

日期: 2012年2月20日
行业: 新兴产业



张涛
021-53519888-1967
zhangtaofd@yahoo.com.cn
S0870510120023

扫除 IPTV 发展障碍 用户高增长可预期

基本数据 (11Y12M)

报告日股价 (元)	15.03
12mthA 股价格区间 (元)	9.98/16.65
总股本 (百万股)	1114
无限售 A 股/总股本	63.65%
流通市值 (百万元)	10463
每股净资产 (元)	3.74
PBR (X)	4.02

主要股东 (11Y12M)

东方传媒	41.92%
同方股份	5.69%
仪电集团	3.59%

收入结构 (11Y12M)

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZT12-CR01

相关报告:

■ 报告目的:

我们近期走访了行业专家及上市公司,对百视通有关的业务 IPTV、互联网电视、手机电视等业务运营情况及未来战略进行了调研。

■ 主要观点:

与央视合作确立 IPTV 市场格局

上海广播电视台与中央电视台原建设的 IPTV 集成播控平台合并为中国唯一的中央集成播控总平台,百视通技术与 CNTV 设立合资公司共同负责 IPTV 中央集成播控总平台的可经营性业务,其中 CNTV 处于控股地位。此次合作确立了我国 IPTV 播控平台的唯一性和全国 IPTV 平台的互联互通,同时合资公司成为唯一的 IPTV 全国运营商。

按照计划合资公司负责 IPTV 播控平台可运营资产的运营,考虑到目前百视通成熟的技术和运营经验,我们认为 CNTV 拥有央视的政策资源,掌握播控平台的内容监管,平台的搭建和运营主要由百视通负责,可能合资公司的平台建设和运营外包给百视通技术。考虑到百视通技术的平台投资和运营,百视通在未来业务中总的分成比例要远超过其股权的份额。

拥有电视终端最大的版权内容库

公司拥有电视终端最大的版权内容库,公司一方面从母公司东方传媒获得源源不断的频道内容版权,同时公司通过持续不断的从 TBV、NBA、迪斯尼等购买版权,公司的目前版权从时长看,占据一线版权内容库的 70% 以上,在国内拥有无可比拟的电视终端的版权优势。此次与央视内容合作,央视把“3568 加密”频道放进 IPTV,解决了百视通 IPTV 在除上海其他地方缺少央视 5 等频道的内容缺陷,同时与地方广电的合作,也把地方台的内容引入 IPTV。内容的完备和丰富有利于 IPTV 用户规模进一步快速的增长。

投资建议: 未来六个月内, 评级为“跑赢大市”。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	935	1,229	1,731	2,888	4,201
年增长率 (%)	36.6%	31.5%	40.9%	66.8%	45.5%
归属于母公司净利润	191	368	514	971	1,504
年增长率 (%)	58.3%	92.7%	39.6%	88.9%	54.8%
每股收益 (元)	0.17	0.33	0.46	0.87	1.35
PER (X)	88	46	33	17	11

数据来源: 上海证券整理 2 月 17 日收盘价

一、与央视合作确立 IPTV 市场格局

上海广播电视台与中央电视台原建设的 IPTV 集成播控平台合并为中国唯一的中央集成播控总平台,百视通技术与 CNTV 设立合资公司共同负责 IPTV 中央集成播控总平台的可经营性业务,其中 CNTV 处于控股地位。此次合作确立了我国 IPTV 播控平台的唯一性和全国 IPTV 平台的互联互通,同时合资公司成为唯一的 IPTV 全国运营商。

按照计划合资公司负责 IPTV 播控平台可运营资产的运营,考虑到目前百视通成熟的技术和运营经验,我们认为 CNTV 拥有央视的政策资源,掌握播控平台的内容监管,平台的搭建和运营主要由百视通负责,可能合资公司的平台建设和运营外包给百视通技术。考虑到百视通技术的平台投资和运营,百视通在未来业务中总的分成比例要远超过其股权的份额。

二、IPTV 用户迎来快速发展

考虑到三网融合第二批试点 42 城市,试点城市达到 54 个,基本覆盖经济比较发达的一线城市,较高的经济水平是发展 IPTV 业务的前提。同时在这些一线城市中,按照中国电信的“光网城市 宽带中国”的发展战略,要在十二五期间完成光纤宽带的建设,特别是在上海等城市,目前正在进行 10M-20M 的宽带提速,相关城市联通也有类似的提速计划。用户宽带的提速,IPTV 使其提速之后首推的业务,IPTV 用户迎来爆发式增长。

表 1 我国宽带用户的预测 单位: 万户

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
宽带用户	8,343	10,322	12,634	15,562	18,922	21,922	24,322	26,722
接入端口	10,928	13,592	18,760					
宽带渗透率	20.9%	25.8%	31.6%	38.9%	47.3%	54.8%	60.8%	66.8%
用户净增	1,701	2,034	2,236	2,928	3,360	3,000	2,400	2,400
端口净增	2,389	2,702	4,924					
月均宽带用户增长	142	170	186	244	280	250	200	200

数据来源: 工信部网站, 上海证券研究所整理

三、公司内容版权库的建设

百视通拥有电视终端最大的版权内容库，公司一方面从母公司东方传媒获得源源不断的频道内容版权，同时公司通过持续不断的从TBV、NBA、迪斯尼等购买版权，公司的目前版权从时长看，占据一线版权内容库的70%以上，在国内拥有无可比拟的电视终端的版权优势。

此次与央视内容合作，央视把“3568加密”频道放进IPTV，解决了百视通IPTV在除上海其他地方缺少央视5等频道的内容缺陷，同时与地方广电的合作，也把地方台的内容引入IPTV。内容的完备和丰富有利于IPTV用户规模进一步快速的增长。

三、公司业绩、估值及策略

考虑到IPTV业务搭建在宽带用户的基础上，特别是部分城市的此次宽带提速由以前2M提高到10M以上，对IPTV业务推广有很大的促进作用。

公司IPTV用户即结算用户2011年预测为600万户，考虑到央视与百视通合作，我们保守估计百视通获得50%的市场份额来测算其计算用户，公司的收入为A+X中的A即基本收视包的费用，年平均为120元，其中10元为广告的价值。

表2 公司IPTV业务用户发展状况及A收入预测

	2009年	2010年	2011年	2012年E	2013年E	2014年E	2015年E
宽带用户	10,322	12,634	15,562	18,922	21,922	24,322	26,722
全国IPTV用户	470	800	1,200	2,649	4,384	6,081	8,017
IPTV渗透率	4.55%	6.33%	7.71%	14.00%	20.00%	25.00%	30.00%
公司IPTV用户(结算用户数)	210	400	600	962	1,758	2,616	3,524
(收入-广告)与用户比值	122.27	110.58	114.15	110.00	110.00	110.00	110.00
广告与用户比值	22.1	11.1	11.5	10.0	10.0	10.0	10.0
IPTV收入: 万元				115,472	211,004	313,947	422,913
其中广告的价值				9,623	17,584	26,162	35,243

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

在此对 2012-2015 年公司的业绩予以测算，稀释每股收益为 0.46 元、0.87 元、1.35 和 1.93 元。

公司的估值：单纯考虑用户的基本包收入

1、不考虑用户的增长，单纯按照稳定的现金流用户及 A 部分收入，采用类似于有线电视的估值方法，如果按照 2012 年 962 万户的结算用户，每个用户的基本包年 120 元，不考虑用户的增长，存在永续的现金流其价值为 $0.0962 \times 120 / i$ ， i 取 10%，在现有 1114 百万股，公司每股价值为 10.36 元。

2、按照我们的十二五期末 IPTV 渗透率达到 30%，预测的近年 IPTV 用户的增长情况。假设 2015 年以后用户规模保持稳定，2015 年以后为永续的现金流，以 10% 的折现率计算，1114 百万股本，公司的每股价值为 33.60 元。

我们认为公司的未来发展是 A+X 的模式，公司未来战略像互联网企业一样，其价值在于 X。按照公司发展战略 2015 年左右其 X（包括广告和增值服务）的收入占比达到 30%，我们保守估计 2015 年其占比将达到 21%，2015 年 X 的收入达到 7.62 亿元。按照网络企业的估值方法，其估值要远超过前面的测算，我们认为 33.60 是公司的目标价格。

报告前日收盘价 14.74 元，我们给与公司合理价格区间为 10.36-33.60 元。我们对公司评级为：未来六个月，跑赢大市。

表 3 公司新媒体增值业务发展状况预测（X 项收入预测）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
广告	5,874.75	4,718.82	2,312.77	6,938.32	9,622.70	17,583.70	26,162.25
增值业务				1000	8000	25000	50000
所有收入合计	35,118.0	52,076.0	26,140.8	79,422.3	126,472.40	239,504.40	367,947.00
X/所有收入	16.73%	9.06%	8.85%	10.00%	14%	18%	21%

数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 4 百视通损益简表及预测 (单位: 百万元)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	935	1,229	1,731	2,888	4,201	5,722
营业成本	466	566	696	995	1,318	1,657
营业税金及附加	36	46	67	115	170	234
营业费用	75	90	138	251	381	530
管理费用	169	170	243	415	611	837
财务费用	(3)	(5)	(7)	(12)	(17)	(23)
资产减值损失	5	9	13	22	32	44
其他经营收益	12	73	79	86	90	94
投资收益	-	8	8	8	8	8
营业利润	200	426	661	1,187	1,797	2,537
营业外收入	14	-	-	-	-	-
营业外支出	6	-	-	-	-	-
利润总额	208	426	661	1,187	1,797	2,537
所得税费用	12	56	85	149	222	312
净利润	196	369	576	1,038	1,574	2,225
少数股东损益	5	1	1	1	1	1
归属于母公司受益者的净利润	191	368	514	971	1,504	2,151
每股收益 (元)	0.17	0.33	0.46	0.87	1.35	1.93

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所; 总股本 1114 百万股

分析师承诺

分析师：张涛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。