

2012年02月23日

TMT---文化传媒

证券研究报告--评级深度报告

收盘价(元): 16.66

目标价(元): 22.50

# 百视通(600637)

优势凸显成就三网融合第一股

投资评级: A--买入(首评)

TMT组: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-68778306

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

TMT组: 程成

电话: 021-68778312

邮箱: antiunlovely@hotmail.com

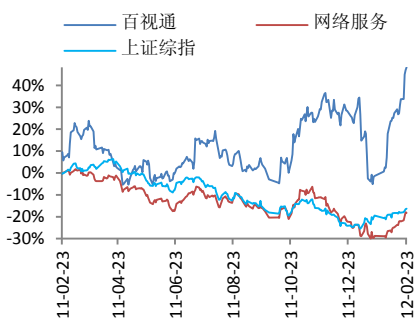
联系人: 毛雪梅

电话: 021-68778039

## 公司基本数据

总股本(万股)	111373.61
流通A股/B股(万股)	70886.46/0.00
资产负债率(%)	59.26
每股净资产(元)	1.88
市净率(倍)	8.87
净资产收益率(加权)	3.14
12个月内最高/最低价	17.26/9.98

## 股价走势图



## 相关研究报告

### ◎不同之处:

◆公司三大优势构筑高速成长的快车道。1、全国性的牌照资质。广电总局发放过7张互联网电视牌照,公司所拥有的是两张全国性牌照之一,此次与CNTV合作使全国性播控平台合二为一。2、得天独厚的内容资源。百视通大股东是国内第二大媒体集团SMG,有全国乃至全球节目内容制作的丰富经验。加之与TVB、NBA的深度合作,其得天独厚的内容资源优势无可比拟。3、先发的运营经验。在IPTV领域多年来的深耕后,公司已积累了超过一半的IPTV用户总量,同时积累的还有丰富的运营经验以及与电信运营商的密切关系。

### ◎投资要点:

◆IPTV用户发展高峰期将至。运营商在宽带中国政策的指引下,投资迅猛。随着宽带网络环境的持续改善,IPTV业务开始持续高涨,百视通用户数近两年的增速超过50%,增速拐点明显,用户发展高峰将至。

◆互联网电视增值服务成为公司长期增长的保障。公司已与多家产业链上游伙伴建立合作,2012年将推出100万高清互联网电视机顶盒,同时规划在未来3年再增10倍,为互联网电视增值服务营造更优的基础环境。这有望成为公司长期高增长的保障。

◆未来三年公司的复合增速有望超过50%。我们预计公司近三年可实现的归属于母公司净利润分别增长41.5%、53.61%和50.23%,对应摊薄后的EPS分别为0.33元、0.50元和0.75元,鉴于公司在三网融合中的优势和高成长时期即将开启,我们认为公司2012年的合理价位为22.5元,对应2012-13年的PE分别为45倍和30倍。首次给予公司买入投资评级。

◎关键假设:到十二五末,中国IPTV用户有望达到7200万户,占总宽带用户数2.4亿的30%左右,百视通2012年公司IPTV年1600万实际用户,(有效年结算用户为1200万),到2015年可望达到4000万,到2013年公司的用户增值收入将超过入户固定收入达到1.6:1。

◎风险提示:政策调整,与电信运营商及与CNTV合作分成的不确定性。

	2009A	2010A	2011Q3	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	2348.12	2134.21	576.10	1365.89	1949.13	2728.78
同比增速(%)	-32.47	-9.11	-2.12	-36.00	42.70	40.00
净利润(百万)	35.42	106.18	18.64	362.70	557.15	837.00
同比增速(%)	-103.60	199.76	102.51	241.59	53.61	50.23
毛利率(%)	6.29	8.16	7.59	50.40	51.00	51.95
每股盈利(元)	0.05	0.15	0.02	0.33	0.50	0.75
ROE(%)	2.31	7.65	1.32	21.05	24.43	26.85
PE(倍)	0.00	0.00		50.02	32.56	21.68

## 正文目录

1. 公司股权结构	4
2. 公司业务分析	5
2.1. IPTV	6
2.2. 手机电视业务	7
2.3. 互联网视频业务	8
3. 公司的三大优势	9
3.1. 政策支持	9
3.2. 内容资源丰富	11
3.3. 运营效率	12
4. 运营商大力支持	13
5. 互联网电视或是增长的下一级	15
6. 盈利预测	17
6.1. 核心假设	17
6.2. 财务预测	18
6.3. 估值比较与定价	19
7. 与公司发展相关的若干问题	20
7.1. 与CNTV合作对未来的影响	20
7.2. 与CNTV的收入分成	20
7.3. 与互联网视频网站的竞争	21
7.4. 地方有线网络公司的阻挠	22
8. 风险提示	22

## 图表目录

图 1 广电信息股权结构与营收情况	4
图 2 百视通股权结构	4
图 3 备考公司 2010 年营收构成及百视技术收入分类	5
图 4 备考公司 2010 年净利润收入分类	5
图 5 百视通 IPTV 机顶盒与使用界面	6
图 6 百视通 IPTV 的播控平台的业务流程和合作模式	7
图 7 百视通手机电视业务年均结算用户量 (万)	8
图 8 百视通互联网视频注册用户数 (万)	8
图 9 首批三网融合试点城市	10
图 10 百视通的控股股东—东方传媒集团	11
图 11 百视通 IPTV 年均结算用户量 (万)	13
图 12 国家或地区平均网速	14
图 13 中国网民规模及互联网普及率	14
图 14 光纤宽带用户规模 (万户) 及预测	14
图 15 互联网电视产品合作整体流程	16
图 16 互联网电视用户/商务模式演进图	16
图 17 百视通 IPTV 用户及全国总量渗透率预测	17

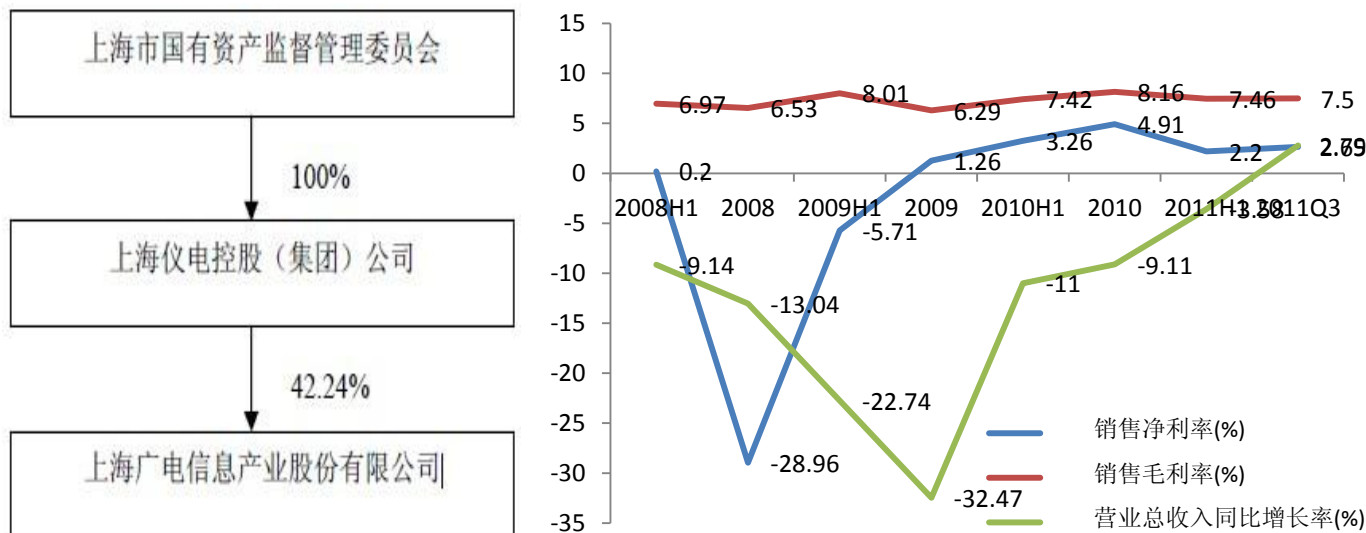
表 1: 广电总局发放的牌照情况 .....	9
表 2: 三网融合第二阶段试点地区 .....	10
表 3: 百视通近年电影电视采购情况 .....	12
表 4: 百视通技术 (不包括文广及广电) 核心专利一览 (截至 2011 年 4 月) .....	12
表 5: 主要网络国际出口宽带数及地址数量对比 .....	15
表 6: 主要网络国际出口宽带数及地址数量对比 .....	15
表 7: 百视通十二五 IPTV 收入预测 .....	18
表 8: 利润预测 .....	19
表 9: 可比公司估值比较 .....	19
表 10: 主流视频网站融资一览 .....	21
表 11: 主流视频网站融资一览 .....	21

(本报告共有图 17 张, 表 11 张)

## 1. 公司股权结构

百视通新媒体股份有限公司(600637)更名改制前叫上海广电信息产业股份有限公司。重组前的广电信息由上海国资委下属全资子公司上海仪电控股(集团)公司控股 42.24%。

图 1 广电信息股权结构与营收情况

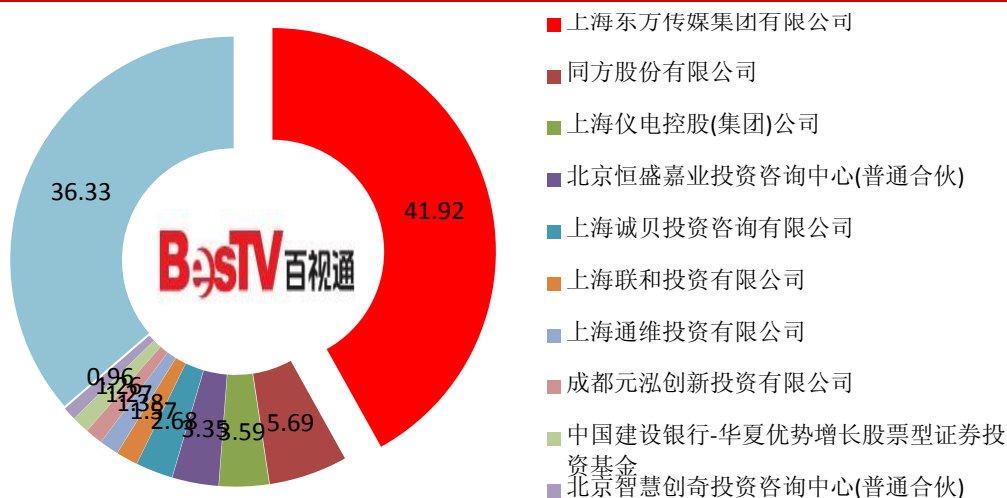


资料来源：公司年度报告，华宝证券研究所

广电信息以电子制造和网络信息服务为两大核心业务，主营业务有卫星通信设备，电子电器等一系列产品。但公司近年来市场拓展不佳营收逐年下滑，毛利率也非常之低（不到 10%），整个公司增长乏力急需转型。

在国家推进三网融合政策和“十二五”规划中文化产业大发展、大繁荣的背景下，经各层面协商，东方传媒集团通过推动旗下新媒体可经营性资产，即百视通技术 100% 股权、文广科技 100% 股权、广电制作 100% 股权和信投股份 21.33% 股份，通过资产重组与置换方式借壳广电信息上市。

图 2 百视通股权结构



资料来源：公司报告，华宝证券研究所

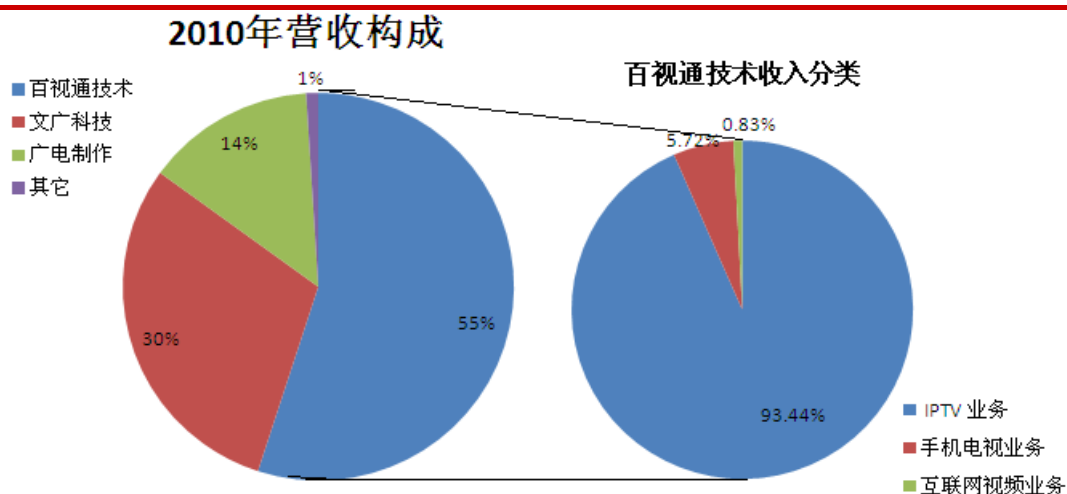
东方传媒以现金 19.9 亿元收购仪电集团持有的广电信息 36.6% 的股份，广电信息将之前的大部分资产以协议方式转让给第三方，同时以 12.23 亿现金及增发新股方式向东方传媒购买其拥有的百视通技术 51.7763% 股权、文广科技 100% 股权、广电制作 100% 股权

和信投股份 21.33%股份，向同方股份等其他九个交易对手购买百视通技术的 48.2237%的股权。交易后，公司股本从 708,864,553 股扩充到 1,113,736,075 股。整个借壳上市过程从 2010 年 9 月开始启动，至 2011 年 12 月 29 日百视通新媒体股份有限公司正式挂牌上市。

## 2.公司业务分析

本次置入上市公司的百视通技术、文广科技、广电制作和信投股份主要从事新媒体技术服务和市场营销业务以及媒体的信息技术服务及装备工程业务。根据公司公布的《关联交易报告》显示，备考公司 2010 年的营业收入约为 9.4 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 2.58 亿元，公司毛利率为 50.43%。从收入贡献来看，百视通技术占新的备考公司收入的 55%。百视通的收入来自三大块，其中来自 IPTV 业务的收入占到 93.44%，IPTV 是整个公司最核心的业务。

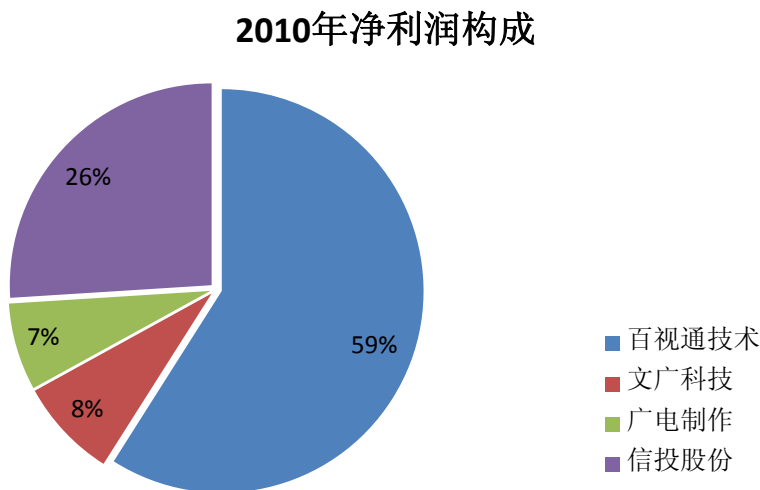
图 3 备考公司 2010 年营收构成及百视技术收入分类



资料来源： 公司报告，华宝证券研究所

同时，百视通技术贡献的净利润也占备考公司的近六成，百视通技术在整个公司的地位举足轻重，IPTV 业务是公司发展的重中之重。

图 4 备考公司 2010 年净利润收入分类



资料来源： 公司公告，华宝证券研究所

## 2.1.IPTV

IPTV 即 TV over IP 交互式网络电视，它是集互联网、多媒体、通讯等多种技术于一体，向家庭用户提供包括数字电视在内的多种交互式服务的崭新技术。用户在家中可以有两种方式享受 IPTV 服务：(1)计算机，(2)网络机顶盒+普通电视机。目前用的更多的是后一种方式，即通过一根运营商的网线，用户既可以打电话、上宽带网，也可以看有线电视并在线进行点播、回看等业务。它能够很好地适应当今网络飞速发展的趋势，充分地利用网络资源，是三网融合的典范。

图 5 百视通 IPTV 机顶盒与使用界面



资料来源：华宝证券研究所

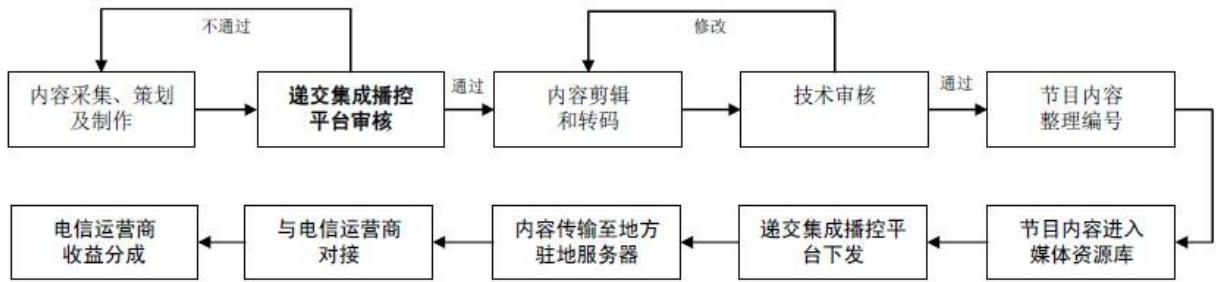
按照中国政府颁布的《广播电视管理条例》、《互联网等信息网络传播视听节目管理办法》等相关法律、法规的规定，必须保证新媒体视听节目内容在无线频道、卫星频道及其他频道平台上的安全播出。

上海广播电视台作为 IPTV 业务、手机电视业务和互联网视频业务许可证的拥有方，授权东方传媒全资子公司百视通传媒负责 IPTV 业务和手机电视业务所涉及集成播控平台的日常管理，其自身负责对平台建设和运营提供政策指导。

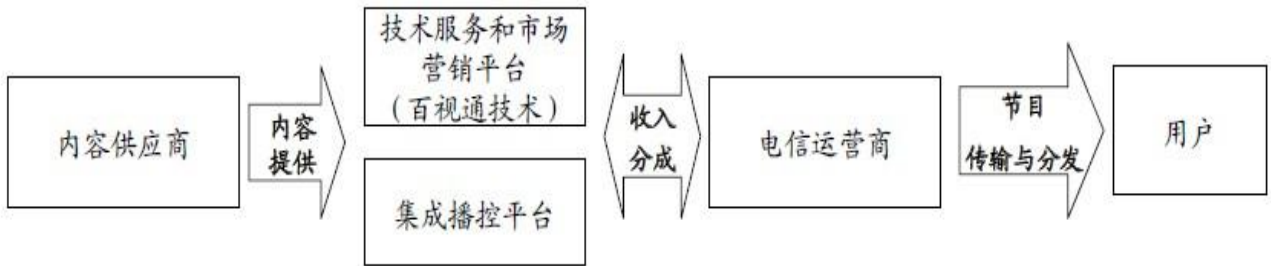
根据授权，百视通传媒是经营 IPTV 业务的合法主体；而百视通传媒委托百视通技术为百视通传媒的排他性和独家的外包服务提供商；值得注意的是上海广播电视台授权百视通技术作为排他性的**独家服务提供商**，负责**独家运营**与 IPTV 业务、手机电视业务集成播控平台配套的所有经营性业务、互联网视频业务，广告业务及其他增值业务，目前的协议期限为二十年。

百视通作为牌照拥有方选择与电信运营商合作将节目传输并分发到用户，具体分成比例与各电信运营商协商。

图 6 百视通 IPTV 的播控平台的业务流程和合作模式



注：集成播控平台由上海广播电视台对建设和运营提供政策指导，并授权百视通传媒负责日常管理。



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

在 IPTV 业务收入结算时，电信运营商与百视通传媒先行结算，由百视通传媒代收全部 IPTV 业务合作收入后扣除相应的管理集成播控平台的成本及部分版权采购费用后与百视通技术结算。在实际操作中，百视通传媒于次月的 15 日前向百视通技术提交上月的 IPTV 收视费结算报告，经百视通技术书面确认后 5 个工作日内，百视通传媒支付百视通技术应得的款项。为进一步明确结算安排，百视通传媒和百视通技术共同签署了结算协议，明确双方将共同指定收款账户，收取从电信运营商获得的收入分成，并确保百视通技术对该收款账户拥有控制权。

百视通传媒与百视通技术约定，在 IPTV 业务上由于提供外包服务而获得的收入分成为：

a) IPTV 收视费：百视通传媒获得从网络运营商处分得的 IPTV 业务费扣除应交纳流转税后的 10%，百视通技术获得从网络运营商处分得的 IPTV 业务费扣除应交纳流转税后的 90%；

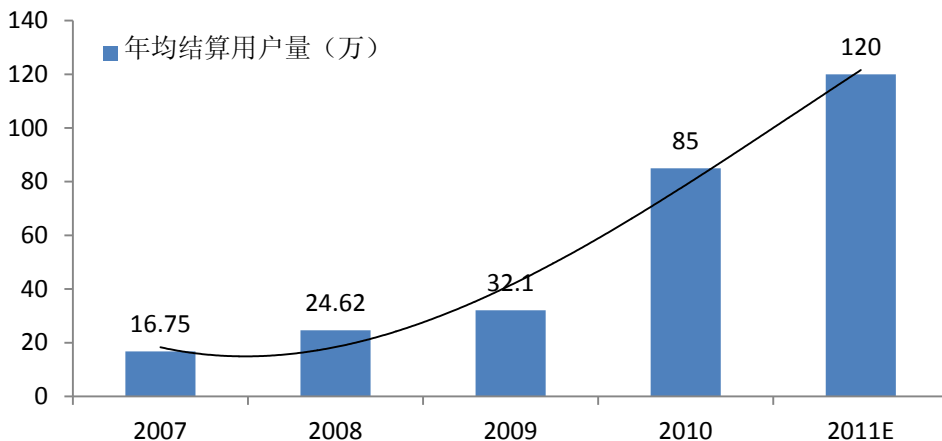
b) IPTV 广告费：IPTV 广告费的 100%，IPTV 广告百视通传媒授权百视通技术全权经营，百视通技术自行收取广告费，并交纳流转税。

## 2.2.手机电视业务

在开展手机电视业务的过程中，由上海广播电视台授权百视通技术与电信运营商集团公司总部签署业务框架合作协议。根据不同手机电视节目内容或内容包，由百视通技术与电信运营商具体协商收视价格和分成比例并进行收入结算。百视通技术通过旗下全资子公司东方龙独家运营东方手机电视业务相关的所有业务。

近年来使用手机电视业务的用户量上涨也较快。

图7 百视通手机电视业务年均结算用户量（万）



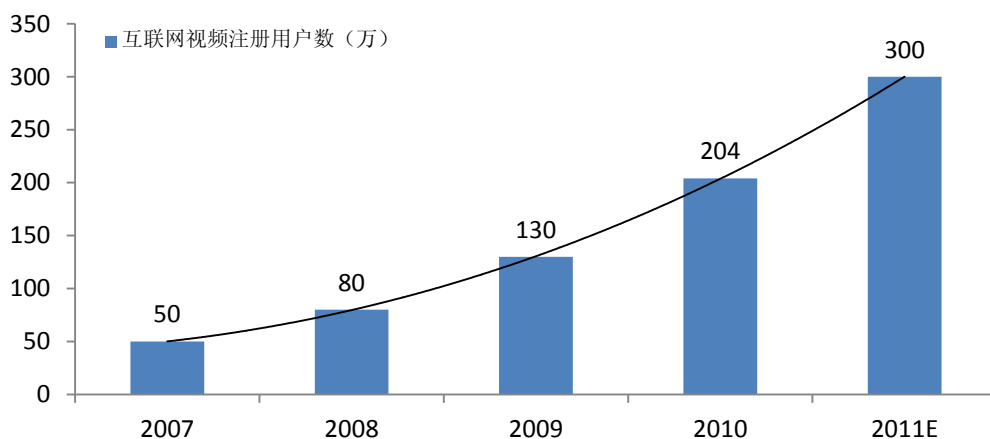
资料来源：公司公告，华宝证券研究所

作为获取本合同项下手机业务独家合作权，东方龙获得上海文广新闻传媒集团所有自有版权的视听节目资源在手机等手持终端设备上的独家使用权、所有媒体平台无线增值业务独家经营权。在独家合作期内东方龙每月应向上海文广新闻传媒集团支付 20 万元人民币。除此之外，东方龙合作经营手机业务所获得的收益全部归东方龙所有。

### 2.3. 互联网视频业务

百视通技术通过旗下全资子公司东方宽频运营互联网视频网站，并对网站的日常运营进行管理，包括硬软件设备及带宽的购置和维护，网站运营系统的维护和支持，视频内容的直播、回看和点播服务等功能的技术支持，视频节目的编排、整理和更新，以及网站周边服务如博客、社区、论坛等。同时，东方宽频还经营相关互联网视频增值业务，互联网视频版权销售，并向第三方客户提供宽频网站技术、内容建设及运营的系统解决方案等互联网视频相关服务。

图8 百视通互联网视频注册用户数（万）



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

上海文广新闻传媒集团与东方宽频、欢腾宽频签署协议，作为获取本合同项下东方宽频电视业务独家合作权约定、视听节目资源在宽频网络上的独家及非独家使用权及根据该等协议授予东方宽频之其他权利的对价，在独家合作期内，东方宽频每月按照 20% 的分成比例，根据上海文广新闻传媒集团视听节目在东方宽频平台之播出量占其全部节目播出总量的比例和每月东方宽频税后主营业务收入总额，向上海文广新闻传媒集团进行支付。



### 3.公司的三大优势

#### 3.1.政策支持

根据国务院办公厅发布的《关于三网融合试点工作有关问题的通知》中对 IPTV 的相关规定：**广电负责 IPTV 集成播控平台的建设**，电信企业负责当地 IPTV 的传输。但对于非试点地区的 IPTV 业务的去留走向并没有具体规定。

截止目前，广电总局总共颁发了七张互联网电视集成业务牌照，均为广电系获得，这七家分别是央视国际——CNTV（中央电视台为申请主体）、杭州华数（浙江、杭州电视台联合申请）、上海文广——百视通（上海电视台为申请主体）、南方传媒（广东电视台为申请主体）、湖南电视台、中国国际广播电台以及中央人民电台。

表 1: 广电总局发放的牌照情况

牌照商	申请主体	集成平台	运营主体	牌照性质
央视国际	中央电视台	CNTV	CNTV	全国性
杭州华数	浙江和杭州电视台联合	华数	杭州华数	区域性
上海文广	上海电视台	百视通	百视通技术	全国性
南方传媒	广东电视台	互联八方	广东南广影视互动技术有限公司	区域性
湖南电视台	湖南电视台	芒果 TV	快乐阳光互动娱乐传媒	区域性
中国国际广播电台	中国国际广播电台	CIBN 互联网电视	国广东方网络（北京）公司	区域性
中央人民电视台	中央人民电视台	中央银河	央广新媒体公司（网络中心）	区域性

资料来源：流媒体网，华宝证券研究所整理

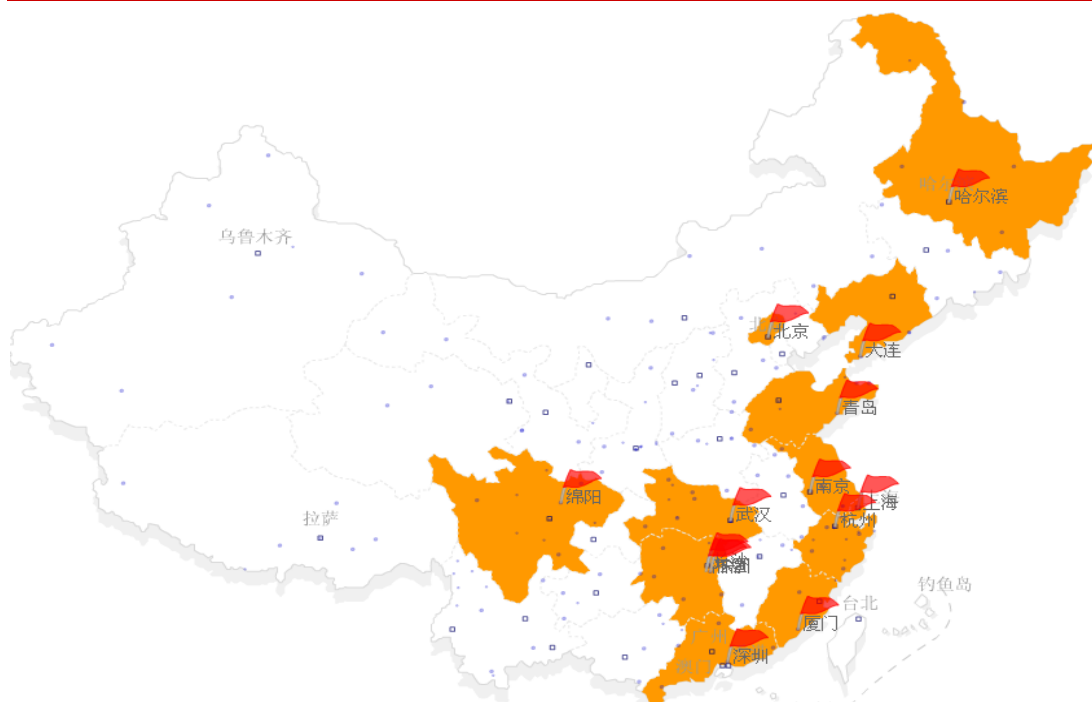
从管理制度而言，任何一家运营商要想发展 IPTV 或互联网电视产品，都要与上述牌照商合作，获得进入这块业务的“入场券”。百视通在全国 IPTV 的经营权正是通过这块全国性的“入场券”加上自身的强运营能力才能在各地纵横捭阖。

国务院办公厅于 2010 年 07 月 01 日印发了第一批三网融合试点地区（城市）名单的通知，这标志着三网融合试点工作正式启动。

这些地区（城市）是：北京市、辽宁省大连市、黑龙江省哈尔滨市、上海市、江苏省南京市、浙江省杭州市、福建省厦门市、山东省青岛市、湖北省武汉市、湖南省长株潭地区、广东省深圳市和四川省绵阳市。

正式名单和此前业内流传的有所不同，六易其稿到最后经国务院三网融合工作协调小组审议批准，显示出这不仅仅是工信部和广电总局之间的博弈。因为这也牵扯到地方政府经济发展的因素，所以在竞标背后也往往能看到政府的身影和当地大经济体的支持。

图 9 首批三网融合试点城市



资料来源：公司公告，华宝证券研究所

在三网融合初期，百视通就在**四大城市**上海、大连、哈尔滨和厦门等地攻城略地，发展了大量用户，据公司公告，2010 年全国 IPTV 用户约有 800 万户，而百视通独家拥有 400 万用户，其用户数是**所有其他六家 IPTV 牌照商用户的总和**。

从国务院 2011 年 12 月 30 日公布的三网融合第二阶段试点地区（城市）名单中，也可以看出百视通之前运营相对成熟的江苏省城市也入选较多，未来有利于其进一步拓展用户。据第三方数据显示，截至 2011 年 12 月百视通在江苏已有 260 万 IPTV 用户。

表 2: 三网融合第二阶段试点地区

直辖市（2 个）	天津市、重庆市。
计划单列市（1 个）	浙江省宁波市。
省会、首府城市（22 个）	河北省石家庄市、山西省太原市、内蒙古自治区呼和浩特市、辽宁省沈阳市、吉林省长春市、安徽省合肥市、福建省福州市、江西省南昌市、山东省济南市、河南省郑州市、广东省广州市、广西壮族自治区南宁市、海南省海口市、四川省成都市、贵州省贵阳市、云南省昆明市、西藏自治区拉萨市、陕西省西安市、甘肃省兰州市、青海省西宁市、宁夏回族自治区银川市、新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市。
其他城市（17 个）	江苏省扬州市、泰州市、南通市、镇江市、常州市、无锡市、苏州市，湖北省孝感市、黄冈市、鄂州市、黄石市、咸宁市、仙桃市、天门市、潜江市，广东省佛山市、云浮市。

资料来源：华宝证券研究所整理

SMG 的前任总裁于 2011 年 8 月调任上海市政府副秘书长，正是在他的力推之下，百视通 IPTV 业务从零起步，成为全球最大的 IPTV 运营商。可以说百视通成功的借壳上市，上到国家层面来讲得到了中宣部、国家广电总局、中国证监会的全面支持；从上海地方来讲，上海市委市政府非常积极的推动百视通这种模式的根本原因是想打造上海文化和科技、文化和金融、文化和各种资源的整合，最终的目标就是把百视通做大做强。

### 3.2.内容资源丰富

百视通的大股东是上海传媒集团有限公司，东方传媒的控股股东为上海广播电视台，上海广播电视台是国有资产的受托监管单位，东方传媒的最终控制人是上海市国资委。

东方传媒是上海广播电视台台属、台管、台控的综合性媒体集团。依托于上海广播电视台的平台资源和上海作为全国经济中心的重要地位，东方传媒在电视节目制作、版权经营、广告经营、财经咨询、动漫技术、电子商务等领域具备国内领先的优势，是目前全国规模最大、实力雄厚的广播电视播出机构之一，拥有国内首屈一指的新闻生产能力和一流的节目播出能力，是国内仅次于央视国际的第二大媒体集团。

百视通技术通过嫁接全国乃至全球节目内容制作方的丰富媒体资源，为社会大众提供优质的新媒体服务；上海广播电视台、东方传媒则将其作为自身丰富节目内容的新媒体渠道。因此，百视通技术依托但不依赖于东方传媒，东方传媒通过百视通技术获得优质的技术服务，两者相辅相成。

图 10 百视通的控股股东---东方传媒集团



资料来源：东方传媒网站，华宝证券研究所

百视通 IPTV、手机电视和互联网视频网站上播放的相关节目内容版权的采购，由百视通技术统一负责，由上海广播电视台负责相关内容的审核，以确保节目内容的安全播出。

百视通技术与版权方、版权代理机构、影视剧出品方、发行方建立了稳定而广泛的合作关系，主要的内容供应商包括东方传媒及其下属公司、电视广播(国际)有限公司(TVB)、索尼国际电视有限公司、NBA 香港运营有限公司、华纳兄弟国际品牌服务公司等。

百视通媒体资源库现拥有 50 万小时的版权内容储备，其中集成了国内外优秀的影视、财经、体育、新闻等 10 万小时的精品版权内容资源，拥有的独家、热点版权内容资源也是居全国新媒体企业之首。公司今年来采购的电影及电视市场也是逐年大幅上扬（确切数字取自公司报告），采购金额也是水涨船高。

表 3: 百视通近年电影电视采购情况

类型	项目	2007	2008	2009	2010 年 1-11 月
电影	时长	748 小时	882 小时	3386 小时	1832 小时
	数量	10 部	10 部	10 部	10 部
电视	时长	3081 小时	2310 小时	13838 小时	12961 小时
	数量	10 部	10 部	10 部	10 部
总计	时长	3829 小时	3192 小时	17224 小时	14793 小时

资料来源: 华宝证券研究所整理

### 3.3.运营效率

百视通作为 SMG 旗下的新媒体板块, 受益于国内首家实施制播分离的“上海模式”, 摆脱了体制束缚, 因此得以轻装上阵, 率先实行完全市场化运营。

百视通近年与合作伙伴除在新媒体技术、内容及版权方面投资数 10 亿元以上, 目前有多项 IPTV 专利和核心软件著作权, 在 EPG、DRM、视频分发、智能搜索、智能推荐、收视分析与数据分析等领域也有较强优势。

公司的 EPG (Electronic Program Guide) 管理系统是行业内的领先技术, 获得了香港电讯盈科和法国电信的高度肯定。2009 年, 百视通技术和法国电信公司 (France Télécom) 签订了技术服务合同, 根据法国电信公司的 IPTV 电视业务需求, 为法国电信公司定制一套基于百视通技术 IPTV 技术的产品, 包括 IPTV 平台的视频互动应用系统等, 合同总价值约 90 万欧元

表 4: 百视通技术 (不包括文广及广电) 核心专利一览 (截至 2011 年 4 月)

专利类型	数目
实用新型	6
外观设计	1
发明	36

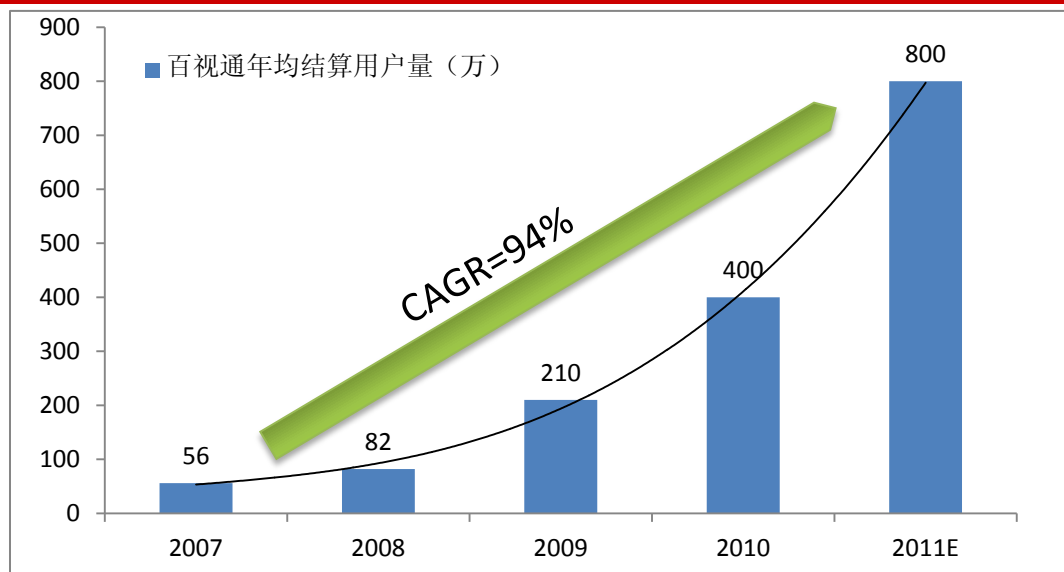
资料来源: 华宝证券研究所整理

经过多年艰难的运作, 百视通积累了相当数量的用户, 2005 年国人对 IPTV 还很陌生, 而到了 2010 年百视通在上海的 IPTV 用户数突破 130 万, 上海成为名副其实的 IPTV “全球第一城”。

百视通强劲的运营能力更多的表现在如江苏省、湖北省和全国很多地域开展的 IPTV 业务。由于之前发展的用户多是“违规”发展的 (未在试点范围内, 不举报, 不纠责), 随着第二阶段三网融合试点城市的推出, 很多不合规的“帽子”都可以摘掉, 这样一来, 百视通就可以更好的推进用户的扩容。

统计数据显示: 2009 年底, 百视通公司有 210 万用户, 截至 2010 年底是 400 万户, 综合公司各地相关报告, 预计 2011 年底公司的用户在 1000 万左右, 除去泡沫用户 (在网用户少于一年, 平均计算至少有 800 万用户在网 (用户年均在网时间一年))。

图 11 百视通 IPTV 年均结算用户量 (万)



资料来源：华宝证券研究所综合公司公告整理

#### 4.运营商大力支持

2010年3月工业和信息化部、发改委等7部门联合发布了《关于推进光纤宽带网络建设的意见》。意见旨在加快光纤宽带网络的建设，要求新建区域直接部署光纤宽带网络，已建区域加快光进铜退的网络改造，有条件的商业楼宇和园区直接实施光纤到楼、光纤到办公室，有条件的住宅小区直接实施光纤到楼、光纤到户。并要求到2011年，光纤宽带端口超过8000万，城市用户接入能力平均达到8兆比特每秒以上，农村用户接入能力平均达到2兆比特每秒以上，商业楼宇用户基本实现100兆比特每秒以上的接入能力。3年内光纤宽带网络建设投资超过1500亿元，新增宽带用户超过5000万。

而在2012年2月16日举办的“2012年宽带中国战略服务信息化推进大会”上，工信部相关领导表示，宽带中国战略将会在整个“十二五”期间被强化，政府将通过宽带战略、宽带专项资金、普遍服务基金、投融资政策等推进信息化宽带发展，争取到2015年末，城市家庭带宽达到20兆以上，农村家庭达到4兆以上，东部发达地区省会城市家庭达到100兆。

我们认为工信部的上述表态可能意味着中国的宽带战略可能要超越发改委既有的规划。发改委前期打击电信、联通垄断旨在消除用户长期以来对宽带带宽过小的不满，运营商也不得不再次加码宽带建设。

中国电信是建设宽带光纤通信最积极也是最给力的运营商。2011年2月初，中国电信公布了其“宽带中国·光网城市”计划，中国电信计划在今后五年着力于接入层宽带建设，改变目前接入层主要采用“铜缆+非对称数字用户环路(ADSL)”的接入方式。

按照工程目标，中国电信宽带用户的接入带宽将在3-5年内提升10倍以上。南方城市将全面实现光纤化，核心城区全部实现光纤接入，最高接入带宽达到100M，城市家庭接入带宽普遍达到20M以上。在城市地区，2011年计划新增光纤入户(FTTH，即接入带宽达到100M以上)达到3000万个家庭，累计覆盖4000万家庭；南方城市实现8M接入带宽全覆盖，20M覆盖率达到70%；东部发达城市和中西部省会城市20M覆盖率达到80%以上。

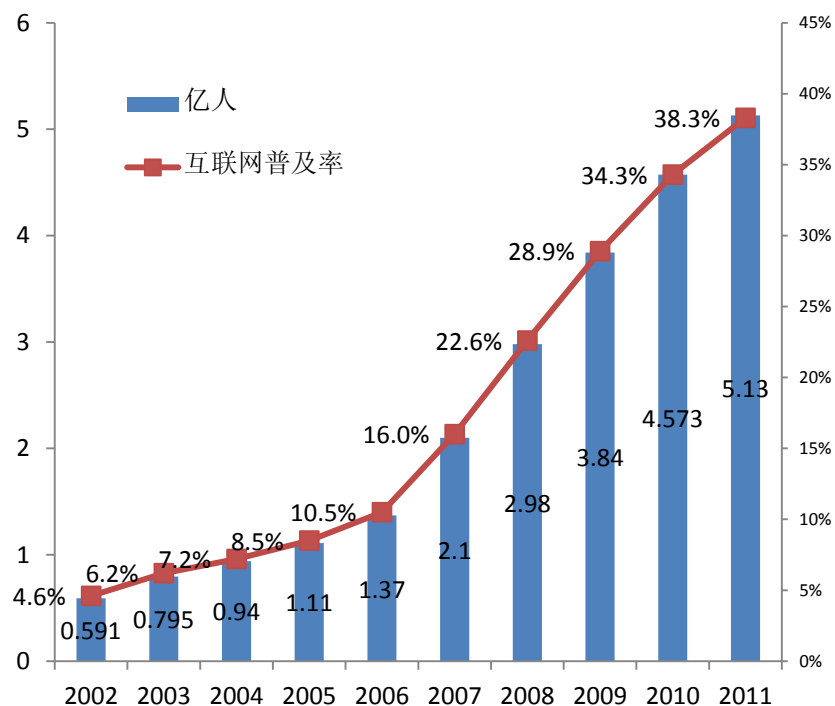
图 12 国家或地区平均网速

Global Rank	Country	Q3'11 Avg. Mbps	QoQ Change	YoY Change
1	South Korea	16.7	17%	18%
2	Hong Kong	10.5	2.0%	14%
3	Japan	8.9	0.3%	5.8%
33	Singapore	4.5	-1.6%	34%
38	Taiwan	4.1	-2.0%	-19%
41	New Zealand	4.0	4.0%	24%
45	Australia	3.6	1.5%	24%
47	Thailand	3.4	8.3%	23%
75	Malaysia	1.9	-1.4%	38%
90	China	1.4	21%	43%
101	Philippines	1.1	-4.7%	13%
110	India	0.9	12%	12%

Average Measured Connection Speed by Asia Pacific Country

资料来源: Akamai 《互联网发展状况》

图 13 中国网民规模及互联网普及率

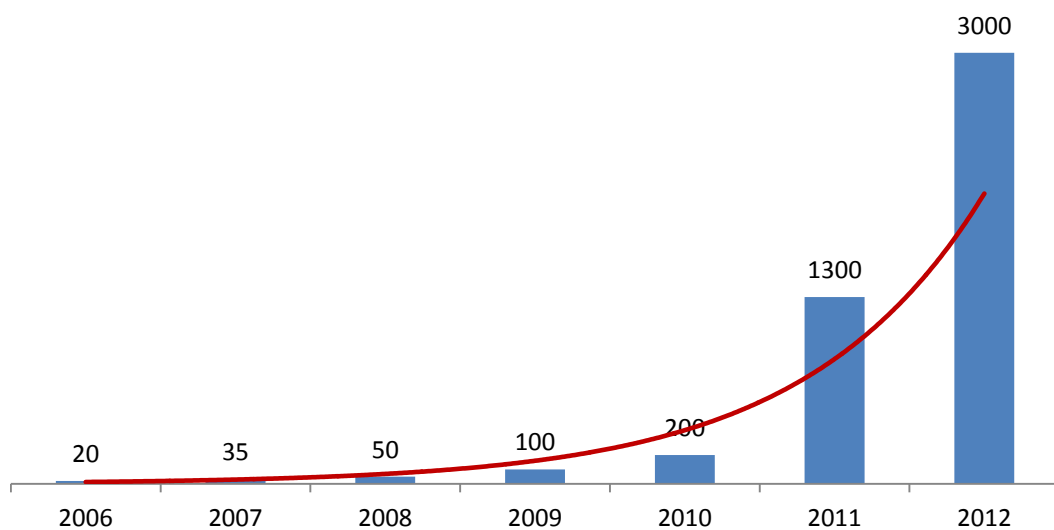


资料来源: CNNIC, 华宝证券研究所

到 2013 年, 中国电信将实现对南方城市的所有家庭用户均可提供 20M 接入, 光纤入户覆盖达到 8000 万户。到 2015 年底, 南方城市地区实现家庭和政企用户光网全覆盖, 光纤入户超过 1 亿。我们预计“十二五”期间, 中国电信将每年平均投入 300 亿左右建设光纤网络。

据赛迪统计, 到 2011 年底, 我国光纤宽带用户数有望达到 1300 万户, 到 2012 年达到 3000 万户, 这一块的市场最近两年至少有两倍的增长空间。

图 14 光纤宽带用户规模 (万户) 及预测



资料来源: 赛迪, 华宝证券研究所

中国电信推广 IPTV 非常积极,因为目前大多数的 IPTV 用户都是通过它的固网接入的,而中国电信的固网优势又是三大运营商中最具竞争力的,我们判断随着三网融合进一步的深入和宽带中国的大建设,未来其优势将更加明显。

表 5: 主要网络国际出口宽带数及地址数量对比

	国际出口宽带数 (Mbps)	IPv4 地址数量
中国电信	809,881	125,761,280
中国联通	466,942	69,751,040
中国移动	82,559	49,906,688
教育科研网	18,500	16,649,728
总计	1,389,529	330,439,936
占比	58.28%	38.06%

资料来源: CNNIC, 华宝证券研究所整理

中国电信在 IPTV 端也一直有技术积累,在 2005 年就出台了 IPTV1.0 标准,2008 年初,中国电信全部完成了 IPTV2.0 标准。随后,启动 IPTV2.0 版本的平台和终端选型测试以及平台及终端设备集采, IPTV 扩容项目以 2011 年 9 月份上海研究院的选型技术测试工作启动为标志,该选型技术测试是主要测试各厂家系统平台对中国电信 IPTV 3.0 技术规范的满足程度。而 2012 年,中国电信将全面推行 IPTV 3.0 规范。

表 6: 主要网络国际出口宽带数及地址数量对比

推出时间	标准	效果
2005 年	IPTV1.0	该标准没能解决设备互联互通的问题,导致部署 IPTV 的成本居高不下,用户数量受到限制。
2008 年	IPTV2.0	全部完成了 IPTV2.0 标准。随后,启动 IPTV2.0 版本的平台和终端选型测试以及平台及终端设备集采。
2011 年	IPTV3.0	与百视通合作推出 IPTV3.0,当时标准还处于持续研发中。

资料来源: CNNIC, 华宝证券研究所整理

中国电信除了制定相关标准之外,多年来在 IPTV 终端采集上也有比较多的技术积累,不管是在标清设备还是高清设备采购上都已形成了一个比较完善的招投标体系。

百视通近年来不但强力与中国电信合作,中国联通也是其一直的战略伙伴之一。作为中国最大的运营商中国移动由于其历史原因,固网用户数较少,但中国移动仍有优势,特别是在新建新兴的宽带小区,未来我们不排除未来中国移动也会大举进入 IPTV 蓝海。

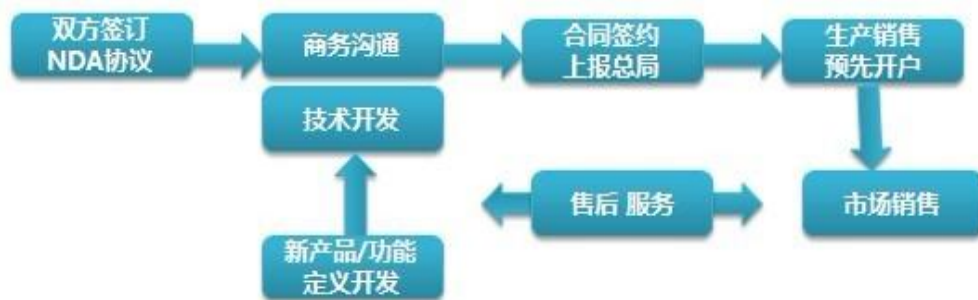
## 5. 互联网电视或是增长的下一级

由于百视通拥有全国性完整牌照的运营资质,先后与康佳、创维、海信、海尔、厦华、清华同方等 20 多家产业链合作伙伴进行合作,计划 2012 年在上海推出 100 万高清互联网电视机顶盒,并希望 3 年后这一数字在全国达到 1000 万台。百视通高清互联网电视机顶盒中将内置 35 万小时的视频内容,其中 10 万小时为高清视频内容,版权库来自我们上文中所述的优秀的影视、财经、体育、娱乐等精品正版内容,以影视剧资源最为丰富。

百视通与终端厂商的合作模式是：

- 1、终端厂商需要植入百视通提供的插件模块
- 2、终端生产前，需要提交预开户申请
- 3、产品需要支持网络升级

图 15 互联网电视产品合作整体流程

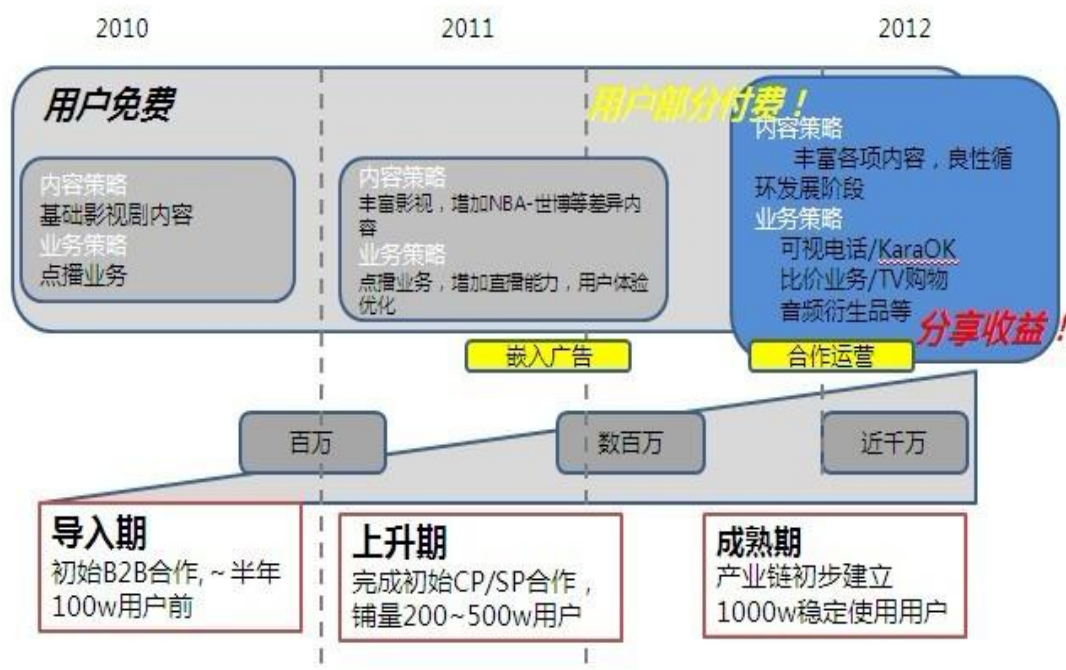


资料来源：华宝证券研究所综合公司公告整理

2011 年在中国国家广电总局新出台的 181 号文件中，对互联网电视一体机和机顶盒形态的终端内容服务范围和权限进行了界定，再一次加强对互联网电视的内容安全性和合法性的监管力度。在这份《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》文件中，广电总局再次声明，互联网电视“终端产品不得有其它访问互联网的通道，不得与网络运营企业的相关管理系统、数据库进行连接”。

因此电视设备商要想开展互联网电视业务必须和像百视通这样的牌照方合作。

图 16 互联网电视用户/商务模式演进图



资料来源：华宝证券研究所综合公司公告整理

广电总局也是看到了互联网一体机的缓慢发展趋势，所以大力推动百视通高调采取互联网机顶盒+电视的思路来发展互联网电视，进而将互联网电视机的主导权放在牌照方手中，而不是电视机厂商手中，同时推动 OTT (Over The Top) 市场的诉求得到释放。



然而如果不给电视经销商以利益驱动，也很难使整个体系发展好，因此我们预判互联网电视机的发展同时也将使得电视机合作商有较大发展空间，而相应的非合作商则在规则之外。

百视通在发展互联网电视机行业标杆的同时，可能会对其既有的 IPTV 业务有一定市场蚕食，我们觉得这对百视通来说并不是坏事，毕竟是同一家企业，OTT 对 IPTV 是补充和附加，对电信运营商来说则是彻底的沦为管道。如果百视通能够在 OTT 市场获得大发展，也可弥补其由于 CNTV 等牌照商进入而损失的 IPTV 市场的分成。

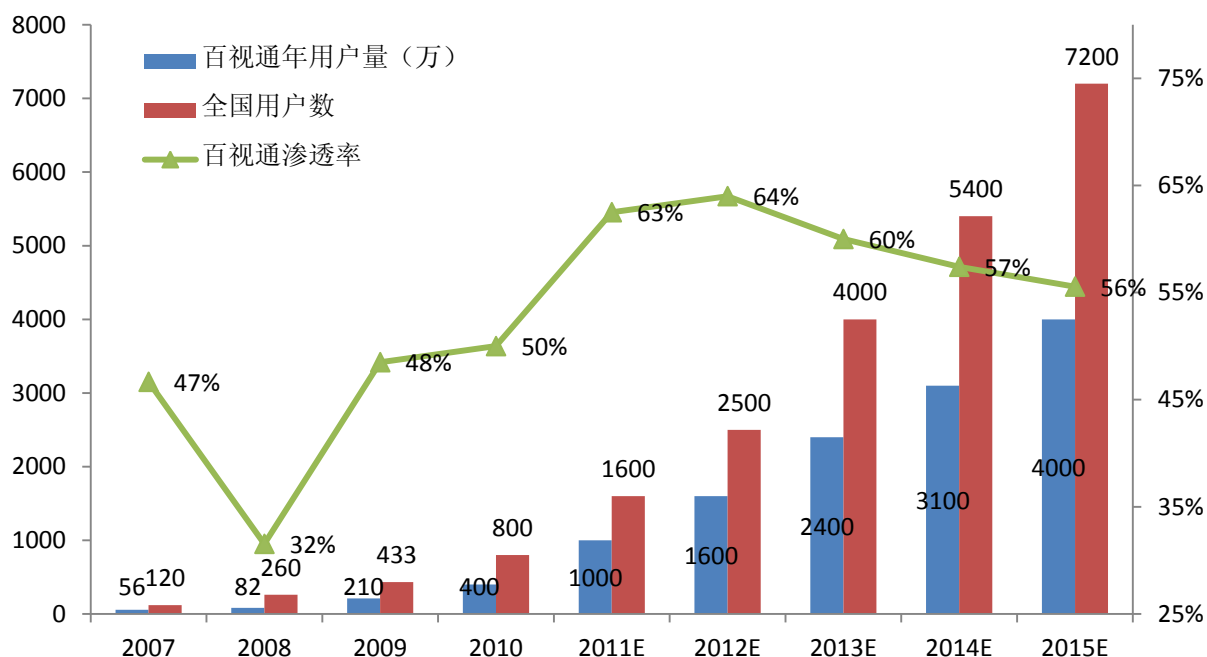
## 6. 盈利预测

### 6.1. 核心假设

根据对电信运营商宽带用户及百视通业务发展的判断，我们认为：

- 1、到十二五末即 2015 年，随着宽带中国战略的推进，光网用户越来越多，中国的 IPTV 用户有望达到 7200 万户，占总宽带用户数 2.4 亿的 30% 左右。
- 2、百视通用户在中国整个 IPTV 用户中的占比将略有上升，未来（2013 年左右）随着互联网电视及其他牌照商的竞争，百视通在 IPTV 用户中的总渗透率可能有所降低，但总用户数还将呈大幅上升趋势，我们预计 2012 年公司 IPTV 用户数将达到 1600 万，其中有效用户（年均结算，是在网一年用户数的平均）为 1200 万，2015 年可望达到 4000 万。

图 17 百视通 IPTV 用户及全国总量渗透率预测



资料来源：华宝证券研究所综合公司公告整理

- 3、2010 年公司 IPTV 收入占备考公司的 55%，我们认为在 2011 年这一数字可以达到 70%，而到 2015 年这一比例可放大到 95%（考虑互联网电视）。
- 4、公司到 2013 年后收取的入户基本费用可能在现有基础上大幅降低，而增值费用服务可能会迅速上升，并逐渐超过基本费用。

我们大胆预测，未来靠固定收入模式（即按户按月收钱）的方式将会消亡，所谓的显性广告模式也会消亡，我们认为真正的服务在增值端，在隐性广告。目前中国的广电企业的收入太单一，广告收入占总收入超过 80% 以上，百视通主要也是通过内容优势入户赚取固定收入。但以 SMG 为例，去年 SMG 电视购物收入超过 50 亿，据预测还会以 50% 来增长，增值服务超过了整个广告业务的收入。因此我们认为百视通可能会复制这样的赢利模式，未来的增值服务收入也有可能超过固定收入。而随着 3G 业务及智能手机的普及，百视通的手机定制业务如 3G—NBA 直播等也有望发力，从现在的发展态势来看，增值服务极具发展潜力。

表 7: 百视通十二五 IPTV 收入预测

时间	固定收入 (元/年.户)	增值服务 (元/年.户)	IPTV 用户数 (万)	IPTV 收入 (亿元)
2011	10*12=120	0	800	9.6
2012	10*12=120	0	1200	14.4
2013	5*12=60	5*12=60	2000	24.0
2014	5*12=60	8*12=96	3000	46.8
2015	5*12=60	10*12=120	4000	72

资料来源：华宝证券研究所整理

我们认为文广科技、广电制作近两年的收入也是稳定增长的，但是从在占整个上市公司中的份额比例来说，下降是不可避免的。鉴于百视通技术的强烈发展预期，我们认为百视通技术收入占公司的收入比例在 2011 年占到 70% 左右，而到 2015 年可能占到 90% 左右（包括互联网电视业务及手机视频业务）。

## 6.2. 财务预测

备考公司 2010 年的营业收入约为 9.4 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 2.58 亿元，公司毛利率为 50.43%。我们预计公司 2011 年公司毛利也相应稳定在 50% 左右，同时费用率考虑到公司正处于开拓用户中前期，规模效应暂未显现，因此仍预计与 2010 年备考公司类似比率。

我们预计 2012-2013 年公司用户数超过 1500 与 2000 万是大概率事件，基于此公司规模效应将显，管理费用率未来也会相应降低，考虑到公司融资成本的压力，财务费用率有一定上浮，公司处于新兴传媒板块，国家十二五税收政策将会重点照顾，因此我们对公司未来的营业税金及所得税率有所下调，而公司下属信投的投资收益也会有稳定收益，我们预测有 25% 左右的增长。

综合上述预测，我们预计 2011 年到 2013 年公司收入分别为 13.65 亿元、19.49 亿元和 27.29 亿元，较上年分别增长 46%、42.7% 和 40%；可实现的归属于母公司净利润分别为 3.65 亿元、5.61 亿元和 8.43 亿元，较上年分别增长 41.5%、53.61% 和 50.23%，对应 EPS 分别为 0.33 元、0.50 元和 0.75 元。

表 8: 利润预测

利润表		单位: 百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	935	1365.89	1949.13	2728.78	
营业成本	466	677.48	955.07	1311.18	
营业税金及附加	36	52.72	63.93	89.23	
营业费用	75	108.72	148.13	179.55	
管理费用	169	233.02	321.80	395.40	
财务费用	-3	-0.85	1.10	0.75	
资产减值损失	5	5.46	8.39	11.33	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	12	85.87	107.08	127.08	
营业利润	200	375.20	557.78	868.41	
营业外收入	14	20.74	41.77	31.26	
营业外支出	6	8.56	4.69	6.62	
利润总额	208	387.38	594.86	893.04	
所得税	12	22.08	33.67	50.01	
净利润	196	365.30	561.19	843.03	
少数股东损益	5	2.59	4.04	6.03	
归属母公司净利润	191	362.70	557.15	837.00	
EBITDA		461.79	653.77	927.98	
EPS (摊薄) (元)	0.17	0.33	0.50	0.75	

资料来源: 2010 年为备考公司数据, 华宝证券研究所

### 6.3. 估值比较与定价

我们选取了 10 家互联网或有线传媒板块的公司作为比较, 其中百视通公司流通市值最大。这些公司 2012 年的 PE 普遍都在 25 倍以上 (电广传媒 15.9 倍), 我们认为相比于广电网络和天威视讯, 公司的增长潜力更大, 而相比于乐视网等互联网企业, 公司目前公司负债率较低, 营运资本更为充足, 且公司业务已经落地, 实质大于概念, 因此公司有理由享受更高溢价, 我们认为公司 2012 年合理价格在 20 元到 25 元之间, 对应 2012 年 40-50 倍的 PE, 估值中枢在 22.5 元。鉴于公司的高成长能力, 首次给予公司买入评级。

表 9: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	流通市值 (亿元)	收盘价	EPS (元)			PE (倍)		
				2011	2012	2013	2011	2012	2013
002238.SZ	天威视讯	56.32	17.58	0.46	0.47	0.53	38.57	37.58	33.03
600831.SH	广电网络	58.54	10.39	0.26	0.32	0.41	40.08	32.27	25.37
000917.SZ	电广传媒	93.49	29.33	1.67	1.84	1.99	17.54	15.93	14.73
600037.SH	歌华有线	93.31	8.8	0.31	0.37	0.44	28.64	24.08	19.87
300052.SZ	中青宝	10.98	15.2	0.40	0.56	0.68	37.58	27.31	22.20
300226.SZ	上海钢联	3.22	32.2	0.91	1.24	1.78	35.31	26.03	18.09
300059.SZ	东方财富	28.71	23.22	0.50	0.68	0.95	46.59	33.98	24.54
300113.SZ	顺网科技	12.69	25.59	0.54	0.83	1.09	46.96	30.83	23.47

300104.SZ	乐视网	34.18	39.99	0.58	0.92	1.31	68.41	43.47	30.56
600637.SH	百视通	118.10	16.66	0.42	0.50	0.75	39.92	33.34	22.21
平均值		49.64	21.09	21.90	0.61	0.77	0.99	39.96	30.48
中值		43.64	19.06	20.40	0.48	0.62	0.82	39.25	31.55

资料来源: Wind, 华宝证券研究所整理

## 7. 与公司发展相关的若干问题

### 7.1. 与 CNTV 合作对未来的影响

CNTV 坐拥央视全牌照的优势, 本来应该可以大展拳脚的, 只是这几年的发展始终流于形式, 一直在广电系统内部协商均衡利益, 并未与运营商形成实质的合作对接。

CNTV 在 2011 年下半年状告广东及江苏电信的侵权, 实属无奈之举, 无非是看重对方渠道, 想和对方合作。CNTV 占有首批 8 个试点城市中的播控平台, 第二批又有近 40 个城市, 但是公司的用户一直发展很慢, 最后选择和百视通合作经营也是明智之举。

百视通 2 月 2 日公告, 根据国家三网融合总体方针, 根据国家广播电影电视总局的要求, 上海广播电视台、SMG 与中央电视台下属中国网络电视台 (以下简称“CNTV”) 签署 IPTV 播控平台合作协议, 落实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。不过公告没有披露合资比例、分成比例、合作模式等具体细节。

我们认为: 在国家层面推动文化传媒大发展和三网融合的背景下, 三网融合在广电系统并没有大规模推开, 在此尴尬前提下, 广电总局推动 CNTV 与百视通合作是顺势而为。这样做:

- 一、对 CNTV 来说, 可以在播控平台并没有取得实质效果的前提下, CNTV 可以直接借助百视通现有的资源和市场运营能力, 通过运营商既有的网络, 曲线进入用户家庭。
- 二、对百视通来说, 先做大做强是最关键的, 因此采取牺牲部分短期利益而获得多数用户是值得的, 时间换空间的策略是为了未来更好的发展, 当然在大力推进时间换空间的同时, 也可以大力布局已有的互联网电视机顶盒业务。
- 三、对运营商来说, 也是可以接受的, 这样他们在开展 IPTV 业务时, 会减少来自地方广电系统的干扰, 规模优势会显现。
- 四、由总局出面, 便于调和广电系的内部矛盾, 整合原有 CNTV 和百视通之间的直接竞争格局, 可以减少不必要的损耗, 增强与运营商的议价能力。

### 7.2. 与 CNTV 的收入分成

关于市场担心的业务收入分成问题, 我们认为:

CNTV 与百视通的合作是在广电总局的一手促成下完成的, 是国家意志, 央视与上视的协调, CNTV 和百视通合作的大好局面是不会轻易因为利益而被打破的, 同时 CNTV 自身的缺陷也是有目共睹的, CNTV 是不会漫天要价进而破坏平衡。百视通作为新上市的传媒巨头, 相关政策方肯定也会给予一定的保护时间。既有的市场存量用户部分, 百视通会

占收入的大额部分，我们预测在 90%以上，在新增市场上，双方将会按相应资源的使用量来确定收入分配，但我们认为百视通的收入分成将不低于 50%，CNTV 也终将因总用户量的增加而获得大额收益，同时其也可以通过其他渠道进一步拓宽自有的用户群。

### 7.3.与互联网视频网站的竞争

从目前来看，由于在国内的几家主流视频网站由于在美国上市不久或是从别处融资额度较多，现金流充分，因此急于在市场上高价抢购网络剧的版权费用。

表 10: 主流视频网站融资一览

类型	上市时间及地点	IPO 融资
优酷	2010.12.8; 纽交所	2.33 亿美元
土豆	2011.8.17; 纳斯达克	1.74 亿美元
酷 6	2010 年借壳华友世纪登陆纳斯达克	
乐视网	2010.8.12; 创业板	7.3 亿元
PPTV	2011 年 2 月获日本软银注资 2.5 亿美金	
奇艺网	2010 年 4 月上线，获美私募 5000 万美元注资，二期 3 亿美金	

资料来源：华宝证券研究所整理

从 2011 年开始，网播剧版权费用一路看涨，据计算，从年初到年尾，网络独播剧的版权涨了 15 倍。2011 年上半年，一线剧集的网络版权还停留在 30 万-40 万元/集的水平，但 2011 年下半年开始已经全面上升至 80 万-100 万元/集，甚至更高。

表 11: 主流视频网站融资一览

类型	电视剧名	价格
乐视网	《后宫》	2000 万
PPS	《王的女人》	2200 万
优酷	《倾城雪》	2500 万元
搜狐视频	《新还珠格格》	5000 万推广+3000 万版权费
腾讯视频	《宫 2》	单集 185 万元，总价超 3000 万元
2012 年	《后宫甄嬛传》	电视台+网络的版权约 400 万元/集
2012 年	《金太郎的幸福生活》	超过 300 万元/集
2012 年	《夫妻那些事》	近 300 万元/集
2008 年	《潜伏》	1 万元/集
2009 年	《我的团长》	2 万元/集
2010 年	《婚姻保卫战》	15 万元/集

资料来源：华宝证券研究所整理

而 2006 年,《武林外传》81 集只卖 10 万元的版权费,2008 年《潜伏》单集价格是 1 万元,2009 年,《我的团长》单集价格才 2 万元,在 2010 年,《婚姻保卫战》的单价仅仅为 15 万元。

我们认为:

支撑视频网站继续烧钱通过高价购买版权的主要是来自外部的资金。目前已经到了非常不理智的程度,但是还是没有一家倒下,因此我们预计短期的不理智还是会存在的,但我们相信未来两年内这种不理智必将回归理性。

虽然同期视频网站广告收入也在快速增长,但是其增幅远没有同期版权费用的增幅,因此我们预测随着行业竞争的深入,未来电视剧必将出现理性回归。”

但是这些视频网站购买的版权主要是基于互联网版权的,没有电视版权即没有在电视上播放的资格,但百视通不同,百视通购买的主要是基于电视形式通过 IP 方式通过电信运营商接入普通用户的内容。

长期来看网络视频的价格一路飙升绝对是不可持续的,未来必须落地,但其落地从目前最乐观的情形来看,至少需要三年,而到时候百视通早已拥有超 2 千万 IPTV 用户了。百视通目前购买了相当数量的 NBA、英超播放版权,同时依托东方传媒的巨多资源,可以说其根本不惧互联网视频网站的竞争。但不排除未来双方有合作的可能!

## 7.4.地方有线网络公司的阻挠

IPTV 与有线电视最大的不同就是其灵活的交互特性,具有 IP 网的对称交互先天优势,其节目在网内,可采用广播,组播,单播多种发布方式,同时可以开展多种业务,非常灵活。

而有线数字电视采用广播方式,如果要实现视频点播必须将原来的 HFC 广播网络进行双向改造。一般情况下,只开通有关生活资讯的交互频道,很难实现较多的功能。

现在百视通通过地方电信运营商绑定套餐的方式进入用户家庭,相当于用户可以非常自由廉价的摆脱原来的那根“有线”,因此地方有线阻挠其进入其固有的势力范围,也可理解,但是我们认为:

对百视通来说现在进行的不是零和游戏,而是 1+1>2 的问题。因为手握广电总局的尚方宝剑,地方有线运营商特别是已经试点地区的有线网络公司不敢明目张胆的进行干扰,对未试点地区来说,如何切分双方利益才是关键。地方电视台未来可以通过多种方式借道百视通直接进入小区,即通过央视+百视通+地方电视台模式中内容参与者的增加,这样就可以避免僧多粥少局面,而不影响各方收益。怎样面对现实,创作美好未来才是关键,如果双方都不想让,那只有互相损失,对双方都没有好处。

## 8.风险提示

综合公司的业务分析,我们认为公司的经营面对以下不确定性:

- 1、政策不确定性,广电总局和地方广电运营单位发布的相关政策法规对公司的经营具有较大影响,公司的牌照性质和入网许可等都得由政策保驾护航,虽然整体来看,现在公司面临的政策前景尚好,但不排除国家层面三网融合政策的改革的预期。
- 2、与电信运营商合作分成的不确定性,公司与运营商的合作分成未来可能受制于电信运营商的管道优势,而不得不降低分成比例。

- 3、与 CNTV 合作的不确定性，CNTV 牌照全，背景雄厚，不排除有行政力量或是其以内容资源（央视）要挟分成比例。

## 附录：三大报表预测值

### 资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	930.03	708.53	1979.88	2363.52
现金	532.28	499.55	1456.70	1802.46
应收账款	156.05	178.32	203.86	390.33
其它应收款	37.34	0.00	45.08	15.94
预付账款	55.06	24.16	89.18	69.28
存货	147.88	0.00	182.29	74.02
其他	1.43	6.50	2.77	11.50
<b>非流动资产</b>	2007.13	1996.00	1972.92	1988.42
长期投资	1249.00	1299.45	1375.80	1469.80
固定资产	301.93	238.41	155.42	81.50
无形资产	14.22	6.95	-0.31	-7.58
其他	441.99	451.20	442.01	444.71
<b>资产总计</b>	2937.16	2704.53	3952.79	4351.94
<b>流动负债</b>	1499.58	895.92	1585.85	1140.53
短期借款	665.00	817.50	741.25	779.38
应付账款	231.00	0.00	276.22	117.56
其他	603.58	78.42	568.37	243.60
<b>非流动负债</b>	67.21	72.94	70.07	71.51
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	67.21	72.94	70.07	71.51
<b>负债合计</b>	1566.78	968.86	1655.92	1212.04
少数股东权益	79.91	82.50	86.54	92.57
归属母公司股东权益	1290.47	1653.17	2210.33	3047.33
<b>负债和股东权益</b>	2937.16	2704.53	3952.79	4351.94

### 现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	21.86	343.65	548.57	737.81
净利润	104.87	365.30	561.19	843.03
折旧摊销	46.39	43.85	42.02	42.10
财务费用	41.57	-0.85	1.10	0.75
投资损失	-182.78	-85.87	-107.08	-127.08
营运资金变动	14.42	-67.38	51.99	-21.33
其它	-2.62	1.31	-0.65	0.33
<b>投资活动现金流</b>	204.95	52.86	88.30	69.40
资本支出	-58.97	-80.69	-89.88	-83.27
长期投资	-29.22	-50.45	-76.35	-94.00
其他	116.75	-78.28	-77.93	-107.87
<b>筹资活动现金流</b>	-366.23	158.06	-79.71	38.55
短期借款	-305.00	152.50	-76.25	38.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-61.23	5.56	-3.46	0.42
<b>现金净增加额</b>	-139.42	-32.73	957.15	345.76

### 利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	2134.21	1365.89	1949.13	2728.78
营业成本	1960.02	677.48	955.07	1311.18
营业税金及附加	14.78	52.72	63.93	89.23
营业费用	61.84	108.72	148.13	179.55
管理费用	180.77	233.02	321.80	395.40
财务费用	41.57	-0.85	1.10	0.75
资产减值损失	9.83	5.46	8.39	11.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	182.78	85.87	107.08	127.08
<b>营业利润</b>	48.19	375.20	557.78	868.41
营业外收入	62.81	20.74	41.77	31.26
营业外支出	0.81	8.56	4.69	6.62
<b>利润总额</b>	110.18	387.38	594.86	893.04
所得税	5.31	22.08	33.67	50.01
<b>净利润</b>	104.87	365.30	561.19	843.03
少数股东损益	-1.31	2.59	4.04	6.03
<b>归属母公司净利润</b>	106.18	362.70	557.15	837.00
<b>EBITDA</b>	181.57	461.79	653.77	927.98
<b>EPS (元)</b>	0.15	0.33	0.50	0.75

### 主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-9.11%	-36.00%	42.70%	40.00%
营业利润	928.67%	678.66%	48.66%	55.69%
归属母公司净利润	199.76%	241.59%	53.61%	50.23%
<b>获利能力</b>				
毛利率	8.16%	50.40%	51.00%	51.95%
净利率	4.91%	26.74%	28.79%	30.89%
ROE	7.65%	21.05%	24.43%	26.85%
ROIC	6.58%	15.95%	19.55%	21.85%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.34%	35.82%	41.89%	27.85%
净负债比率	114.32%	55.81%	72.09%	38.60%
流动比率	0.62	0.79	1.25	2.07
速动比率	0.52	0.79	1.13	2.01
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.69	0.48	0.59	0.66
应收帐款周转率	12.23	8.17	10.20	9.18
应付帐款周转率	7.43	6.40	6.92	6.66
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.15	0.33	0.50	0.75
每股经营现金	0.02	-0.22	0.85	0.21
每股净资产	1.93	1.56	2.06	2.82
<b>估值比率</b>				
P/E	0.00	50.02	32.56	21.68
P/B	0.00	10.97	8.21	5.95
EV/EBITDA	1.17	40.15	26.79	18.55

资料来源：港澳资讯（2010年勾稽为广电信息）、华宝证券研究所



## 华宝证券 TMT 研究团队简介:

### 团队宗旨:

专注于基础研究、系统研究和独立研究；力求研究在时机和效力上的及时性，在结论和判断上的客观性；致力于为投资者深度挖掘 TMT 行业内长期成长和价值低估的机会。

### 核心成员:

吴炳华：南理工无线电工学学士、华东师大经济学硕士。科研工作 4 年，证券从业经历 8 年。曾就职德邦证券，首席分析师。现任华宝证券 TMT 首席分析师，团队负责人，主要负责 TMT 各领域的研究和管理工作。

周正刚：复旦大学材料科学学士、理学硕士。中兴通讯任职 8 年，曾担任系统工程师、商务经理等职务；后在龙旗科技任 2 年商务副总监，2011 年加入华宝证券，主要研究方向为电子和通信。

陈筱：南昌大学信息与计算科学学士、复旦大学经济学硕士。对人口结构和经济发展间关系有较深入的研究，2010 年加入华宝证券，主要研究方向为计算机软件和文化传媒。

程成：天津大学电子信息工程学士、中科院通信工程硕士。曾参与国家通信/小卫星工程重点课题研究，2010 年加入华宝证券，主要研究方向为通信和移动互联网。

刘智：同济大学控制软件工程方向硕士。对计算机集成制造系统和企业信息化建设领域有较为深入的研究，2011 年加入华宝证券，主要研究方向为计算机软件和电子行业。

**投资评级的说明**

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

**机构业务部咨询经理**

机构业务部咨询经理		
<b>上海</b>	<b>北京</b>	<b>深圳</b>
宋歌	程楠	袁月
021-6877 8081	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	158 1689 6912

**风险提示及免责声明：**

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。