行费用后，所募集资金拟用于补充营运资金及偿还公司债务。

图表 2. 拟发行的本次债券概况

债券名称：	华数数字电视传媒集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第二期）
总发行规模：	不超过 20 亿元人民币（含 20 亿元）
本期发行规模：	12 亿元人民币
本次债券期限：	5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率：	固定利率
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	单利按年付息，最后一年利息随本金一起支付
增级安排：	无

资料来源：华数集团

该公司发行债务融资工具情况如下表所示。截至 2018 年 6 月末，公司在境内发行的待偿还债务融资工具本金余额为 14.00 亿元，截至目前利息兑付情况正常。

图表 3. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
14 华数 CP001	3.50	365 天	5.68	2014 年 3 月	—	已到期兑付
15 华数 MTN001	6.00	3 年	5.78	2015 年 2 月	12 亿元/2014 年 12 月	已到期兑付
15 华数 MTN002	6.00	3 年	4.03	2015 年 11 月		本金未兑付，付息情况正常
16 华数 PPN001	3.20	6 个月	3.44	2016 年 1 月	6 亿元/2015 年 12 月	已到期兑付
16 华数 PPN002	2.80	6 个月	3.36	2016 年 1 月		已到期兑付
18 华数 01	8.00	5 年	4.70	2018 年 4 月	—	尚未兑付

资料来源：华数集团（截至 2018 年 6 月末）

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期募集资金中扣除发行费用后剩余资金用于补充营运资金、偿还公司债务、优化公司债务结构。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市

场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展“质升效增”明显。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险的政策和制度持续推进，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济

将继续保持稳中有进的态势。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

该公司主业涉及有线电视传输、互联网等领域。相关行业情况易对公司经营造成影响。

A. 有线电视行业

我国有线电视行业实施许可证制度，具有区域排他性，存在政策、资金及技术等壁垒，但有线电视行业整体收入增速放缓，并面临来自 IPTV、互联网电视等新媒体的替代性竞争压力。近几年有线电视数字化普及进程较快，目前我国已处于数字化整改的后期。同时，高清数字电视、互动点播等数字电视业务也得到快速发展。

行业概况

近年来，随着我国居民消费能力的提升以及三网融合的政策背景，广播电视及网络视听行业发展较快，以广播电视行业为代表的传统媒体以及以 IPTV 等为代表的新兴媒体在三网融合的背景下互相渗透和融合。2015-2017 年，我国广播电视服务业总收入分别为 4634.56 亿元、5039.77 亿元和 6070.21 亿元，持续增长，从收入结构上来看，电视广告收入持续下降，广播广告收入增幅较大，收入增长主要来源于财政补贴和新媒体收入的增长。

有线电视网络属于资本密集型、技术密集型行业。建设有线电视网络需要地下管道或架线空间等稀缺资源，并且需要投入巨额资本建设有线电视前端系统、进行光电缆铺设等，而且建设周期较长。开展有线电视网络运营，特别是有线电视运营需要核心技术的掌握和运用，其技术含量要求较高。

由于具有抗干扰能力强，传输信号质量好等优点，有线电视网络是我国覆盖面最广、入户率最高的电视信号传输系统。但近年来，随着技术的不断发展，我国居民家庭多种方式复合收视的特征愈发明显。总体来看，有线电视仍为最主流的收视方式，但广播电视直播卫星、交互式网络电视（即 IPTV）和互联网电视（OTT-TV）等收视方式市场份额增长较快，对有线电视市场份额构成一定蚕食。2017 年末，我国有线电视用户总量为 2.45 亿户，2017 年有线电视以 54.81% 的收视份额位居第一，收视份额首度出现下滑；当年广播电视直播

卫星、交互式网络电视（即 IPTV）和互联网电视（OTT-TV）分别以 28.86%、27.29% 和 24.61% 的收视份额位居第二至四名。

图表 4. 我国收视格局（单位：亿户、%）

收视分类	2015 年		2016 年		2017 年	
	用户数	收视份额	用户数	收视份额	用户数	收视份额
有线电视	2.02	59.36	2.52	59.60	2.45	54.81
广播电视直播卫星	0.71	16.78	1.07	25.30	1.29	28.86
IPTV	0.46	11.00	0.87	20.00	1.20	27.29
OTT-TV	0.14	—	0.73	17.26	1.10	24.61

资料来源：中国有线电视行业发展公报，新世纪评级整理

我国有线电视行业主要是通过发放经营许可证来实施许可制度。由于原国家广电总局²对有线电视网络的指导管理政策为“一省一网”，有线电视运营服务企业在所经营区域内具有垄断地位。近年来，有线电视运营服务企业主要通过收购区域内有线电视公司积极推动省网整合。

目前我国有线电视正处于数字化整体转换后期。2017 年末，我国数字电视实际用户占有有线电视实际用户数的比例已上升至 90.65%³。随着数字电视整体或部分整转的完成，全国各地有线电视运营服务企业陆续提高了收视费；同时，除传统的电视节目内容传输外，有线电视运营服务企业还可以开展付费高清电视、视频点播等服务。2017 年，我国有线视频点播用户总量达 6166.8 万户。其中，标清视频点播用户达 199.3 万户，高清互动点播用户达 5504.6 万户。此外，4K 互动点播用户加速增长，总量达到 462.9 万户，占当年视频点播总用户的 7.51%。目前上述增值业务已成为有线电视运营服务企业收入增长的重要来源。

政策环境

2012 年国家广电总局发布《地面数字电视广播覆盖网发展规划》，提出发展目标：到 2018 年底，全国地级（含）以上城市地面电视完成向数字化过渡，开始逐步停播模拟电视；到 2020 年底，全面完善地面数字电视广播覆盖网，全面关闭地面模拟电视信号，完成地面电视向数字化过渡。

2016 年，中共中央宣传部、财政部、国家新闻出版广电总局（简称“国家广电总局”）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》（中宣发【2016】41 号，简称“《意见》”）。《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（简称“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。

2017 年 4 月 28 日，财政部、税务总局印发了《关于继续执行有线电视收视费增值税政策的通知》（简称“《通知》”），《通知》明确在 2017 年 1 月 1 日

² 现已更名为国家新闻出版广电总局。

³ 数据来源：《2017 年全国广播电视行业统计公报》。

至 2019 年 12 月 31 日期间，对广播电视运营服务企业收取的有线电视基本收视维护费和农村有线电视基本收视费免征增值税。并且，在《通知》印发之日前已征的按照规定应予免征的增值税，可抵减纳税人以后月份应缴纳的增值税或予以退还。该项增值税优惠措施的落实有助于减轻有线电视运营服务企业负担。

竞争格局/态势

近年来，随着三网融合进入全面推广阶段以及高速率宽带用户占比的提升，国内新兴互联网电视保持较快发展。目前 IPTV 业务模式已较为成熟，用户数量增长迅速。OTT-TV 业务继续受制于直播内容的缺失，短期内仍为 IPTV 的补充。中长期来看，我国传统有线电视面临 IPTV、OTT-TV 及互联网视频的激烈竞争，区域垄断地位也受到挑战，短期内有线电视仍可占据主导地位，但用户数或将进一步下滑。我国有线电视行业样本企业数据如下图所示。

图表 5. 行业内部分样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）⁴

核心样本企业名称	核心经营指标（产品或服务类别）					核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	净利润	毛利率	ROE	应收账款周转率	总资产	资产负债率	带息债务	EBITDA/利息费用	经营性净现金流
东方明珠新媒体股份有限公司	162.61	23.97	25.26	8.28	6.30	373.32	20.71	25.25	-34.64	30.09
江苏省广电有线信息网络股份有限公司	80.95	11.03	30.73	6.98	13.62	322.03	31.75	19.87	-108.93	27.64
华数数字电视传媒集团有限公司	78.89	5.91	33.35	3.78	8.23	292.61	46.07	21.61	63.32	21.31
湖南电广传媒股份有限公司	87.41	-2.36	17.39	-4.43	8.62	237.48	52.74	92.55	2.98	1.29
贵州广电传媒集团有限公司	73.15	3.48	27.22	7.33	8.00	128.67	57.17	14.11	532.64	8.92
河北广电信息网络集团股份有限公司	31.74	0.76	23.83	3.02	4.26	89.28	64.52	13.79	11.15	2.68
河南有线电视网络集团有限公司	11.73	0.53	33.14	3.53	5.12	54.72	70.93	26.85	6.31	1.33
陕西广电网络传媒(集团)股份有限公司	28.53	1.76	31.50	6.12	8.61	72.36	57.59	14.54	22.04	6.65
安徽广电传媒产业集团有限责任公司	34.64	0.21	27.20	0.31	6.02	60.52	71.94	23.44	5.81	1.74

资料来源：新世纪评级整理。

我国广电系统独占国内互联网电视内容播控权并颁发 IPTV 和 OTT-TV 牌照。目前，国家广电总局共颁发 12 张 IPTV 牌照，具体包括：4 张全国性牌照（原百视通新媒体股份有限公司、央视国际、南方传媒、国广东方）；2 张地方性牌照（华数集团、江苏电视台）；3 张省级播控平台牌照（辽宁广播电视台、广东广播电视台、湖南广播电视台）；2 张 IPTV 传输牌照（中国电信和中国联通）；1 张 IPTV 行业牌照（北京华夏安业科技有限公司⁵）。IPTV 业务收入在内容提供方、中央和地方电视台以及电信运营商之间分配，开展模式目前

⁴ 除该公司外，其他企业数据均采用 wind 口径。

⁵ 为广电体系外企业，只被允许在电视机终端上运营教育行业内容。

以上海东方明珠新媒体股份有限公司⁶（简称“东方明珠”，600637.SH）、中国电信和央视总播控平台之间的合作为代表：东方明珠与央视总播控平台合建中央总播控平台提供 IPTV 内容、并对接地方二级播控平台，中国电信提供专用传输网络和客户。

受制于国家广电总局的监管要求，在我国 OTT-TV 提供的内容必须与互联网电视牌照商合作，且 OTT-TV 不得对电视台节目进行直播。OTT-TV 在直播节目上的缺失制约了其对 IPTV 的替代性，业务空间仍局限于视频点播市场以及部分可购得版权的直播节目。OTT-TV 市场竞争主体众多，目前主要存在视频网站、科技公司和强势牌照商三种商业模式。其中，强势牌照商模式以包括华数集团在内的 7 家均拥有互联网电视集成平台及内容服务牌照的牌照方为代表，牌照方已有业务模式中的用户具有付费习惯，能够保证持续的现金流，因此牌照商不急于颠覆现有业务模式，而是将 OTT-TV 纳入市场布局，作为 IPTV 的补充。

风险关注

➤ 有线电视行业用户数下滑，收入增速放缓

2017 年全国有线电视实际用户数 2.45 亿户，比 2016 年（2.52 亿户）减少 0.07 亿户，同比下降 2.78%。其中，全国有线数字电视实际用户数 1.94 亿户，比 2016 年（2.02 亿户）减少 0.08 亿户，同比下降 3.96%；数字电视实际用户占有有线电视实际用户数比例为 90.65%，比 2016 年（88.60%）提高了 2.05 个百分点，有线电视数字化率进一步提升。我国有线电视业务用户数下降、数字化率趋于饱和，有线电视行业收入增速放缓。

➤ 外部替代性竞争加剧

传统有线电视面临 IPTV、OTT-TV、互联网视频以及其他新形式媒体的替代性竞争，区域垄断地位也受到一定挑战。虽然短期内有线电视仍可占据主导地位，但依然面临由于选择多元化带来的客户流失。

B. 互联网宽带行业

三网融合的推进使得电信业务牌照逐步放开，广电系统在电信业务方面与电信运营商展开竞争，但目前广电系统宽带业务市场占比尚小。

行业概况

近年来，我国电信业务平稳运行，收入结构则持续向互联网接入和移动流量业务倾斜。随着技术的不断进步，光纤接入成为固定互联网宽带接入的主流。2015-2017 年，我国固定通信业务中固定数据及互联网业务收入分别为 1528.60 亿元、1944.00 亿元和 1971.00 亿元。2017 年末我国光纤接入（FTTH/O）端口达 6.57 亿个，占互联网接入端口的比重提升至 84.40%，其中，三家基础电信企业固定互联网宽带接入用户数达 3.49 亿户，同期末，我国有线宽带业务用

⁶ 原百视通新媒体股份有限公司在 2015 年 5 月吸收合并原上海东方明珠(集团)股份有限公司，并更为现名。

户总量达 3498.50 万户，同比大幅增长 33.00%。虽然近年来广电宽带业务不断增长，但业务规模仍然较小。

政策环境与竞争格局

2015 年 8 月 25 日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发三网融合推广方案的通知》（国办发【2015】65 号文）标志着三网融合工作从推广试点阶段正式进入全面推广阶段。电信网、广播电视网和互联网的三网融合业务发展渐成规模。

2016 年 5 月 5 日，工信部向中国广电颁发了《基础电信业务经营许可证》，批准中国广电在全国范围内经营互联网国内数据传送业务和国内通信设施服务业务。结合此前中国广电已经获得的国内多方通信服务业务、呼叫中心业务、信息服务业务(不含固定网电话信息服务和互联网信息服务)、网络托管业务、国内因特网虚拟专用网业务、因特网数据中心业务、因特网接入服务业务这 7 张跨地区电信业务经营许可证，广电系统正式参与到电信业务的竞争。

风险关注

➤ 网络运行风险

有线电视网络系统需要不断进行调试、试运行与维护以达到良好运行状态。如果网络在运行和维护期间遇到设备故障及非法信号供给导致传输信号中断等，或将对企业经营造成一定影响。

➤ 技术更新迭代快

由于技术更新迭代较快，新技术的出现或原有技术的突破都有可能对有线电视网络及其衍生服务的优势造成冲击。此外，若企业对相关技术的把握出现偏差，或将对经营造成不利影响。

(3) 区域市场因素

浙江省庞大的人口基数为该公司业务运营提供了保证，同时较为发达的经济发展水平以及较高的人均收入为公司业务开展提供了发展空间。

浙江省是我国经济最具活力的地区之一，地区生产总值连续多年位居我国各省市自治区 GDP 前五名，GDP 增长速度一直高于全国平均水平。2017 年浙江省实现地区生产总值（GDP）5.18 万亿元，同比增长 7.8%，全年人均 GDP 为 9.21 万元，同比增长 6.6%。2017 年全省全体居民人均可支配收入 4.20 万元，扣除价格因素增长 6.9%，其中城镇常住居民人均可支配收入 5.13 万元，农村常住居民人均可支配收入 2.50 万元，扣除价格因素，分别比上年实际增长 8.5% 和 9.1%，城镇居民、农村居民人均可支配收入连续多年居全国前列⁷。2017 年末，浙江省常住人口为 5657 万人，城镇化率为 68.00%。同期末有线广播电视用户数 1475 万户，电视人口综合覆盖率达 99.75%。

⁷ 2015-2017 年，我国城镇居民人均可支配收入分别为 3.12 万元、3.36 万元和 3.64 万元。

图表 6. 浙江省国民经济及社会发展主要指标

指标	2015 年		2016 年		2017 年	
	数额	增速 (%)	数额	增速 (%)	数额	增速 (%)
地区生产总值 (万亿元)	4.29	8.00	4.65	7.50	5.18	7.80
财政总收入 (万亿元)	0.85	8.70	0.92	7.70	1.03	10.60
人均 GDP (万元)	7.76	7.60	8.35	6.70	9.21	6.60
全体居民人均可支配收入 (万元)	3.55	8.80	3.85	8.40	4.20	9.10
有线电视用户 (万户)	1538	2.60	1531	-0.46	1475	-3.30
电视综合人口覆盖率 (%)	99.70		99.70		99.75	

资料来源：2015-2017 年浙江省国民经济和社会发展统计公报、新世纪评级整理。

总体来看，浙江省作为我国经济最发达地区之一，其庞大的人口基数和较高的人均消费水平都为区域内有线电视运营服务、互联网业务等提供了有利支撑。

2. 业务运营

该公司目前已经形成了以有线电视业务为主要收入来源，同时大力发展互联网业务，并积极探索新媒体业务的产业格局。近年来公司有线电视省网整合有序推进，互联网业务以较快速度增长；公司综合毛利率逐年上升，盈利能力亦维持稳中有升的态势。

该公司定位为浙江省有线电视省网整合主体，在浙江省业务开展具有区域优势。公司主要从事有线电视业务、互联网业务等，目前已取得了覆盖其核心业务所需的重要资质。

该公司其他业务主要包括广告、自拍剧销售、专用设备销售、技术服务、游戏业务等。公司其他业务的业务品种较多，但单个业务收入规模较小，占公司营业收入的比重均不大。

(1) 主业运营状况/竞争地位

该公司主要从事有线电视业务及互联网业务等，所从事的有线数字电视业务以及现国家重点推进的三网融合产业均设有严格的行业管制和准入要求，政策壁垒颇高。公司同时拥有经营有线电视业务、交互式网络电视、互联网电视、手机电视及互联网视频等业务资质，资质齐全，覆盖其核心业务。2015-2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现营业收入 66.68 亿元、71.91 亿元和 78.89 亿元和 18.04 亿元，随“一省一网”整合的持续推进以及互联网业务的持续发展，近年来公司营业收入逐年增长。

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况 (亿元, %)

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	66.68	71.91	78.89	18.04	17.97
其中：核心业务营业收入 (亿元)	59.06	66.16	70.72	16.04	15.38
在营业收入中所占比重 (%)	88.57	92.00	89.64	88.91	85.59

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其中：(1) 有线电视业务	46.41	47.45	47.73	11.01	11.45
在核心业务收入中所占比重 (%)	78.58	71.72	67.49	68.64	74.45
(2) 互联网业务	12.65	18.71	22.99	5.03	3.93
在核心业务收入中所占比重 (%)	21.42	28.28	32.51	31.36	25.55
毛利率 (%)	30.82	31.31	33.35	29.44	30.84
其中：有线电视业务 (%)	30.82	33.83	31.25	29.44	31.16
互联网业务 (%)	46.62	31.58	45.57	37.38	34.06

资料来源：华数集团

从营业收入的构成情况来看，有线电视业务为该公司主要收入来源，近年来有线电视业务收入占营业收入的比重逐年下降，但目前占比仍在 60% 以上。互联网业务作为公司近几年重点发展的业务之一，近年来收入规模占比不断提升。公司其他业务目前收入规模较小，对公司营业收入贡献不大。

经过整合及收购，目前，该公司重要的二级子公司主要包括：浙江华数广电网络股份有限公司（简称“浙江华数”）、华数传媒控股股份有限公司（简称“华数传媒”）、中广有线信息网络有限公司（简称“中广有线”）及宁波华数广电网络有限公司（简称“宁波华数”）。几家子公司各自在对应区域开展相应业务。其中，华数传媒主要从事杭州区域的有线电视以及新网络、新媒体业务；宁波华数主要在宁波区域开展业务；2017 年末中广有线拥有 18 家分公司和 2 家子公司⁸，主要分布在江苏、浙江（杭州、舟山、温州、绍兴）、安徽、山东、黑龙江和河北地区；浙江华数为浙江省有线网络整合的实施主体，主要在浙江省除以上区域外的地区开展业务。截至 2018 年 3 月末公司已实际完成整合浙江省内 53 家有线电视网络公司，浙江省全省 80 个广电有线网络中，已有 75 个签订了框架协议加入“一省一网”，完成率达 93.75%。

A. 有线电视业务

该公司有线电视业务的收入来源具体包括视听费收入、节目传输收入、网络接入费收入以及商品销售收入，以视听费收入为主。2017 年上述四项收入分别占有有线电视业务收入的 77.00%、7.69%、10.83% 和 4.48%。

图表 8. 公司有线电视业务收入构成（单位：亿元）

业务类别/金额（亿元）	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
视听费收入	35.31	37.29	36.75	8.42
节目传输收入	4.78	4.06	3.67	0.74
网络接入收入	3.73	4.17	5.17	1.41
商品销售收入	2.59	1.93	2.14	0.43

⁸ 中广有线于 2013 年并入公司，目前已先后与温州、绍兴、舟山、芜湖、南通、徐州、扬州、启东、蚌埠、上虞、枣庄、绥化、马鞍山、承德、杭州等地市县实现了合作重组，设立了 18 家分公司，2 家子公司。公司地域跨越浙江、江苏、安徽、山东、黑龙江、河北等六个省，直接管理的有线电视用户超过 400 万户。

业务类别/金额(亿元)	2015年度	2016年度	2017年度	2018年 第一季度
合计	46.41	47.45	47.73	11.01

资料来源：华数集团

视听费

视听费收入主要系公司向有线电视用户收取的基本收视费、互动电视及付费频道费用，视听费收入的增减受用户数量变化影响较大。

该公司客户类型分为大众用户及机构用户，其中大众用户是有线电视业务的主要收入来源。2017年公司有线电视业务收入47.73亿元，其中大众用户和机构用户分别贡献收入82.85%和17.15%。

大众用户方面，该公司自2003年成立以來，初期主要负责杭州市区100万用户的有线电视运营业务，在2010年最终完成对杭州地区其余二区五县（二区五县均属于市郊）广电运营公司的整合收购后，公司在杭州地区的用户总数增至约300万户。近年来，公司用户数随着杭州地区有线电视网络整合、浙江省网整合的推进及中广有线的并入逐年增长，但2017年以来，随着省网整合接近尾声，用户数增速放缓，用户增量不能抵消新媒体等外部冲击造成的用户流失量，公司数字电视大众用户数首度出现下滑。2017年末，公司在浙江省内拥有数字电视大众用户1010.82万户，较上年末下降2.81%，2018年3月末，大众用户数较年初进一步下降2.17%至988.85万户。2017年公司本网数字电视大众用户平均月ARPU值⁹在31.77-34.98元之间。机构用户方面，公司机构用户主要集中在宾馆酒店、休闲娱乐、金融业、商业物业和教育及卫生等行业。2017年末，公司浙江省内机构用户数为84.43万户，2018年3月末，机构用户数进一步上升至90.51万户。随着浙江省网整合的持续推进，预计公司在机构用户数量增长方面仍有一定空间。

图表9. 公司在浙江省内数字电视大众用户情况¹⁰（单位：万户）

地区	2015年末	2016年末	2017年末	2018年3月末
杭州地区	390	414	395.43	386.83
嘉兴地区	109	115	110.00	107.61
金华地区	80	85	81.13	79.37
湖州地区	33	36	34.13	33.39
丽水地区	51	54	51.36	50.24
新昌地区	17	18	16.83	16.46
舟山地区	30	33	30.85	30.18
温州地区	100	107	101.81	99.60
衢州地区	47	50	47.42	46.39
绍兴地区	76	82	77.71	76.02
宁波地区	36	46	64.15	62.76
合计	968	1040	1010.82	988.85

资料来源：华数集团

⁹ 每用户平均收入(ARPU-Average Revenue Per User)。

¹⁰ 该用户数口径为收费用户数。

在基本收视费收费标准方面，杭州市作为全国首批实现数字化整体转换的城市（2005 年即基本完成市区整转），自 2008 年 6 月起，杭州市区有线电视基本收视费即由 14 元/月调整至 21 元/月。杭州市郊随区域数字化整体转换的完成，基本收视费收费标准已于 2012 年调整至 21 元/月。嘉兴、金华、湖州、丽水、舟山、温州地区的基本收视费为 21 元/月，新昌市区基本收视费为 14 元/月，新昌农村用户基本收视费为 12 元/月。此外，浙江省其他区域基本收视费普遍也在 20~21 元/月。

在互动电视¹¹业务上，该公司在有线电视网络运营范围内按户收取基本服务费和增值点播服务费；在全国其他地区与当地有线电视运营商签署合作协议，按用户收入（含包月和点播）与当地有线电视运营商进行分成结算，或是收取内容分销收入等。公司已基本形成广电互动电视市场 80% 以上的市场规模，随着各地广电网络省网整合的加速，公司在互动电视业务的合作将从地市级网络转向省级网络。因此公司互动电视业务不仅覆盖了自有的有线电视用户，还覆盖了全国其他省市。公司互动电视业务给用户提供了新闻、影视、文娱、专业类节目的视音频点播服务，形成了包月、单点的业务模式，其中高清点播服务为全国首家推出；并基于互动电视业务平台推出了各类增值服务及产品，包括教育、游戏、财经、卡拉 OK、行业视窗、生活服务信息、电视支付、电视商务和电视应用工具等，目前已经拥有 20 多款增值业务产品。收费方面，互动电视基础服务费为 35 元/月，点播功能为 5 元/月，视频点播及增值服务根据内容及清晰程度的不同，收费标准也有较大差别。在非该公司控制的区域，公司采取与当地企业合作经营、分成的模式，根据当地用户基础数量不同，采取的分成标准也有所差异，定价模式较为灵活。截至 2017 年末，公司互动电视业务除西藏、海南无覆盖外其他省市均有覆盖，在浙江省内互动电视收费用户为 297.93 万户。2018 年 3 月末，该用户数进一步上升至 303.02 万户。

该公司付费频道业务主要面向对电视节目有一定专业、个性需求的用户，该部分用户对开路电视节目及广告打扰感到厌烦，愿意为收看专业节目额外支付一部分费用。付费频道业务的频道种类丰富，涵盖影视、体育、科学、生活、娱乐等各个方面。业务的价格参考频道提供商基础价格定价，并根据本地情况作适当调整，定价主要集中在 8~40 元/月的区间；少部分频道，如高尔夫、欧洲足球及 CHC 高清电影频道收费较高，分别为 100 元/月、188 元/月及 120 元/月。截至 2017 年末，公司付费频道用户数为 421.38 万户，较上年末增长 18.03%。2018 年 3 月末，该用户数进一步上升至 426.8 万户。

在付款方式上，视听费方面的用户付费以自行缴纳为主，并且随着与银行合作范围的扩大，通过银行代扣代缴的用户越来越多（余额不够时自动扣缴、单次扣缴至少 80 元），该公司用户收费率得以提高。

该公司拥有丰富的节目内容资源，与国内外知名的内容供应商建立了良好

¹¹ 互动电视基于广电双向网络、机顶盒及电视机终端开展双向互动视音频业务，可以理解为双向改造完毕后的数字电视服务，其独立于基本收视费，需另外购买。

的合作关系，公司购买节目主要用于自有频道¹²播出，节目内容包括国内生产及国外引进以及自行摄制等，以国内节目为主。公司对国内节目采取独家买断模式。国外进口节目需先经文化部、广电总局批准，但单本节目由省级广播电视局批准即可。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司节目内容采购支出分别为 4.29 亿元、3.07 亿元、2.05 亿元和 0.51 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司引进的仍在版权期且媒体资源库拥有备份的节目内容资源包括 6122 部电影、2796 部电视剧、282 部电视栏目、757 部动画片、1120 部纪录片、320 部体育电竞类节目等。公司的节目内容资源可供多平台使用。2016 年以来，公司尝试自行拍摄节目，但数额较小。

商品销售

该公司商品销售收入主要为机顶盒销售收入。公司对每户每本房产证赠送一台基本型机顶盒（该台机顶盒账务处理上计入长期待摊费用，摊销期限为 2 年），超出一台则须自行购买（计入收入）。受杭州地区高清整转、省网整合的推进以及中广有线的并入，该部分收入在 2014 年达到峰值¹³，但由于公司营销策略的调整，将原本单独销售的机顶盒与其他产品打包以套餐形式销售，再加上随各地广电互动平台搭建完毕，对应的服务器设备销售收入大幅度降低，2015 年以来公司商品销售收入呈波动性下降。2015~2017 年该项收入分别为 2.59 亿元、1.93 亿元和 2.14 亿元。

该公司的机顶盒主要采购自浙江飞越数字科技有限公司、数源久融技术有限公司、广东九联科技股份有限公司、深圳创维数字技术有限公司等公司，货源供应渠道相对稳定。机顶盒品种主要分为广播型、基本型、增强型及高清晰型。近年来，随着用户需求逐渐向高清互动电视转换，公司对高清晰型机顶盒采购量逐年递增。2015 年公司采购的高清机顶盒数量占比为 56.58%，2017 年该比例上升至 91.87%。采购价格方面，近三年机顶盒采购价格总体呈下降趋势。公司采用每年招标的方式确定供应商，通过协议方式定价，付款方式为 到货首付 30%，六个月后付 60%，一年后付 10%。

图表 10. 公司有线电视采购情况（单位：亿元）

采购种类	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
机顶盒	2.00	2.69	2.43	0.51
节目内容	4.29	3.07	2.05	0.51
硬件设备	3.63	10.35	7.89	1.23
合计	9.91	16.11	12.37	2.25

资料来源：华数集团

网络接入及节目传输

网络接入收入指该公司向房地产开发商收取的普通电视、数字电视入网费，包括经有关部门批准收取的配套费、初装费以及其他形式的网络接入费。

¹² 该公司自有频道主要指华数 TV。

¹³ 2014 年该公司实现商品销售收入 3.64 亿元。

开发商按照住宅用户 16 元/平方米、非住宅用户 1500 元/终端¹⁴支付网络接入费。该部分收入目前的会计处理为确认后按十年进行分摊，2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现网络接入收入 3.73 亿元、4.17 亿元、5.17 亿元和 1.41 亿元。

节目传输收入分为卫星频道落地费和其他传输收入。卫星频道落地费指向浙江省以外的其他省市卫视频道收取的在浙江省有线电视网络传输的费用。除此以外的非卫星传输如购物频道、房产频道等传输收入为其他传输收入。该合同每年 6 月至第二年的 6 月为一个周期，每半年支付一次。2015~2017 年及 2018 年第一季度该项收入分别为 4.78 亿元、4.06 亿元、3.67 亿元和 0.74 亿元。

B. 互联网业务

该公司互联网业务包括互联网宽带业务、手机电视业务和互联网视频业务。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司互联网业务收入分别为 12.65 亿元、18.71 亿元、22.99 亿元及 5.03 亿元。近年来公司互联网业务收入逐年增长，增量主要来自互联网宽带业务。

图表 11. 公司互联网业务收入构成

业务类别/金额（亿元）	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度
互联网宽带业务	10.65	15.95	19.49	3.73
手机电视业务	1.14	0.89	0.96	0.14
互联网视频业务	0.87	1.87	2.55	1.16
合计	12.65	18.71	23.00	5.03

资料来源：华数集团

互联网宽带业务

互联网宽带业务主要是通过向用户提供互联网宽带服务并收取相应费用。随中广有线的并入及浙江省内有线电视网络整合的推进，公司互联网宽带业务覆盖范围也由原来的杭州及周边地区拓展至中广有线业务覆盖区域及省内其他地区，目前，公司有线电视网络覆盖地区均覆盖公司宽带线路。主要得益于对华数网通信息港有限公司¹⁵宽带网络业务和相应资产包的收购及公司的大力推广，2017 年末，杭州市（市区及五县市）大众宽带用户数达到 86.37 万户，2018 年 3 月末该用户数进一步提升至 87.66 万户。除为大众用户及集团用户提供一般互联网宽带服务外，公司互联网宽带业务还包括为集团用户提供视频监控、信息化等数据业务服务。近年来公司大力发展集团客户相关业务。随用户数量的持续增长、集客组网及视频监控等业务收入增长，2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司分别实现互联网宽带收入 10.65 亿元、15.95 亿元、19.49 亿元和 3.73 亿元，增长较快。

手机电视业务

¹⁴ 对安装 10 个终端以上的单位用户，每个终端最高 600 元。

¹⁵ 2013 年第四季度，华数传媒收购了华数网通信息港有限公司宽带网络业务及相应资产包。

手机电视业务是指结合电信运营商移动传输网络和移动流媒体平台，以视频内容为主，为用户提供广电级直播、点播和下载服务，涵盖影视、新闻、财经、音乐、娱乐等内容。随着 4G 网络的逐渐成熟和推广，以及用户对碎片化时间消遣管理、谈资等方面的诉求，用户对手机短视频使用逐渐增加，电信运营商、传统互联网视频网站都对手机视频给予了极大的关注。

该公司手机电视业务目前覆盖终端主要为手机，目前已逐步往 PAD/MID 等移动互联网终端渗透和延伸。公司于 2010 年 6 月获得杭州广播电视台的 3G 手机电视集成播控平台和内容服务平台运营资质独家授权¹⁶，并在 2010 年内与移动、联通、电信三大运营商手机视频基地达成“华数品牌专区”、运营商垂直频道等业务合作，为全国手机用户提供从 2.75G 到 4G 手机电视服务；同时也与移动、联通、电信三大运营商基地和省分公司及其他运营渠道进行合作，提供手机视频业务，目前公司产品已全面进入咪咕视讯、咪咕传媒、天翼视讯、联通总部等相关市场。随着手机电视业务的快速发展，相关的产品价格根据合作产品情况与每个运营商共同制定，主要采取分成收费模式，包括不同金额的产品包和按次点播收费的模式。

该公司手机电视业务从 2010 年开始发展，业务收入规模较小，且近年来收入呈下降趋势，主要是由于该类业务竞争较为激烈。2015~2017 年及 2018 年第一季度，公司手机电视业务分别实现收入 1.14 亿元、0.89 亿元、0.96 亿元和 0.14 亿元。

互联网视频业务

互联网视频行业主要有两个资质牌照：一是针对专网模式、由工信部及各省通信管理局颁发管理、互联网企业运营网站必须拥有的 ICP 证¹⁷；二是针对公网模式、由广电总局及各省广电局颁发管理、从事互联网视频业务所需的“信息网络传播视听节目许可证”。目前互联网视频市场竞争较充分。

该公司的互联网视频业务，同时运营专网和公网两种模式，在 2010 年之前以专网模式为主，2010 年下半年开始逐步发展公网模式视频网站。专网模式下的视频业务目标市场是全国各省市的各类宽带运营商，包括广电、电信、移动、联通等宽带运营商，通过整站代维代建、NAP¹⁸链路内容传输、内容点击分成等模式合作运营，收入来自于宽带运营商的结算。专网模式的市场相对成熟，公司该部分收入来源近年来也一直保持稳定，但在互联网视频业务收入中占比不大，不到四分之一。

公网模式下的视频业务是指以该公司运营的流媒体门户网站“华数 TV”为主体，提供流媒体内容服务业务，服务范围覆盖全国各宽带用户，实际客户主要集中于浙江省，重点对象是 25-40 岁的白领阶层，用户网站浏览方式主要为

¹⁶ 运营商的网络从 3G 到 4G 的升级对公司的手机电视业务基本无影响，授权继续有效。

¹⁷ 即增值电信业务经营许可证，是指利用公共网络基础设施提供的电信与信息服务的业务的许可证。

¹⁸ NAP (network access point)，即网络接入点，是因特网的路由选择层次体系中的通信交换点。每个网络接入点都由一个共享交换系统或者局域网组成，用来交换业务量。

观看影视、游戏娱乐及观看资讯。自 2012 年正式上线，“华数 TV”为全国网民免费提供包含电视剧、电影、动漫、求索、少儿、直播、纪录片、原创、资讯、娱乐、体育等 20 多个频道的点直播服务。收入来自于网站访问量带来的各类广告植入，以品牌广告为主。2015 年公司 PC 端“华数 TV”和手机端“华数 TV 客户端”上线。2017 年“华数 TV”的 PV 和 UV¹⁹分别达到了日均 4000 万和 1200 万。此外，华数互联网电视终端覆盖规模超过 1 亿台，激活点播用户超过 8000 万。

2015~2017 年及 2018 年第一季度，该公司互联网视频业务分别实现收入 0.87 亿元、1.87 亿元、2.55 亿元和 1.16 亿元。随用户数量增长和与其他运营商合作增多等，公司互联网视频业务收入逐年增加。

C. 其他业务

该公司其他业务品种较多，包括广告、影视、专用设备销售、技术服务及新媒体等，但占营业收入的比重均不大。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司其他业务收入分别为 7.62 亿元、5.75 亿元、8.17 亿元及 2.00 亿元。

广告业务

该公司广告类业务主要由华数传媒网络有限公司（简称“传媒网络”）、浙江华数信息传媒科技有限公司（简称“信息传媒科技”）、浙江广电移动电视有限公司和中广有线负责，基于公司的互动电视、互联网电视、手机电视、互联网视频等业务平台，提供包括开机广告、页面浏览广告、随片广告等多种形式的广告服务。2012 年以来公司广告终端平台范围逐步从杭州本地及周边拓展到全国，公司终端平台有全国 TV 终端、全国手机终端、网络 PC 终端（PC 端广告收入为互联网视频收入的一部分）²⁰，并从目前三个平台相对独立运营模式转向整合营销、立体传播的模式，实现广告业务的跨平台统一投放，广告客户群体亦随之从地方性区域扩展至全国。近年来受广告市场竞争加剧等因素影响，公司广告收入有所减少，2015~2017 年及 2018 年第一季度公司广告业务收入分别为 2.32 亿元、1.96 亿元、1.88 亿元和 0.24 亿元。

影视、专用设备销售、技术服务及新媒体等

该公司自 2010 年起涉足影视行业，首部投拍的电视剧为《精忠岳飞》，合作方为东阳盟将威影视文化有限公司，此后陆续参与投拍了《画皮 2》等电影和电视，2015 年以来公司参与投资的影视剧包括《望夫成龙》、《王可可逃婚记》、《爱情也包邮》及《马头琴传说》等。2017 年以来，公司无新增影视剧投资。

该公司专用设备销售的具体操作是，在互动电视内容分发给各地广电网络公司时，部分专用服务器约定由当地广电公司负责投资投入，这种情况下由公司统一采购后，再销售给当地广电公司，但该项业务收入稳定性较差。

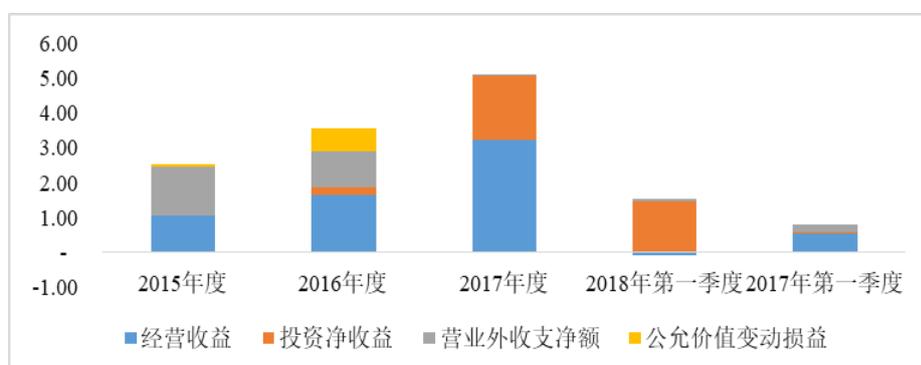
¹⁹ PV 指页面浏览量，UV 指独立访客，每一台独立电脑算一个 UV。

²⁰ TV 终端主要包括全国数字电视和全国互联网电视两大平台；PC 终端主要包括华数互联网宽屏和多媒体信息查询机；手机终端主要是指 3G、4G 手机电视集成播控平台。

另外，该公司近年来积极往 4K 电视²¹内容和 VR²²视频等新媒体业务方面进行探索。2015 年 2 月公司首次采购了 4K 拍摄、制作、合成的电视剧《淑女之家》，并通过新媒体独播；2016 年以来，公司持续加大对 4K 产品与内容的投入，加强 4K 等特色内容运营。2018 年，公司成立 4K 攻关专项组，稳步推进符合 4K 超高清电视行业标准的内容库、平台、传输网络和家庭终端等全系统建设，以满足用户高质量的收视消费需求。在传输技术上，公司采用了 H.265 解码技术，解决了视频传输过程中画质受损的问题。在 VR 视频业务方面，公司提出了 VR 视频的有线传输方案，分直播、轮播和点播三种业务模式进行，并以用户体验为导向，与大朋 VR 等硬件终端厂家进行合作。目前公司正在开展有线网 VR 在 C 端（即客户端）标准化产品的落地建设工作。

（2）盈利性

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据华数集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

2015-2017 年，该公司分别实现收入 66.68 亿元、71.91 亿元和 78.89 亿元，营业收入持续增长，同期公司毛利率稳中略升。就具体各项业务而言，互联网业务毛利率较高，但不同年份有一定波动性；有线电视业务毛利率在 30% 左右。2015-2017 年，公司毛利分别为 20.55 亿元、22.51 亿元和 26.31 亿元。从毛利构成来看，近年来互联网业务毛利贡献不断提升，由 2015 年的 28.70% 上升至 2017 年的 39.82%；有线电视业务毛利贡献由 2015 年的 69.60% 下降至 2017 年的 56.69%，但占比仍在一半以上。营业收入及综合毛利率的逐年提升带动了营业毛利的增加，公司总体经营获利能力较为稳定。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	66.68	71.91	78.89	18.04	17.97

²¹ 4K 电视是指 3840×2160 像素分辨率的电视机，它的分辨率是 2K 电视的 4 倍，在此分辨率下，观众将可以看清画面中的每一个细节，每一个特写，得到一种身临其境的观感体验。目前 4K 电视的普及受限于内容资源的匮乏。

²² VR (Virtual Reality) 即虚拟现实，是指利用计算机生成一种模拟环境，是一种多源信息融合的交互式的三维动态视景和实体行为的系统仿真，使用户沉浸到该环境中。

毛利 (亿元)	20.55	22.51	26.31	5.31	5.54
期间费用率 (%)	27.76	27.17	27.86	29.33	27.10
其中: 财务费用率 (%)	2.02	-0.64	-0.23	0.54	-0.16
全年利息支出总额 (亿元)	2.57	0.92	0.42	0.38	未提供
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.27	0.14	0.008	—	未提供

资料来源: 根据华数集团所提供数据整理。

该公司期间费用率稳定在 27% 左右, 处于较高水平, 对营业利润吞噬明显。公司期间费用中管理费用和销售费用占比较大, 2017 年占期间费用的比例分别为 61.55% 和 39.28%, 其中管理费用中职工薪酬和研发费用比重较大。近年来, 公司管理费用和销售费用的增加主要系业务开展以及收购各地广电运营公司导致人员成本增加所致。公司财务费用较少, 由于发行债券置换了成本较高的银行借款, 且利息收入增加, 近年来公司财务费用有所下降。2015-2017 年, 公司资产减值损失金额分别为 0.60 亿元、0.96 亿元和 0.72 亿元, 主要为坏账损失和固定资产减值损失。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益 (亿元)	0.09	0.67	1.87	1.45	0.03
其中: 理财产品收益 (亿元)	—	0.06	0.53	0.26	0.009
持有及处置以公允价值计量且变动计入当期损益的投资收益 (亿元)	—	0.004	0.07	0.07	—
权益法核算的长期股权投资收益 (亿元)	—	0.57	1.12	-0.003	0.20
处置长期股权投资产生的投资收益 (亿元)	—	—	0.16	1.19	—
营业外收入与其他收益²³ (亿元)	1.78	1.37	1.21	0.15	0.25
其中: 政府补助 (亿元)	1.47	1.26	0.07	0.07	0.14

资料来源: 根据华数集团所提供数据整理。

从利润结构看, 近年来该公司利润主要来源于经营收益, 此外, 投资收益和营业外净收入对利润也形成一定补充。公司营业外收入主要为补贴类收入, 2015-2017 年分别为 1.47 亿元、1.26 亿元和 1.03 亿元²⁴。同期公司投资收益分别为 0.09 亿元、0.67 亿元和 1.87 亿元, 主要来源于长期股权投资、持有可供出售金融资产及投资理财产品取得的收益。2017 年投资收益规模较 2016 年大幅增长, 主要是来源于理财产品投资规模增加、参股的华数网通信息港有限公司 (简称“网通信息港”) 处置浙江华通云数据科技有限公司导致当年净利润较高所致。

2015~2017 年该公司分别实现利润总额 2.53 亿元、3.36 亿元和 6.19 亿元, 由于公司本部和多家有线电视运营子公司免缴所得税以及下属的网络公司作为高新技术企业缴纳 15% 所得税, 公司所得税负担较小。近年来公司盈利规模

²³ 根据 2017 年 6 月 12 日起执行经修订的《企业会计准则第 16 号——政府补助》, 与企业日常经营活动相关的政府补助计入其他收益。上述会计政策变更采用未来适用法处理。

²⁴ 此处对 2017 年政府补贴总额进行调整, 加回分类至其他收益科目的政府补贴 0.96 亿元。

逐年提升，2015~2017 年公司净利润分别为 2.17 亿元、2.98 亿元和 5.91 亿元，净利润率分别为 3.26%、4.14% 和 7.50%，主要受益于当年主营业务盈利水平提升以及较大规模的投资收益，2017 年公司净利润率较上年增长了 3.36 个百分点，当年净资产收益率和总资产报酬率分别为 3.78% 和 5.03%。2017 年公司其他综合收益-1.98 亿元，主要系投资的贵州省广播电视信息网络股份有限公司自 2016 年上市以来股价持续下跌，公司相应确认公允价值变动所致。

2018 年 1~3 月，该公司实现营业收入 18.04 亿元，与上年同期基本持平；综合毛利率为 29.44%，较上年同期下降 1.40 个百分点；当期公司实现投资净收益 1.45 亿元，主要是由于公司处置所持中电数据服务有限公司（简称“中电数据”）股权的投资收益约 1.20 亿元²⁵。由于投资收益的增长，同期公司实现净利润 1.56 亿元，较上年同期大幅增加 0.82 亿元。

(3) 运营规划/经营战略

在“三网融合”的背景下，该公司计划深入实施“新网络+应用”、“新媒体+内容”及“大数据+开发”三大战略，依托广电网络，积极推进“智慧化新网络+服务化新媒体+数据化新平台”建设。具体而言，2018 年公司计划推进集团内部分网络资产注入上市子公司及优化集团组织架构；推进 IPv6²⁶“华数根”和“广电根”的建设运营；开展与电影、电视剧优质生产企业的战略合作以及头部影视内容建设；推进 4K 频道试点工作；加大 TVOS3.0 系统应用以及数字创意产业孵化器建设等。随着战略规划的逐步实施，预计公司未来仍有一定规模的投资支出。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司成立以来进行了多次增资及股权变更，目前股权结构清晰。

(1) 产权关系

截至 2017 年 3 月末，杭州昆石及浙江易通分别持有该公司 25.10% 的股权，为公司并列第一大股东。

其中，杭州昆石成立于 2016 年 8 月，由 2 个法人股东出资设立，截至 2018 年 3 月末，文广投资持股比例为 91.78%，杭州文投创业投资有限公司（简称

²⁵ 2018 年 3 月 27 日，该公司与中国电子信息产业集团（简称“中国电子信息”）签订股权转让协议，公司将所持中电数据 12% 股权以 1.215 亿元价格转让给中国电子信息。中电数据成立于 2014 年，是一家以健康医疗大数据为基础的具备整合、管理、应用与运营服务能力的大数据平台公司，该部分处置收入计入处置长期股权投资产生的投资收益。

²⁶ IPv6 是 Internet Protocol Version 6 的缩写，其中 Internet Protocol 译为“互联网协议”。IPv6 是 IETF（互联网工程任务组，Internet Engineering Task Force）设计的用于替代现行版本 IP 协议（IPv4）的下一代 IP 协议。

“杭州文创”²⁷持股比例为 8.22%。根据杭州昆石的公司章程，文广投资将全部表决权委托给杭州文创，杭州文创行使股东会 100%表决权，并推荐杭州昆石董事会所有四名董事，杭州文创可控制杭州昆石。杭州文创的控股股东为杭州市文化创意产业办公室，杭州市文化创意产业办公室为杭州市委宣传部管理的事业单位，其出资单位为杭州市财政局。

浙江易通为浙江广播电视集团的子公司，主要从事广播电视网络的投资、开发及管理。浙江广播电视集团是浙江省委、省政府直属的新闻宣传单位，主要从事新闻宣传和广告经营业务。

(2) 主要关联方及关联交易

在关联交易方面，2017 年该公司采购商品与接受劳务支付给关联方金额合计 0.25 亿元，主要包括公司向杭州地铁电视有限公司支付的广告业务分成费 0.12 亿元、向杭州文化广播电视集团支付的业务资质授权费 0.10 亿元以及向新昌县广播电视总台支付的宣传费 0.01 亿元等。当年公司出售商品和提供劳务收到关联方金额合计 0.12 亿元，主要包括收取南通广播电视台的广告收入 0.05 亿元、收取扬州广播电视总台的网络接入收入 0.02 亿元以及收取杭州文化广播电视集团视听费及宽带网络业务收入 0.02 亿元等。当年末公司应收关联方款项余额为 5.74 亿元，应付关联方款项余额为 0.61 亿元。通过正常业务往来，公司业务得以顺利开展，关联资金往来未对公司经营造成不良影响。

(3) 公司治理

该公司内部组织机构设置合理，并根据自身特点逐步建立健全内部管理制度，经营管理总体较规范。

该公司根据现代企业管理制度和相关法律法规的要求设立了股东会、董事会、监事会等机构，其中股东会为公司的权力机构，董事会为公司的常设决策机构，监事会为公司的监督机构，日常经营实行董事会领导下的总经理负责制。公司董事会成员共 12 人，董事经股东会选举产生。董事会设董事长一人、副董事长二人，董事长由杭州昆石推选的董事担任，副董事长分别由浙江易通和宁波广播电视集团推选的董事担任。公司监事会成员共 7 人，其中非职工代表 5 人，由杭州昆石、浙江易通、西湖电子、杭州日报报业集团有限公司及宁波广播电视集团各推选一名，经股东会选举产生；职工代表 2 人，由公司职工代表大会民主选举产生。监事会设主席一名，由全体监事过半数选举产生。此外，为保证和监督党和国家方针、政策在公司的贯彻执行，公司设立了党委会。党委会参与公司重大问题决策，对关系公司改革发展稳定的重大问题提出意见和建议，支持股东、董事会、经理层、监事会依法行使职权。

²⁷ 文广投资现隶属于杭州文化广播电视集团（简称“杭州文广集团”）。杭州文广集团是集广播电视、文化演艺、有线网络和其它服务于一身的综合性现代文化传媒集团，由杭州市财政局以行政划拨方式出资 5 亿元成立，文广投资是杭州文广集团对外投资活动的运作主平台，负责管理集团（公司）内除新闻传媒、文化演艺两大板块外的其他事业单位。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

在实际运营中，该公司股东对公司运营具有一定的影响力。但公司在业务、人员、资产、机构、财务等方面均独立于股东。在经营管理各个环节仍能保持应有的自主经营能力，独立运作机制尚可。

该公司本部主要行使对下属企业投资管理的职能，通过向下属企业委派或推荐董事、总裁、财务总监、批准生产计划和经营预算等方式实现对下属企业的有效控制，贯彻集团公司决策意图。公司本部根据自身经营管理需要设置了相应的职能部门。总体来看，公司各职能部门之间职责划分较为明确，在业务开展中能够做到既保持应有的独立性，也能保持协作的顺畅。公司组织架构详见附录二。

该公司业务运营主体主要包括华数传媒、中广有线、宁波华数以及浙江华数等公司。2017 年末公司持有华数传媒 41.85%的股权。同期末，公司持有宁波华数 68.98%的股权。2017 年末，公司持有浙江华数 9.04%的股权，并通过华数传媒持有浙江华数 8.30%的股权，为第一大股东，剩余有表决权股份由其他 46 个股东持有，且他们之间或者其中一部分股东之间不存在进行集体决策的协议，公司在浙江华数共 13 人²⁸的董事会中占有 2 席，华数传媒占 1 席，其他董事席位均来自不同股东。根据浙江省委省政府的《关于加快广播电视有线网络“一省一网”整合发展的通知》乡(浙委办 100 号)的文件要求，浙江华数董事长由公司董事长兼任。浙江华数总经理、执行总裁、财务负责人等主要管理团队成员等由公司管理人员兼任。浙江华数财务预算编制需经过公司批准。在资金财务、市场销售、技术运营平台、建设投资、产品规划等方面，公司对浙江华数实施控制。当年末，公司持有中广有线 42.96%的股权，为第一大股东，剩余有表决权股份由其他 16 个股东持有，且他们之间或者其中一部分股东之间不存在进行集体决策的协议，公司在中广有线共 13 人的董事会中占有 5 席，其他董事席位均来自不同股东。中广有线法定代表人由公司总裁担任，总裁、财务总监由公司提名推荐并担任。中广有线年度预算、产品策略、市场政策、财务核算等日常经营纳入公司体系。公司对中广有线同样具有实质控制权。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司根据《公司法》、《会计法》等有关法律和法规的要求，制定了《公司章程》、《人事薪酬制度》、《杭州数字电视公司管理手册》等一系列管理制度，涉及担保管理、预算管理、资金管理、投融资管理、技术与研发管理、组织管理、市场与销售、财务与内控、数字电视建设运维、客户服务、营账管理、物流控制、人力资源管理、运营与行政、分子公司管理、品牌与法务等各方面，

²⁸ 含 1 位职工董事。

涵盖了公司日常经营、管理的各个环节。

预算管理方面，该公司为配合战略规划以及年度经营计划的实现，制定了《预算管理制度》。预算分为利润中心预算（承担收入、收费任务的部门）和费用中心（专业及管理职能部门）预算两类，各利润中心对每年度的主营业务收入、各种消耗、费用、税金作全面预计和测算，各费用中心仅对年度内本部门各项花费进行测算汇总，并标注这些预算的测算依据。

担保管理方面，该公司根据《公司法》、《担保法》和公司法人治理的相关规定设立了《担保管理办法》。该办法适用于公司本部、公司全资、控股、均控股子公司、实际控制公司及下属公司（简称“所属公司”），规定了公司本部及所属公司担保管理职责、原则和工作要求，明确了所属公司担保事项的审批程序和权限。根据要求，公司资金部为担保事项的归口管理部门，原则上公司本部及所属公司不允许对非关联公司、兄弟公司提供担保，允许有条件的对股东提供担保，所有涉及对外担保事项均由集团党委会、股东会审批。

(3) 投融资及日常资金管理

在投资管理方面，该公司设定了严格的审批权限，1 亿元以上的对外投资决策以及 2 亿元以上的对外融资决策均须经董事会讨论，并由三分之二以上的董事表决同意。公司《对外投资管理制度》中对新投资项目、已投资项目的股权转让、已投资项目的增资、已投资项目减资的工作流程作出了具体规定，涵盖了项目登录、项目分配、项目筛选、内部立项、尽职调查、项目初评、项目终评、项目实施、投资后管理及项目退出等环节。

资金管理方面，该公司设立了《资金管理办法》、《资金竞争性存放实施办法》、《短期资金运营管理办法》及《账户和资金运作管理办法》等，涵盖资金预算管理、资金融资管理、银行账户管理等方面。公司资金部统一管理公司资金，负责构建资金信息平台（现金管理系统）²⁹，并对公司本级及所属公司资金收支情况进行统一运营、动态监督管理和考核。所属子公司按国家及公司有关规定，并结合本身业务特点，建立完善内控制度，指导下属公司建立完善资金管理制度；组织做好下属公司资金预算的编制、调整、执行、分析等工作；负责在年度资金预算范围内，统筹下属公司内部资金调度管理，对下属公司资金收支进行监督检查。根据要求，公司实行“收支两条线”资金运作管理模式、资金归集和集中管理、融资集中的管理模式；公司本级各职能部门对于超过 1000 万元的资金收支须提前 15 天通知资金部；所属公司一律不得有未纳入财务管理、核算的账外资金；未经公司授权，所属公司不得参与证券、债券、期货、金融衍生品工具投资，不得开展委托理财业务；相对较高风险的货币市场基金和券商理财产品的总规模控制在集团资金池全部可用头寸的 20% 以内。

²⁹ 除上市公司华数传媒以外，目前公司下属浙江省内公司均通过资金信息平台进行资金管理。

(4) 不良行为记录

根据该公司 2018 年 5 月 10 日的《企业信用报告》，公司本部无信贷违约情况发生。

财务

该公司负债经营程度较低，业务开展现金回笼及时，经营性现金持续大规模净流入，货币资金充裕，资产流动性良好，整体债务压力可控，债务偿还有保障。公司债务偿付能力极强。

1. 数据与调整

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015 年财务报表进行了审计、天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年财务报表进行了审计，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年财务报表进行了审计并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2018 年第一季度财务报表未经审计。公司执行财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。

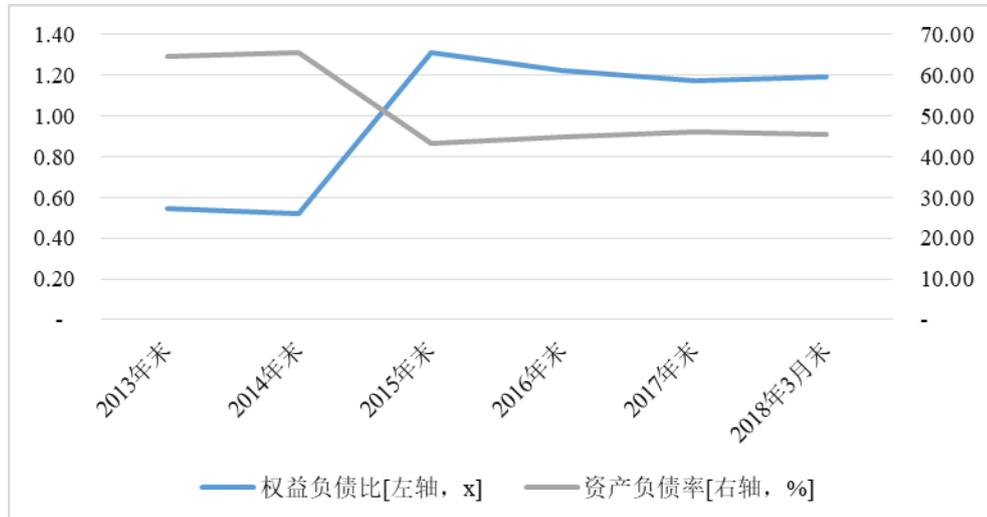
2017 年内该公司因新纳入合并范围子公司 1 家，因股权处置移出合并范围公司 2 家。截至 2017 年末，公司合并范围的控股子公司达到 75 家，其中一级子公司 14 家。

该公司拟向上市子公司华数传媒注入盈利资产，主要包括公司持有的中广有限、宁波华数以及新昌华数数字电视有限公司（简称“新昌华数”）的股权，标的资产均主要从事有线网络运营业务。本次交易拟采用现金支付的方式，初步估算交易金额为 20-30 亿元，该事项构成重大资产重组。华数传媒于 2017 年 12 月 26 日至 2018 年 6 月 25 日停牌，并于复牌后继续推进重组相关事宜。该重组有助于优化集团组织架构。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据华数集团所提供数据绘制。

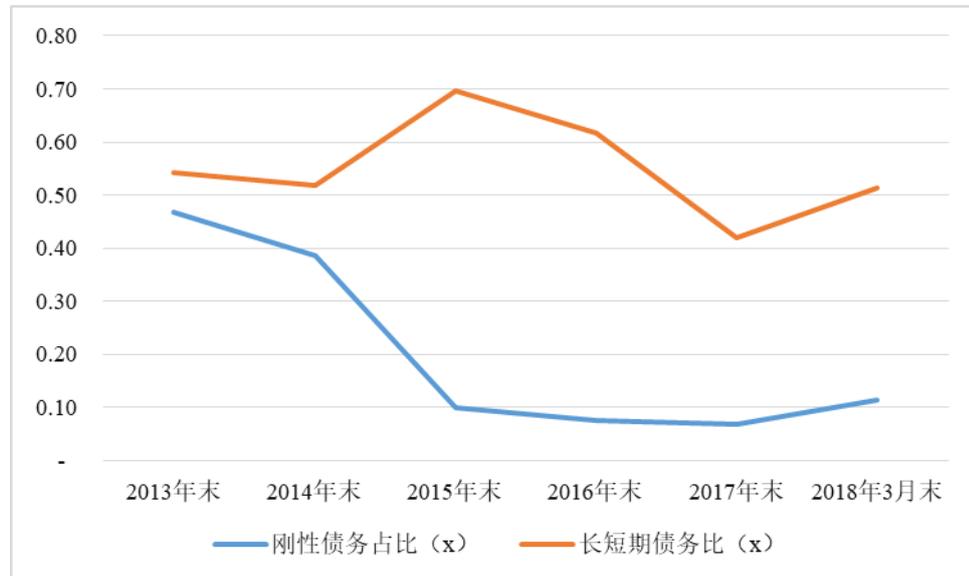
2015年，随着核心子公司华数传媒非公开发行募集资金到位，当年末该公司股东权益增至151.74亿元³⁰，较2014年末增长128.49%，资本实力明显增强。主要由于未分配利润的不断增加，公司股东权益逐年增长，2016~2017年末公司所有者权益余额分别为155.39亿元和157.81亿元。2017年末，公司股东权益中归属于母公司所有者权益为46.54亿元，占股东权益的29.61%，公司少数股东权益占比相对较大。

2015~2017年末该公司负债总额分别为115.59亿元、127.08亿元和134.79亿元，资产负债率分别为43.24%、44.99%和46.07%，逐年略增，但负债经营程度仍处于较低水平。此外，考虑到公司负债中有部分为预收的视听费、网络接入收入以及数字兴农补助等收益性负债，公司实际负债经营程度低于账面所示。

³⁰ 2015年，华数集团控股子公司华数传媒、浙江华数、宁波华数其他股东溢价增资，导致华数集团持股比例下降，但未丧失控制权，华数集团对应享有的控股子公司净资产变动调整其他资本公积，2015年末因此调整其他资本公积共计24.33亿元，导致资本公积余额较上年末大幅增加。同时，少数股东权益增长58.95亿元。2015年4月，华数传媒非公开发行股票募集资金65.36亿元，主要用于媒资内容中心建设等。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
刚性债务 (亿元)	36.35	49.31	23.86	21.85	21.61	21.42
应付账款 (亿元)	9.38	16.22	17.98	20.66	24.49	23.76
预收账款 (亿元)	10.95	23.46	27.60	30.58	31.52	32.70
其他应付款 (亿元)	5.97	6.86	7.01	8.02	6.70	9.30
刚性债务占比 (%)	46.72	38.73	20.64	17.19	16.03	16.11
应付账款占比 (%)	12.06	12.74	15.56	16.26	18.17	17.88
预收账款占比 (%)	14.08	18.43	23.88	24.07	23.39	24.60
其他应付款占比 (%)	7.67	5.39	6.07	6.31	4.97	7.00

资料来源：根据华数集团所提供数据绘制。

从负债期限结构来看，该公司负债中流动负债比重较大。因业务开展特点，公司预收款项和应付账款等经营性负债规模较大。2015~2017 年末公司流动负债余额分别为 68.10 亿元、78.55 亿元和 94.97 亿元，同期末长短期债务比分别为 69.73%、61.79%和 41.94%。

该公司流动负债主要由短期借款、一年内到期长期借款、应付账款、预收款项、应付职工薪酬及其他应付款等构成，2017 年末上述科目余额占负债总额的比例分别为 3.01%、4.14%、8.37%、10.77%、2.46%及 2.29%。当年末，公司短期借款余额为 8.80 亿元，均为信用借款；一年内到期的长期借款余额 12.12 亿元，主要为一年内到期的长期借款 0.12 亿元以及一年内到期的中票 12.00 亿元，为 15 华数 MTN001 和 15 华数 MTN002；应付账款余额为 24.59 亿元，主要为应付的各类设备、软件开发、机顶盒购置款以及节目内容采购款等；预收款项余额为 31.52 亿元，主要为预收的各类视听费；其他应付款余额为 6.70 亿元，主要为省网整合形成的应付股权转让款³¹。

³¹ 该公司于 2010 年以来推进浙江省广电网络整合，对全省各地电视台、广电运营商进行收

该公司的非流动负债主要包括长期借款和递延收益，2017 年末二者余额占负债总额的比例分别为 0.05% 和 13.37%。当年末，长期借款余额为 0.14 亿元，均为质押借款；递延收益余额为 39.13 亿元，主要为网络接入收入及政府补助，分别将在收到后分十年及五年转入营业收入；随着 2015 年发行的两期中票调整至一年内到期的非流动负债，当年末其他非流动负债余额降至零。此外，随融资租赁款的支付，2017 年末公司不再有长期应付款。

截至 2018 年 3 月末，该公司负债总额为 132.92 亿元，资产负债率为 45.56%，负债经营程度仍维持较低水平，短期借款较年初增长 68.30% 至 14.81 亿元，一年内到期非流动负债降至零³²，递延收益下降 29.26% 至 27.68 亿元³³，此外负债结构未发生重大变化。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	22.15	31.99	7.36	9.19	21.47	21.16
其中：短期借款	19.99	24.70	6.81	8.60	8.80	14.81
一年内到期非流动负债	1.62	3.10	-	-	0.12	-
应付短期债券	-	3.67	-	-	-	-
应付票据	0.49	0.44	0.21	0.20	0.21	0.22
其他短期刚性债务	0.05	0.08	0.34	0.39	12.34	6.13
中长期刚性债务合计	14.20	17.32	16.50	12.66	0.14	0.26
其中：长期借款	9.20	13.32	1.50	0.66	0.14	0.26
应付债券	-	-	12.00	12.00	-	-
其他中长期刚性债务	5.00	4.00	3.00	-	-	-

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

2015~2017 年末，该公司刚性债务余额分别为 23.86 亿元、21.85 亿元和 21.42 亿元，主要为银行借款和应付债券，刚性债务规模逐年略降。2015 年因核心子公司华数传媒非公开发行资金到位，公司资金充裕，对短期银行借款需求减小并进行了偿还，使当年末公司刚性债务规模下降且债务期限结构更偏长期化。2017 年末，主要由于长期债券即将于一年内到期，公司短期刚性债务余额增加至 21.47 亿元，长期刚性债务余额下降至 0.14 亿元，公司刚性债务期限结构集中于短期。2018 年 3 月末，公司以短期借款置换了到期的 2015 年第一期中票，刚性债务规模与年初基本持平，结构亦未发生明显变化。同期末刚性债务占公司负债总额比重为 16.11%。公司整体债务压力可控。

购，截至 2018 年 3 月末浙江省全省 80 个广电有线网络中，已有 75 个签订了框架协议加入“一省一网”，整合工作已接近尾声。

³² 其中 2015 年第一期中票 6.00 亿元完成本息兑付，2015 年第二期中票 6.00 亿元被调整至其他非流动负债科目，本报告将该 6.00 亿元在图表 17 中列示至其他短期刚性债务。

³³ 主要系科目调整，将部分递延收益调整至其他非流动负债科目，实际待摊销金额变化不大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期 (天)	105.32	64.35	74.76	80.77	86.04
营业收入现金率 (%)	118.48	120.90	113.07	109.08	107.29
业务现金收支净额 (亿元)	12.91	30.21	32.43	28.72	35.70
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.14	-2.44	-4.46	-5.01	-14.39
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	12.77	27.78	27.97	23.71	21.31
EBITDA (亿元)	9.82	19.67	22.78	16.42	27.36
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.27	0.46	0.75	1.57	2.94
EBITDA/全部利息支出 (倍)	5.60	6.18	8.85	17.90	63.32

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

得益于有线电视运营业务特殊的服务性质，该公司经营回款多为预收，营业收入现金率一直处于良好水平，2015~2017 年及 2018 年第一季度分别为 113.07%、109.08%、107.29% 和 107.06%，公司通过经营活动获取现金的能力较强。同期，公司经营性现金净流入量分别为 27.97 亿元、23.71 亿元、21.31 亿元和 1.03 亿元，经营性现金净流入与短期刚性债务之比分别为 1.42、2.87、1.39 和 0.05，其中 2017 年该比率下降较多主要是由于当年经营活动净现金流略有下降而由于 2015 年发行的两期中票将于一年内到期导致短期刚性债务大幅增加所致，但经营活动净现金流仍可基本覆盖短期刚性债务，此外由于融资渠道较为畅通，公司即期偿债压力小。

2015~2017 年，该公司 EBITDA 分别为 22.78 亿元、16.23 亿元和 27.36 亿元，主要由固定资产折旧、无形资产和其他资产摊销及利润总额构成。主要受益于 EBITDA 规模的提升，2017 年 EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖程度继续提升，现处于较高水平，且经营性现金净流入量充足，总体来看公司偿债能力极强。

(2) 投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-21.84	-8.51	-2.74	-3.29	3.53
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-8.32	-17.65	-18.32	-11.84	-20.29
其他因素对投资环节现金流量影响净额	1.95	0.68	-41.12	-12.28	-8.38

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
投资环节产生的现金流量净额	-28.18	-25.48	-62.18	-27.40	-25.14

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

从投资性现金流来看，近年来该公司数字电视整转投入、对下属区县有线网络公司的收购、无线宽带城域网的建设、有线电视网络建设与更新以及白马湖园区建设投入等，使得资本性支出规模较大，投资性现金流呈现净流出状态。除购建固定资产及其他资产资金流出外，公司还将闲置资金购置理财产品。2015~2017年及2018年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-62.18亿元、-27.40亿元、-25.14亿元和-12.50亿元，其中2015年投资活动产生的现金净流出规模较大，主要是公司当年将较大规模的闲置资金购置理财产品所致。未来随着省网整合、高速网络建设、新媒体产业链上下游资源整合、媒资内容中心建设及“华数TV”互联网电视终端全国拓展项目等的持续推进以及其他投资项目的实施，预计公司后续投资现金流仍将维持净流出状态。

(3) 筹资环节

该公司主要通过筹资来弥补经营活动和投资活动现金的缺口。2015~2017年及2018年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为51.04亿元、-1.75亿元、-2.10亿元和-0.32亿元。其中，2015年公司筹资活动产生的现金净流入量较大主要来源于华数传媒非公开发行募集资金的到位、其他子公司增资扩股吸收少数股东投资收到的现金；2016年和2017年，由于债务融资规模较少以及偿还债务，筹资活动产生现金流量呈持续净流出状态。

该公司银行授信余额充足，无抵押资产，融资渠道较为通畅。

4. 资产质量

图表 20. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年第一季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	27.57	51.07	112.10	115.67	121.95	121.71
	22.94%	26.36%	41.93%	40.95%	41.68%	41.71%
其中：现金类资产（亿元）	16.66	28.88	45.58	40.12	34.17	27.01
应收款项（亿元）	3.42	5.46	7.15	8.04	11.12	12.63
存货（亿元）	2.41	4.99	5.19	6.24	5.78	6.90
其他流动资产（亿元）	0.19	3.83	46.08	53.70	62.35	64.09
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	92.61	142.66	155.23	166.81	170.66	170.06
	77.06%	73.64%	58.07%	59.05%	58.32%	58.29%
其中：固定资产（亿元）	46.83	86.15	92.41	98.45	104.83	106.33
在建工程（亿元）	7.59	15.21	18.68	20.87	12.96	16.86
可供出售金融资产（亿元）	—	2.89	3.50	3.67	5.40	0.97
投资性房地产（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.03	0.04	0.01

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
长期股权投资（亿元）	0.90	0.76	0.74	0.71	0.59	未提供
其中：所持非控股上市公司股权 ³⁴ （亿元）	2.79	9.61	9.68	10.44	10.46	10.43
长期待摊费用（亿元）	12.20	19.29	21.28	22.05	24.11	23.29
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.07	0.13	43.68	49.62	17.69	15.69
期末全部受限资产评估价值（亿元）	未进行评 估	未进行评 估	未进行评 估	未进行评 估	未进行评 估	未进行评 估
期末抵质押融资余额（亿元）	—	0.09	—	—	—	—
受限资产账面余额/总资产（%）	0.06%	0.07%	16.34%	17.57%	6.05%	5.38%

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

近年来，随着多家有线电视运营子公司的继续并入及华数传媒非公开发行募集资金到位，该公司资产规模迅速扩大。2015-2017 年末公司资产总额分别为 267.33 亿元、282.48 亿元及 292.61 亿元。从资产结构看，公司资产中长期资产占比相对较大，近三年总资产中非流动资产占比约 60%。由于下属上市公司非公开发行募集资金到位，近年来公司货币资金及其他流动资产保持在较大规模。

该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款、存货及其他流动资产构成，2017 年末占资产总额的比重分别为 11.68%、3.80%、2.33%、1.97% 和 21.31%。2017 年末公司货币资金余额为 34.17 亿元，其中受限货币资金为 0.33 亿元，资金存量充足。应收账款主要为应收合作分成费，系公司与各广电网络公司合作发展互动电视、与中国移动和中国联通等运营商开展手机电视业务以及与电视机生产厂商合作开展互联网电视业务所产生的分成费，年末余额为 11.12 亿元。其中一年以内应收账款余额比例为 80.80%，占比较高；其他应收款主要为省网整合进程中归属于被收购企业的清算期损益及其他应收款项，年末余额为 6.81 亿元；存货主要由原材料、库存商品等构成，年末余额为 5.78 亿元；其他流动资产主要由公司购买的银行理财产品及增值税待抵扣金额构成，2017 年末金额分别为 60.00 亿元及 1.68 亿元，主要因理财产品增加，公司其他流动资产余额较上年末增长 16.11% 至 62.35 亿元。

该公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、商誉和长期待摊费用构成，2017 年末占资产总额的比重分别为 35.83%、4.43%、3.57% 及 8.24%。其中，固定资产主要是专用设备和（有线）网络资产，随着省网整合的推进，固定资产规模迅速扩大，当年末余额为 104.83 亿元；在建工程主要为网络工程、管道工程及信息化工程等，当年末余额为 12.96 亿元；商誉主要因收购中广有线、华数网通信息港有限公司及宁波华数等公司股权形成，当年末余额为 10.46 亿元；长期待摊费用主要为待摊销的机顶盒、小区接入网摊销、节目内容成本等，当年末余额为 24.11 亿元。此外，近三年，受各项资产规模扩大影响，公司各项资产的周转速度略有减缓。

³⁴ 指所持有的未纳入合并范围的上市公司股权，这些股权应为无限售或未来一年将解禁的流通股，且符合公开市场质押融资条件。

2018年3月末，该公司资产总额为291.76亿元，较2017年末变化不大，资产结构基本保持稳定。同期末公司受限制资产合计15.69亿元，占总资产的5.38%，占比较小，且主要为定期存款。

5. 流动性/短期因素

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年第一季末
流动比率(%)	54.64	60.90	164.60	147.26	128.41	138.50
速动比率(%)	48.43	52.30	154.05	137.81	121.40	128.61

资料来源：根据华数集团所提供数据整理。

该公司现金类资产规模相对较大而存货、应收账款及预付款项规模较小，资产流动性高。2017年，公司流动负债规模增长速度超过流动资产，当年末流动比率和速动比率分别较上年末下降18.85个百分点和16.41个百分点至128.41%和121.40%。2018年3月末，流动比率和速动比率分别为138.50%和128.61%，公司流动性较好。

6. 表外事项

或有负债方面，截至2018年3月末，该公司对合并范围外企业担保余额为1.43亿元，担保规模较小。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部承担集团主要融资职能，债务负担较重而收入和现金资产规模较小，偿债压力主要集中于本部。资金管理方面，公司本部对除华数传媒（股票代码：000156.SZ）和中广有线以外的下属公司资金收支进行统一运营，实行“收支两条线”的资金运作模式，设立统一的资金池进行集中管理以及集中融资的管理模式。2015-2017年末及2018年3月末，公司本部负债总额分别为27.08亿元、33.35亿元、38.04亿元和34.92亿元，其中刚性债务余额分别为18.97亿元、21.01亿元、21.14亿元和20.91亿元。同期末公司本部资产总额分别为39.52亿元、45.37亿元、49.72亿元和47.29亿元。其中货币资金余额分别为0.80亿元、2.88亿元、4.71亿元和0.97亿元，可为债务偿还提供一定支持。2015-2017年及2018年1季度，公司本部分别实现营业收入0.54亿元、0.50亿元、0.84亿元和0.06亿元，收入主要来源于求索频道分成、i-hangzhou无线项目、数字集群无线政务网、96345、无线基站租赁以及白马湖产业园房屋租赁等；此外公司本部能获得下属企业一定分红，2015-2017年分别为0.45亿元、0.96亿元和1.53亿元。同期，公司本部经营性现金流量分别为-0.006亿元、-0.71亿元及-0.50亿元。整体来看，公司本部刚性债务压力较重。

外部支持因素

1. 政府支持

有线网络传输具有公用事业的特征，在数字化推广的过程中，该公司获得了政府的一系列政策支持和资金支持。

根据财政部财税【2014】84号文件规定，该公司部分子公司系经营性文化事业单位改制的企业，自2014年1月1日起至2018年12月31日免缴企业所得税；根据2017年4月28日财政部、税务总局印发的《关于继续执行有线电视收视费增值税政策的通知》规定，公司部分子公司系广播电视运营服务企业，其收取的有线电视基本收视维护费和农村有线电视基本收视费，自2017年1月1日起至2019年12月31日期间免缴增值税；子公司华数传媒、中广有线被认定为高新技术企业，享受15%所得税优惠税率。另外，根据经营及项目推进情况，公司还获得各类补贴收入及贴息等，2015~2017年公司收到的政府补贴收入分别为1.47亿元、1.26亿元和1.03亿元。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。截至2018年3月末，公司合并口径已获得授信总额约101.00亿元，其中未使用额度为80.20亿元，后续融资空间较大。

图表 22. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	101.00	60.60	14.80	4.03%—5.30%	—
工农中建交五大商业银行（亿元）	42.60	21.00	5.50	4.03%—4.75%	—
其中：大型国有金融机构占比（%）	42.18	34.65	37.16	—	—

资料来源：根据华数集团所提供数据整理（截至2018年3月31日）。

债项信用分析

1. 本次债券特定条款

本次债券期限5年，附第3年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。除公司自身信用情况外，投资者是否会在第3年末行使回售权与公司是否在第3年末上调票面利率有关。该条款设置较为合理且灵活，兼顾发行人与投资者双方的利益。

2. 其他偿付保障措施

(1) 区域内市场地位稳固

该公司为浙江省省网整合的主体，经过多年的整合，“一省一网”完成率已达 93.75%，公司有线电视用户近 1000 万户。未来随着浙江省网整合的持续推进，公司有线电视业务基础用户数量还有一定上升空间。庞大的基础用户数量以及增值服务收费率的提高为公司有线电视业务及互联网业务的开展提供了较好的基础，为未来收入实现及现金流入提供一定保障。

(2) 主业经营业绩较好

2014~2016 年，该公司营业收入分别为 66.68 亿元、71.91 亿元和 78.89 亿元，净利润分别为 2.17 亿元、2.98 亿元和 5.91 亿元，公司收入规模持续增长，规模效益逐步显现，可为本期债券的还本付息提供基本保障。

(3) 主业资金回笼情况良好

由于该公司的垄断地位以及特殊的服务性质，公司大部分收入能够及时回笼，在收入规模保持增长的情况下，营业收入现金率一直处于良好水平，2015~2017 年分别为 113.07%、109.08%和 107.29%，公司经营活动现金回笼及时。同期公司经营活动净现金流持续大规模流入，净流入金额分别为 27.97 亿元、23.71 亿元和 21.31 亿元，对债务覆盖程度高，同期经营性现金净流入量与短期刚性债务比率分别为 3.80 倍、2.58 倍和 0.99 倍。

(4) 债务融资空间较大

随核心子公司通过非公开发行等方式扩股增资资金到位，该公司负债经营程度处于较低水平，2018 年 3 月末资产负债率为 45.56%。并且公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。截至 2018 年 3 月末，公司已获得授信总额约 101.00 亿元，其中未使用额度为 80.20 亿元，后续融资空间较大。

评级结论

该公司成立以来进行了多次增资及股权变更，目前股权结构清晰。公司建立了较为完善的法人治理结构，并持续提高治理水平，关联交易均系正常业务往来。公司内部组织机构设置合理，并根据自身特点逐步建立健全内部管理制度，经营管理总体较规范。

该公司目前已经形成了以有线电视业务为主要收入来源，同时大力发展互联网业务，并积极探索新媒体业务的产业格局。近年来公司有线电视省网整合有序推进，互联网业务以较快速度增长；公司综合毛利率逐年上升，盈

利能力亦维持稳中有升的态势。公司负债经营程度较低，业务开展现金回笼及时，经营性现金持续大规模净流入，货币资金充裕，资产流动性良好，整体债务压力可控，债务偿还有保障。公司债务偿付能力极强。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

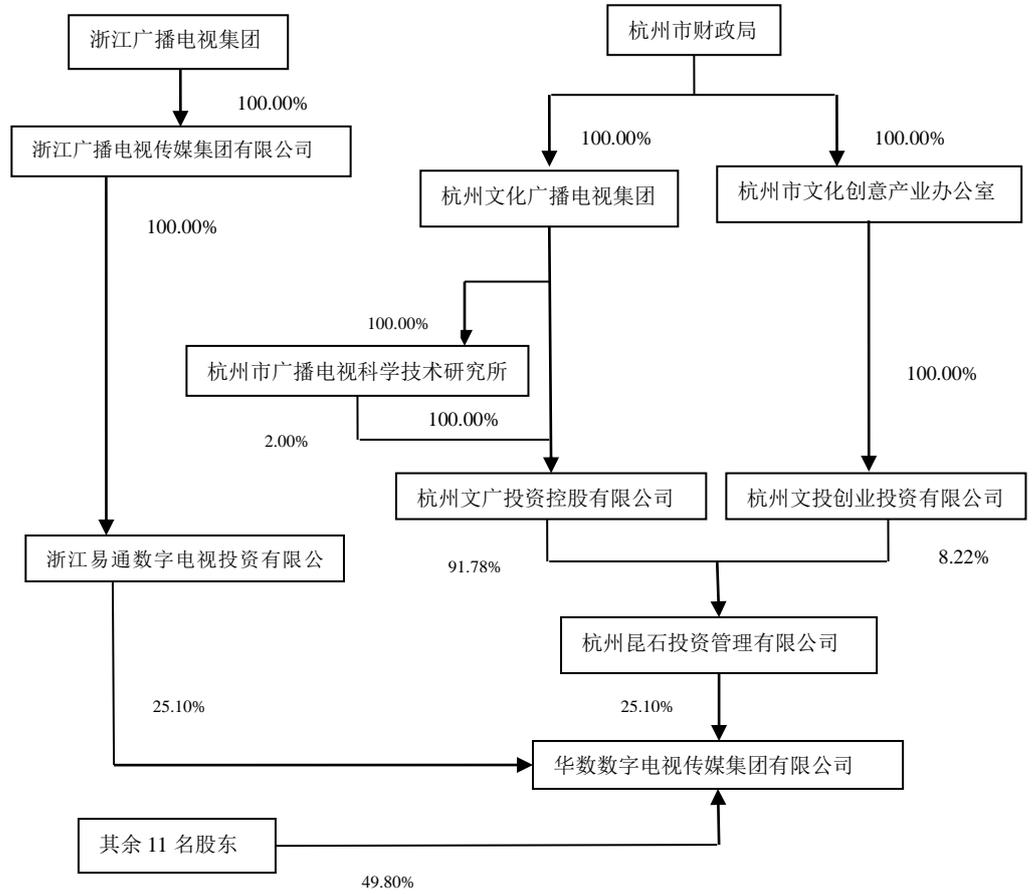
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

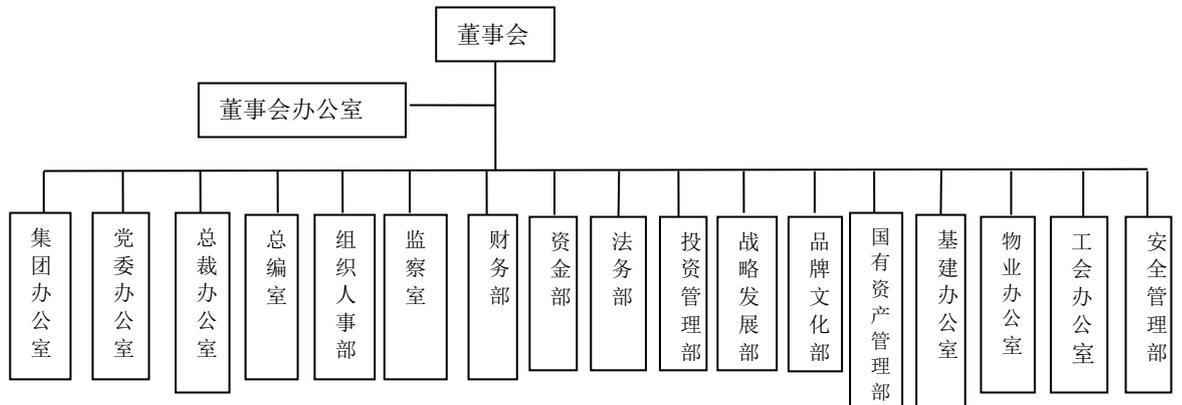
公司与实际控制人关系图



注：根据华数集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据华数集团提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	EBITDA(亿元)	
华数数字电视传媒集团有限公司	华数集团	本级	—	—	21.14	11.68	0.84	-0.51	-0.50	—	母公司口径
华数传媒控股股份有限公司	华数传媒	一级子公司	41.85	广播电视网络服务等	0.00	103.77	32.09	6.41	12.64	—	
中广有线信息网络有限公司	中广有线	一级子公司	42.96	广播电视网络的建设开发、经营管理和维护、电子设备设计销售、广告发布、投资管理等	—	21.36	19.11	1.77	—	—	
浙江华数广电网络股份有限公司	浙江华数	一级子公司	17.34	广播电视网络服务等	0.27	38.16	23.37	-1.99	3.78	—	
宁波华数广电网络有限公司	宁波华数	一级子公司	68.98	广播电视网络服务等	—	7.87	3.86	0.38	—	—	

注：根据华数集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	267.33	282.48	292.61	291.76
货币资金 [亿元]	45.58	40.12	34.17	27.01
刚性债务[亿元]	23.86	21.85	21.61	21.42
所有者权益 [亿元]	151.74	155.39	157.81	158.84
营业收入[亿元]	66.68	71.91	78.89	18.04
净利润 [亿元]	2.17	2.98	5.91	1.56
EBITDA[亿元]	22.78	16.23	27.36	—
经营性现金净流入量[亿元]	27.97	23.71	21.31	1.03
投资性现金净流入量[亿元]	-62.18	-27.40	-25.14	-12.50
资产负债率[%]	43.24	44.99	46.07	45.56
权益资本与刚性债务比率[%]	636.07	711.09	730.39	741.52
流动比率[%]	164.60	147.26	128.41	138.50
现金比率[%]	66.99	51.11	36.06	30.92
利息保障倍数[倍]	1.88	4.52	15.32	—
担保比率[%]	—	1.32	1.14	0.90
营业周期[天]	74.76	80.77	86.04	—
毛利率[%]	30.82	31.31	33.35	29.44
营业利润率[%]	1.71	3.24	7.84	8.20
总资产报酬率[%]	2.10	1.51	2.30	—
净资产收益率[%]	1.99	1.94	3.78	—
净资产收益率*[%]	4.63	3.40	5.03	—
营业收入现金率[%]	113.07	109.08	107.29	107.06
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	36.81	32.34	24.57	1.12
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-28.17	-3.05	-2.92	—
EBITDA/利息支出[倍]	8.85	17.69	63.32	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.62	0.71	1.26	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.62	0.71	1.26	—

注：表中数据依据华数集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年 2018 年第 1 季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) + 365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《文化传媒行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。