

## 立足媒体资源拔高内容优势，关注2017年的价值提升路径

■公司公布16年年报：实现营业收入、归母净利润194.45亿、29.34亿，分别同增-7.95%、0.94%；EPS为1.12元，同减27.14%；实现扣非归母净利润18.81亿，同增133.19%，业绩超预期。

公司同时公布17年一季报：实现营业收入、归母净利润37.06亿、4.30亿，分别同增4.49%、24.72%，利润大幅增长主要系报告期内处置地产项目获得投资收益1.46亿，实现扣非净利润3.18亿，同增2.07%。

■报告期内，公司在媒体、内容方面优势突出：

1、整合媒体渠道优势，打造以BesTV为统一品牌的多渠道视频集成与分发平台，推动业绩稳健增长。公司旗下拥有IPTV、互联网电视、有线数字付费电视、手机移动电视等多种传媒渠道，覆盖PC、手机等多元化终端设备，是国内多渠道视频集成与分发平台龙头。

**IPTV方面**，公司牌照优势突出，为目前两家IPTV全国内容服务牌照运营商之一，截至2016年底，IPTV有效用户数达3200万，保持B2B市场中的领先优势；**OTT方面**，公司是全国七个互联网电视播控平台运营商之一，截至2016年底，公司OTT用户超1980万户，其中与兆驰合作的智能电视一体机业务发展较快，风行电视当年出货量超300万台。2016年，IPTV、OTT业务收入持续增长，分别为19.27亿元、4.97亿元，分别同比增长4.40%、27.47%，毛利率分别为48.93%、27.47%，OTT毛利率较上年减少37.70个百分点，主要源于公司为拓展业务导致成本有所上升。

公司同时拥有**有线数字付费电视、手机移动电视**等媒体渠道。数字电视上，公司是广电总局批准的4家全国数字付费频道集成平台之一，2016年，公司拓展了北京、上海、重庆、河南、陕西、江苏等多个驻地，有线数字电视付费用户达5200万，互动点播用户达900万，DVB+OTT用户达400万；手机移动电视方面，公司自主开发“大屏+小屏”互动平台，推出BesTV APP客户端，同时与互联网企业、手机终端厂商全面合作，加快BesTV APP客户端用户运营能力建设，截至2016年底，BesTV APP客户端月活跃用户数超1000万。

2、推进以内容IP运营为核心的内容产业链建设，内容资源优势凸显。公司依托控股股东SMG的资源优势，对接其内容制作与产品运营板块，积极推进以内容IP运营为核心的内容产业链建设。

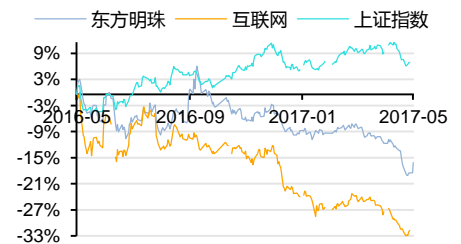
投资评级 **买入-A**  
首次评级

6个月目标价：**24.40元**  
股价(2017-05-02) **21.42元**

### 交易数据

总市值(百万元)	56,585.97
流通市值(百万元)	34,311.57
总股本(百万股)	2,641.74
流通股本(百万股)	1,601.85
12个月价格区间	20.67/27.05元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.52	-6.98	-25.38
绝对收益	-4.97	-7.47	-18.39

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001  
jiaojuan@essence.com.cn  
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002  
wangzx2@essence.com.cn

### 相关报告

内容制作方面，公司通过强化优质 IP 储备及影视项目策划、制作能力，开展全方位产业合作，坚持与产业链上下游、国内外市场知名公司建立良好稳定的合作关系，推进内容精品化、国际化、新媒体化。2016 年，公司成功推出《红旗漫卷西风》、《神探夏洛克》、《我们诞生在中国》、《约会恋爱究竟是什么》等多部作品，其中，与迪士尼合作的纪录电影《我们诞生在中国》以 6644 万票房打破国内纪录片票房纪录。

**版权运营业务**是公司联接内容制作与渠道运营两个产业链的核心环节，在满足“娱乐+”战略版权需求的基础上，公司不断增强版权资源核心竞争力，向全媒体版权内容供应商、IP 系统运营商发展，凭借优质版权内容资源打造华语节目版权营销枢纽，形成线上线下统一的版权集成与分销平台，对接境内外需求方，为其提供各种形式的版权服务。2016 年，公司进一步充实、完善体育、电影、电视剧、少儿动漫、纪实等王牌内容竞争力，与 NBA 签署了新一轮四年合作协议，获取包括 IPTV 全场次独家播映权及 VR 全场次播映权在内的多项权利，并获得 BBC 全球经典产品《Top Gear》国内全平台独家播映权。

**游戏业务方面**，依托与全球两大游戏主机商微软 Xbox、索尼 PlayStation 的合作，公司主机游戏营收表现出色，未来有望成为公司业绩增长亮点，2016 年，公司完成双平台“双百”目标（100 万用户、100 款游戏），实现最终幻想 15（Final Fantasy 15）国行双平台数字版、光盘版的全球同步发行；17 年 2 月，公司拟参股三板手游研运商盖娅互娱公司 25.5% 股权，同时双方签订战略合作协议，强化公司游戏研发及营运能力；4 月公司宣布在大陆地区发售 PS4 套装（包含 4 款游戏），售价 2199 元，预计有力助力公司游戏业务增长。此外，公司积极探索影游联动，通过与史克威尔艾尼克斯公司的合作，完成 3A 级游戏大作《最终幻想 15》国行双主机平台全球同步发行，打通 IP 产业链，同步引入《最终幻想 15》全 CG 电影。

■**依托渠道优势、内容资源，公司目前已具备一定的变现路径，即线上线下多渠道变现，构建“娱乐+”生态系统闭环。**公司以融合媒体渠道平台为支撑，依托上游内容资源优势，积极布局下游购物、游戏、旅游等衍生业务，完善多元化运营模式，强化渠道变现能力，实现内容 IP 价值的多轮挖掘。

**线上**，公司积极拓展电视购物与电子商务业务，旗下东方购物电视购物平台为目前全国销售规模最大的电视购物企业，截至 2016 年底，东方购物注册用户突破 1000 万，人均订购件数同比增长 12%，人均订购金额增长 19%，新媒体注册用户增长 17%，APP 渠道销售额同比增长超过 50%，全球购收入同比增长 283%，2016 年，电视购物与电子商务业务收入为 65.80 亿，同比下降 31.10%，毛利率为 20.11%，

同比上升 6.35%，收入下降主要源于公司降低了低毛利商品销售比重及按照会计师事务所要求调整公司大宗贸易、转口贸易业务净额法收入计量所致；

**线下**，公司依托东方明珠塔、上海国际会议中心、梅赛德斯奔驰文化中心、东方绿舟等上海本地稀缺标志性文化娱乐旅游资源，开展都市旅游观光、休闲餐饮住宿及会务会展、演出娱乐、商旅代理等线下业务。截至 2016 年底，东方明珠电视塔接待游客突破 530 万人次，同比增长 4.3%，梅赛德斯奔驰文化中心举办演出 104 场，观演人数近 92 万人次，同比增长 12.2%，以国际会议中心、东方绿舟为主的宾馆酒店业务接待宾客超过 24.8 万人次，公司同时在上海迪士尼国际旅游度假区辐射范围内启动了川沙古镇及民宿项目。

■ **公司媒体资源及内容优势突出，我们预计公司 2017 年变现路径及逻辑将更加清晰，预计将迎来投资价值的明显提升：**基于现有的渠道优势优化提升渠道价值，在此基础上通过主投主控、自制顶级 IP 等形式，拔高游戏及影视的内容优势；同时加快外延发展速度，加大对国内、国际市场版权内容资源的采购及引进力度，与国内外企业在影视、游戏等领域展开全方位合作，为公司业绩提供持续增长的空间。

■ **投资建议：**我们预计 17/18/19 年净利润分别为 32.27 亿、35.53 亿、39.07 亿，对应 EPS 1.22/1.34/1.48 元，给予 17 年 20 倍目标 PE，对应目标价 24.40 元，给予“买入-A”评级。

■ **风险提示：**行业下行、新业务布局不及预期等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	21,126.0	19,445.5	21,390.0	23,529.0	25,881.9
净利润	2,906.7	2,934.0	3,227.2	3,552.8	3,907.4
每股收益(元)	1.10	1.11	1.22	1.34	1.48
每股净资产(元)	9.46	10.03	11.14	12.48	13.96

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	19.5	19.3	17.5	15.9	14.5
市净率(倍)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
净利润率	13.8%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
净资产收益率	11.6%	11.1%	11.0%	10.8%	10.6%
股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	117.1%	20.4%	17.1%	27.0%	23.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	21,126.0	19,445.5	21,390.0	23,529.0	25,881.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	16,522.4	14,357.6	15,794.4	17,258.5	18,790.3	营业收入增长率	609.4%	-8.0%	10.0%	10.0%	10.0%
营业税费	323.5	464.0	510.4	494.4	593.0	营业利润增长率	387.3%	4.1%	9.1%	11.5%	10.2%
销售费用	975.2	944.6	1,112.3	1,150.9	1,289.7	净利润增长率	270.1%	0.9%	10.0%	10.1%	10.0%
管理费用	1,228.6	1,203.2	1,283.7	1,412.1	1,569.3	EBITDA 增长率	274.9%	3.7%	8.2%	10.0%	9.0%
财务费用	-30.4	-62.9	-69.1	-76.1	-83.7	EBIT 增长率	416.2%	3.2%	9.1%	11.6%	10.2%
资产减值损失	114.6	115.6	115.1	115.4	115.2	NOPLAT 增长率	362.5%	4.2%	8.5%	11.8%	10.1%
加:公允价值变动收益	0.4	-43.6	-43.6	-43.6	-43.6	投资资本增长率	499.8%	28.9%	-29.1%	28.0%	-30.7%
投资和汇兑收益	1,603.0	1,363.6	1,483.3	1,423.4	1,453.4	净资产增长率	479.1%	6.4%	11.1%	12.1%	11.8%
<b>营业利润</b>	3,595.5	3,743.3	4,083.0	4,553.7	5,017.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	300.5	247.7	274.1	260.9	267.5	毛利率	21.8%	26.2%	26.2%	26.7%	27.4%
<b>利润总额</b>	3,896.0	3,991.0	4,357.1	4,814.6	5,285.3	营业利润率	17.0%	19.3%	19.1%	19.4%	19.4%
减:所得税	805.6	794.7	884.3	967.9	1,067.6	净利润率	13.8%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
<b>净利润</b>	2,906.7	2,934.0	3,227.2	3,552.8	3,907.4	EBITDA/营业收入	20.9%	23.5%	23.1%	23.1%	22.9%
						EBIT/营业收入	16.9%	18.9%	18.8%	19.0%	19.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	26	49	44	37	32
货币资金	10,129.3	8,028.5	15,880.9	16,368.6	25,636.0	流动资产周转天数	56	133	89	80	74
交易性金融资产	2.1	4.0	-	-	-	流动营业资本周转天数	224	415	410	435	476
应收账款	2,867.7	3,597.4	3,611.0	4,265.0	4,427.9	应收帐款周转天数	31	60	61	60	60
应收票据	288.9	533.6	200.0	517.6	119.2	存货周转天数	20	35	27	31	28
预付帐款	766.0	1,300.8	584.5	946.7	974.2	总资产周转天数	356	667	648	640	650
存货	2,163.8	1,645.4	1,522.5	2,497.7	1,575.2	投资资本周转天数	144	307	269	231	200
其他流动资产	6,273.7	7,268.3	4,546.1	5,907.2	5,226.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	3,007.6	2,113.7	2,113.7	2,113.7	2,113.7	ROE	11.6%	11.1%	11.0%	10.8%	10.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	8.7%	8.6%	8.9%	8.4%
长期股权投资	2,926.1	5,856.4	6,210.4	7,852.5	8,850.5	ROIC	117.1%	20.4%	17.1%	27.0%	23.2%
投资性房地产	428.7	648.3	663.3	673.3	678.3	<b>费用率</b>					
固定资产	2,654.5	2,670.2	2,504.4	2,347.0	2,182.7	销售费用率	4.6%	4.9%	5.2%	4.9%	5.0%
在建工程	118.2	90.7	133.5	128.1	89.0	管理费用率	5.8%	6.2%	6.0%	6.0%	6.1%
无形资产	1,980.4	2,092.7	1,463.3	824.9	174.3	财务费用率	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
其他非流动资产	1,672.0	946.7	739.8	-1,007.2	-1,990.8	三费/营业收入	10.3%	10.7%	10.9%	10.6%	10.7%
<b>资产总额</b>	35,279.0	36,796.6	40,173.5	43,435.0	50,057.0	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,153.9	105.0	-	-	-	资产负债率	23.5%	22.0%	20.6%	17.7%	20.2%
应付帐款	2,972.4	3,833.8	5,532.7	3,675.4	6,908.8	负债权益比	30.8%	28.2%	26.0%	21.5%	25.3%
应付票据	299.0	621.0	216.3	414.0	387.7	流动比率	3.32	2.86	3.29	4.11	3.86
其他流动负债	2,357.4	3,259.3	2,256.8	3,336.5	2,531.1	速动比率	3.00	2.65	3.10	3.77	3.70
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-117.33	-58.55	-58.05	-58.87	-58.98
其他非流动负债	1,516.9	265.6	276.2	270.9	273.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	8,299.6	8,084.7	8,282.0	7,696.8	10,101.1	DPS(元)	0.23	-	-	-	-
少数股东权益	1,976.8	2,223.1	2,468.8	2,762.6	3,072.9	分红比率	20.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	2,626.5	2,641.7	2,641.7	2,641.7	2,641.7	股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	21,088.9	23,553.9	26,781.0	30,333.8	34,241.3						
<b>股东权益</b>	26,979.4	28,711.9	31,891.5	35,738.2	39,955.9						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,090.3	3,196.3	3,227.2	3,552.8	3,907.4	EPS(元)	1.10	1.11	1.22	1.34	1.48
加:折旧和摊销	879.9	918.2	933.4	962.3	994.7	BVPS(元)	9.46	10.03	11.14	12.48	13.96
资产减值准备	114.6	115.6	-	-	-	PE(X)	19.5	19.3	17.5	15.9	14.5
公允价值变动损失	-0.4	43.6	-43.6	-43.6	-43.6	PB(X)	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5
财务费用	68.5	68.9	-69.1	-76.1	-83.7	P/FCF	-7.5	-24.6	7.0	565.9	6.3
投资损失	-1,603.0	-1,363.6	-1,483.3	-1,423.4	-1,453.4	P/S	2.7	2.9	2.6	2.4	2.2
少数股东损益	183.6	262.3	245.6	293.9	310.3	EV/EBITDA	20.2	11.8	8.2	7.5	5.3
营运资金的变动	-7,530.2	-572.3	4,540.1	-4,404.3	4,325.8	CAGR(%)	7.6%	9.7%	69.7%	7.6%	9.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	994.1	2,291.6	7,350.3	-1,138.4	7,957.6	PEG	2.6	2.0	0.3	2.1	1.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	-8,351.6	-2,509.7	1,335.8	1,297.0	1,352.0	ROIC/WACC	11.2	1.9	1.6	2.6	2.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	7,829.1	-1,571.5	-833.8	329.2	-42.2	REP	0.5	1.5	1.9	0.9	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034