

日期: 2012年2月24日
行业: 传媒行业

从新媒体运营到互联网增值



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

基本数据 (11Y12M)

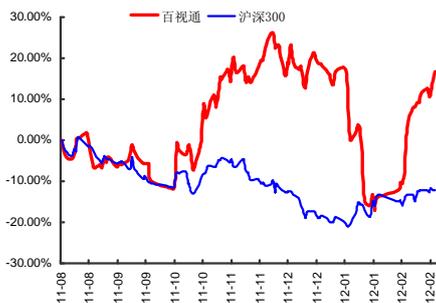
报告日股价 (元)	16.66
12mthA 股价格区间 (元)	9.98/16.65
总股本 (百万股)	1114
无限售 A 股/总股本	63.65%
流通市值 (百万元)	10463
每股净资产 (元)	3.74
PBR (X)	4.45

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

首次报告日期: 2012-2-20

相关报告: 百视通 (600637.SH) 调研报告:
扫除 IPTV 发展障碍 用户高速增长可预期

■ 报告目的:

我们近期走访了行业专家及上市公司,对百视通相关的业务 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研究,形成此研究报告。

■ 主要观点:

IPTV 与数字电视并存 智能电视是未来发展的趋势

IPTV 强调直播+转播+点播,发展方向是交互式的网络增值业务,有线数字电视发展方向是高清频道,相当长的时期内两者将会并存。互联网电视是 OTT 业务,OTT 主要强度互联网内容的点播,181 号文件规定 OTT 不能提供直播。随着 3D 技术成熟和 TV-OS 的应用,Google TV 和苹果 TV 的出现,智能电视将是未来发展的趋势。

确立 IPTV 市场格局 预期 IPTV 用户高增长

随着播控平台格局确定和电信宽带的提速,电信运营商免费 IPTV 推广模式,势必刺激 IPTV 用户的猛增。我们预期合资公司的平台建设和运营外包给百视通,公司总的分成比例要超过其股权的份额。我们预期 2012 年我国 IPTV 用户将达到 2649 万户,渗透率达到 14%,2015 年我国的 IPTV 用户将达到 8017 万户,渗透率达到 30%。

核心价值在于新媒体的网络运营商

公司新媒体发展战略是以内容为核心、以各种新媒体运营平台为支撑的“一云多屏”,公司是新媒体平台运营商,未来的核心价值在于架构于新媒体用户之上的增值业务。2012-2015 年公司的业绩测算,稀释每股收益为 0.46 元、0.87 元、1.35 和 1.93 元。按照每户每年 120 元的 ARPRU 值,公司未来的每股价值为 30.56 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,按照互联网的估值方法,其估值要远超过前面的测算。

■ 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)	98	50	36	19	12

数据来源: 上海证券整理 2 月 23 日收盘价

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

目 录

一.	公司概况：新媒体运营商.....	4
1.1	公司的结构.....	4
1.2	业绩主要来源于百视通技术.....	5
1.3	IPTV 是公司的主要业务.....	5
二.	新媒体业务的比较分析.....	6
2.1	新媒体是三屏融合的表现形式.....	6
2.2	IPTV 与数字电视：桶装水与自来水.....	7
2.3	智能电视是未来发展的趋势.....	8
2.4	新媒体发展必须可管可控.....	10
三.	新媒体行业环境.....	10
3.1	播控政策落实 扫清发展的障碍.....	10
3.2	电信运营商宽带建设已入高峰.....	11
3.3	预计我国宽带 2015 年进入成熟期.....	12
3.4	电信对 IPTV 业务的扩容和规范.....	12
3.5	IPTV 用户爆发增长可预期.....	12
四.	公司的核心价值.....	14
4.1	新媒体互联网运营商（A+X）.....	14
4.2	公司拥有电视终端最大的版权内容库.....	15
4.3	公司的业绩预测.....	16
五.	公司的估值及评级.....	18

图

图 1	近年公司的收入结构 单位: 千元.....	5
图 2	公司的净利润结构 单位: 千元.....	5
图 3	百视通技术业务收入比较, 单位: 千元.....	6
图 4	LETV 的 3D 云视频超清机.....	8
图 5	LETV 的云内容频道.....	8
图 6	Google TV 的 Android Market 截图.....	9
图 7	Google TV 的开机画面.....	9
图 8	Google TV 的应用.....	9
图 9	Google TV 的“TV & Movies”(电视和电影)应用.....	9
图 10	我国 IPTV 用户数及其渗透率 单位: 万户.....	13
图 11	百视通 IPTV 的 TVC 插播广告样式.....	14
图 12	百视通的 IPTV 的推出标版广告样式.....	14

表

表 1	东方传媒下属没有上市的主要子公司概况.....	4
表 2	公司主要的子公司及孙公司概况.....	5
表 3	公司主要的新媒体业务概况.....	6
表 4	IPTV、手机电视、互联网电视和智能电视的比较分析.....	7
表 5	2010 年我国各省市宽带用户市场概况 单位: 万.....	11
表 6	我国宽带用户的预测 单位: 万户.....	12
表 7	我国 IPTV 用户发展状况及渗透率预测.....	13
表 8	近年公司购买的内容.....	15
表 9	公司新媒体增值业务发展状况预测 (X 项收入预测) ..	15
表 10	公司 IPTV 业务用户发展状况及 A 收入预测.....	16
表 11	公司新媒体业务收入的预测.....	16
表 12	信投公司的子公司的收入预测 单位: 万元.....	17
表 13	百视通损益简表及预测 (单位: 百万元).....	17
表 14	公司 WACC 的相关假设及计算 (单位: %).....	18
表 15	公司分成比例对公司未来 EPS 的影响 (单位: 元) ..	19
表 16	公司分成比例和 WACC 对公司目标价的敏感性分析 (单位: 元).....	19

一、公司概况：新媒体运营商

1.1 公司的结构

百视通成立于 2005 年 11 月，由东方宽频等股东发起设立。公司的下属百视通技术有限公司、上海文广科技（集团）有限公司、上海广电影视制作有限公司三家全资子公司，持有上海市信息投资股份有限公司 21.33% 股份。

公司股东东方传媒作为上海广播电视台的运营业务平台，是集广播电视节目制作经营、新媒体运营服务及传媒相关业务于一体的媒体产业集团。是全国第一家获得国家广电总局正式批准的推进广播电视制播分离改革的单位。

表 1 东方传媒下属没有上市的主要子公司概况

公司名称	持股比例	产业类别
上海百视通电视传媒有限公司	100%	新媒体播控
上海文广数字移动传播有限公司	100%	广播数字信息提供业务
上海文广互动电视有限公司	81%	有线电视内容提供
上海有线电视实业有限公司	100%	小区有线网络施工和维护
上海第一财经传媒有限公司	73.20%	电视节目内容制作
星尚传媒有限公司	100%	电视节目内容制作
五星体育传媒有限公司	100%	电视节目内容制作
真实传媒有限公司	100%	电视节目内容制作
上海五岸传播有限公司	100%	电视节目内容制作、版权经营
上海新娱乐传媒有限公司	100%	电视节目内容制作
上海尚世影业有限公司	100%	影视剧投资
上海炫动传播股份有限公司	86.50%	电视节目内容制作
上海幻维数码创意科技有限公司	86.50%	电视、电脑图文制作
广州炫动卡通科技有限公司	86.50%	研究、开发、销售卡通产品
上海炫动漫文化传播有限公司	77.85%	电脑图文设计制作
上海炫动投资有限公司	86.50%	实业投资，儿童用品、玩具、文具等
上海东方电视购物有限公司	100%	电视购物
上海东方希杰贸易有限公司	100%	电视购物

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理

表 2 公司主要的子公司及孙公司概况

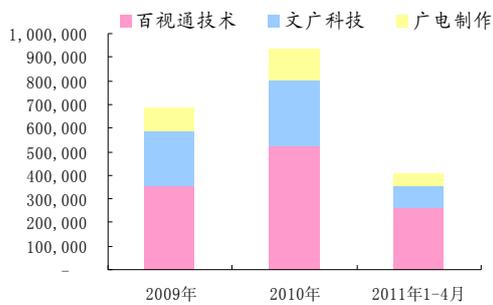
公司	持股比例	
百视通技术	上海东方宽频传播有限公司	100% 网络视频运营
	上海欢腾宽频信息技术有限公司	100% 宽频信息技术的研发
	上海东方龙新媒体有限公司	100% 手机电视运营
文广科技	上海东方广播电视技术有限公司	100% 广播电视工程系统集成
	上海明珠广播电视科技有限公司	100% 无线广播电视设备生产
信投	东方有线网络有限公司	51.00% 东方有线运营
	上海市信息管线有限公司	90% 通信及宽带网络施工
	上海付费通信息服务有限公司	73.16% 付费通

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理

1.2 业绩主要来源于百视通技术

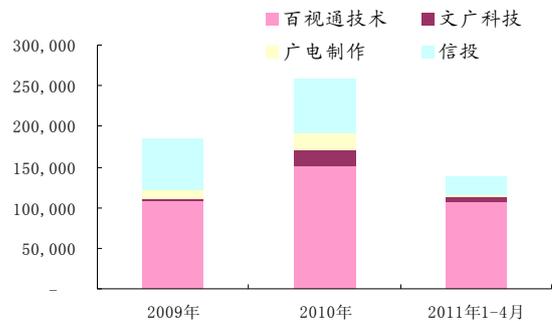
从公司的收入及业务结构看，公司的主要收入及利润来源于子公司百视通技术，其中百视通技术占收入的比率为 55.75%，占净利润中的占比达到 79.05%。其中信投的收益主要来源于东方有线和信息管线两家公司，我们认为公司的收入及净利润的焦点集中在百视通技术。

图 1 近年公司的收入结构 单位：千元



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 2 公司的净利润结构 单位：千元



数据来源：公司公告 上海证券研究所

1.3 IPTV 是公司的主要业务

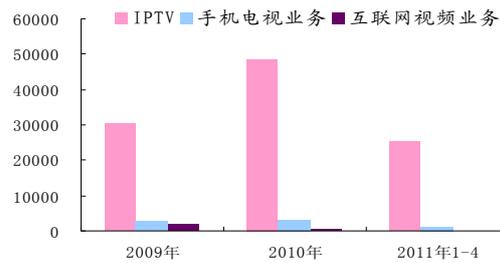
从业务的形态看，百视通技术主要有三种新兴媒体业务，IPTV、网络视频和手机电视业务，由于三种业务的发展进程不一样，用户的规模有较大的相差。在收入方面，2009 年、2010 年和 2011 年 1-4 月份，IPTV 业务的收入占比分别达到 86.3%、93.4%和 96.2%。

表 3 公司主要的新媒体业务概况

IPTV	2009 年	2010 年	2011 年 1-4
收入	30,318.3	48,661.4	25,135.5
毛利率	70.61%	70.21%	71.66%
营业利润	12,282.2	16,408.7	12,309.2
手机电视业务			
收入	2,958.1	2,980.5	990.9
毛利率	33%	52%	12%
营业利润	(202.2)	52.0	85.2
互联网视频业务			
收入	1,841.6	434.0	14.4
毛利率	68%	49%	-144%
营业利润	(1,535.5)	(1,385.7)	(316.6)

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理

图 3 百视通技术业务收入比较，单位：千元



数据来源：公司公告 上海证券研究所

二. 新媒体业务的比较分析

2.1 新媒体是三屏融合的表现形式

从终端看，以电视为终端的业务形式主要有数字电视（有线电视的数字化）、IPTV、互联网电视和智能电视；以手机为终端的手机电视业务；以电脑为终端的互联网视频业务。长期看业务的最终发展为同一内容在各屏之间实现无缝切换（融合）。

表 4 IPTV、手机电视、互联网电视和智能电视的比较分析

	播控平台	业务	合作方
IPTV 业务	广播电视台负责 集成播控平台	通过 电信宽带专网 传输，以电视机终端收看文化娱乐节目	百视通/CNTV+电信/ 联通+地方广电
互联网电视	广播电视台负责 集成播控平台	通过 电信运营商宽带 接入，利用互联网技术，以电视机终端收看文化娱乐节目	百视通/CNTV/华数/ 南广传媒/湖南卫视等+家电厂商
手机电视	广播电视台负责 集成播控平台	通过移动通信网络分发，以 手机终端 收看文化娱乐节目	百视通/华数/CNTV 等+移动/联通
智能电视	未明确	像智能手机一样，具有全开放式平台，搭载了操作系统，可以自行安装和卸载软件、游戏等程序。	Apple TV 和 Google TV 为代表

资料来源：上海证券研究所

2.2 IPTV 与数字电视：桶装水与自来水

在技术方面，IPTV 又叫交互电视，它的系统结构主要包括流媒体服务、节目采编、存储及认证计费等子系统，基于 IP 网络传输，通常要在边缘设置内容分配服务节点，配置流媒体服务及存储设备，用户终端 **IP 机顶盒 + 电视机**。有线数字电视 VOD 系统（双向互动）与 IPTV 的分布式架构不同，其采用的是集中式的服务架构，在 HFC 分前端并不需要配置用于内容存储及分发的视频服务器，只需要放置 DWDM 接收机及 GAM 调制等设备即可，大大降低了系统的运营成本及管理复杂度，用户终端是**数字机顶盒 + 电视机**。

IPTV 的主要卖点是交互，及互联网的增值业务用。IPTV 还可以非常容易地将电视服务和互联网浏览、电子邮件，以及多种在线信息咨询、娱乐、教育及商务功能结合在一起，在未来的竞争中处于优势地位。数字电视的卖点主要为**高清的图像质量**。

我们认为数字电视和 IPTV 的关系类似于自来水和桶装水的关系，数字电视依托于有线电视，是收看电视的基本需求类似自来水，必不可少，虽然双向化后能实现一定的交互增值业务，但未来的发展优势在于高清数字频道。IPTV 是互动性电视频道，及其基于互动性的网络增值业务。是一种升级的电视收看的需求，未来的发展方向在于丰富的视频内容及频道，以及基于互联网的增值业务。

在未来相当长的时间内，数字电视和 IPTV 电视处于并存的局面，不存在很强的替代性关系。

2.3 智能电视是未来发展的趋势

互联网电视：指单纯拥有上网功能，与牌照商的内容播控平台进行捆绑的电视机，多来源于电视机厂商与牌照商的合作。

目前互联网电视有两种模式：一种是互联网机顶盒+普通电视机；另外一种为一体电视机的模式。

公司两种模式都有，我们认为互联网机顶盒有一定的市场，但是一体机的模式，受智能电视机的替代作用较+

互联网电视是以广域网为传输网络，以电视机为接收终端，向用户提供互联网内容服务。互联网电视有别于 IPTV，它不受地域的限制，只要拥有嵌入互联网电视客户端(由具有**互联网电视集成业务牌照的运营商开发**)的电视机，在任何有互联网的地方都可以享受互联网电视服务。

广电总局目前对互联网电视采取“集成服务+内容服务”的管理模式，**互联网电视终端必须与获得集成牌照的平台集成商合作，嵌入其客户端**。一台互联网电视终端只能嵌入一个客户端。在互联网电视方面，海信、康佳和清华同方、长虹等都在与上海广播电视台等持有牌照的机构合作，嵌入相关的播控平台和内容服务。

IPTV 与互联网电视

IPTV 和互联网电视都基于电信运营商的宽带网络，都需要和有牌照的广电运营商的播控平台合作。合作对象不一样，IPTV 需要广电运营商的播控平台、电信运营商和地方广电合作，电信运营商和地方广电参与了业务收入的分成。**互联网电视**属于广电运营商的播控平台直接与终端厂商(电视一体机/机顶盒)，但是其越过了电信运营商，是 OTT 业务，电信运营商的动力不足。乐视网与央视的 CNTV 播控平台合作，目前正在上海等地，推广其互联网电视。

图 4 LETV 的 3D 云视频超清机



图 5 LETV 的云内容频道



数据来源：乐视网网站 上海证券研究所

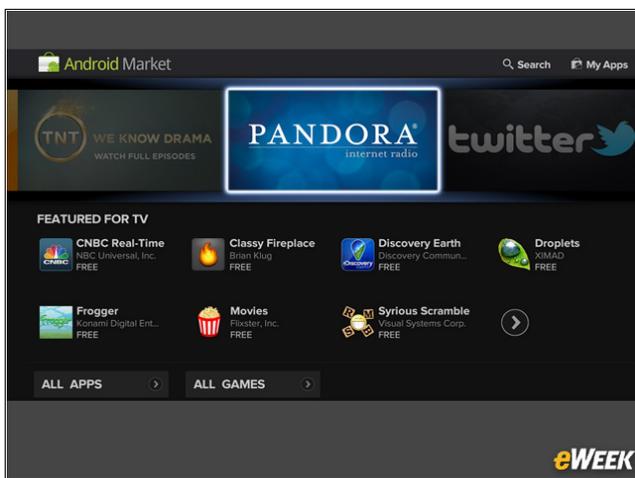
数据来源：乐视网网站 上海证券研究所

谷歌电视是一种开放平台，将网络功能融入电视，以 Android 平台为基础，运行谷歌 Chrome 网络浏览器。简单来讲，就是谷歌为用户设计全新的电视界面；英特尔提供芯片；索尼负责设计硬件。可使用户像换频道一样轻松地在电视节目、搜索引擎、门户网站诸如微博 Twitter 和图片网站 Picasa 等网络应用间进行切换。

互联网电视是 OTT 业务，OTT 主要强度点播，181 号文件规定 OTT 不能提供直播，OTT 强调的是互联网、开放、海量内容，IPTV 强调直播+转播+点播。另外国内 OTT 模式不完全复制国外，而是加大与运营商的合作，是 IPTV 运营模式的补充。

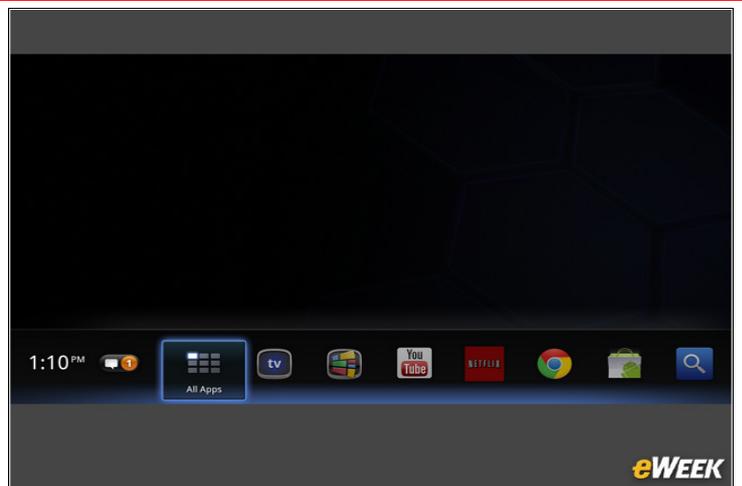
智能电视是互联网电视采用了操作系统（IOS、Android 等），可以安装丰富应用的类似智能手机的电视机，很有可能 3D 功能也成为未来智能电视的标准配置，我们认为从应用的丰富性和发展的趋势看，智能电视才是未来电视的发展方向，特别是国际上互联网巨头，苹果核 Google 将推出自己的智能电视，例如 APPLE TV，Google TV。

图 6 Google TV 的 Android Market 截图



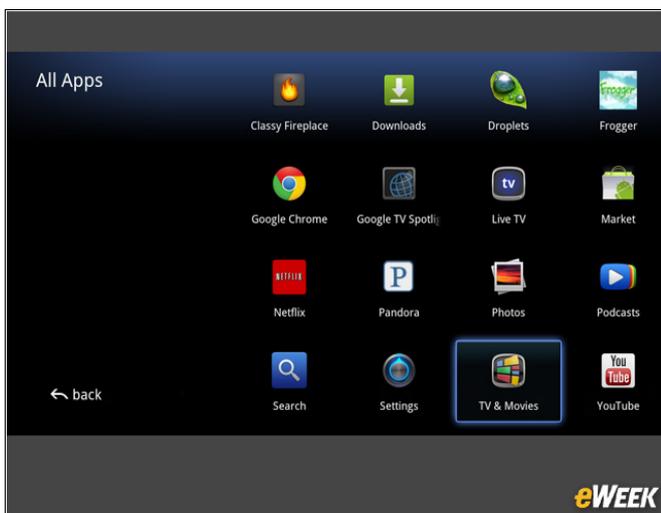
数据来源: EWEEK 上海证券研究所

图 7 Google TV 的开机画面



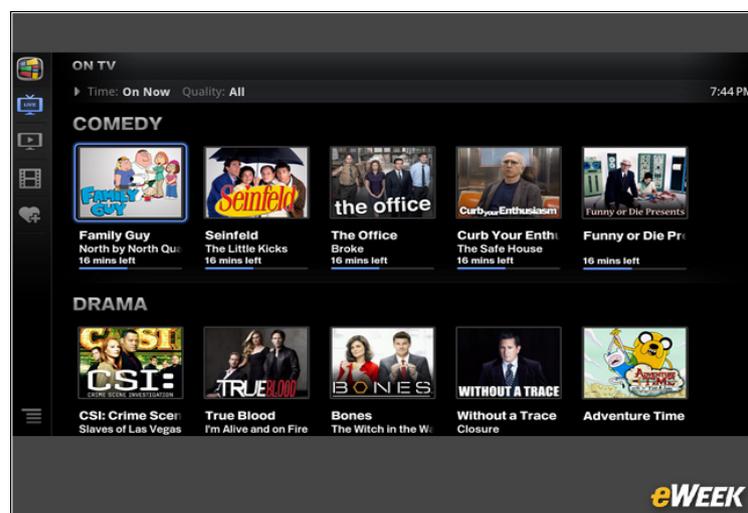
数据来源: EWEEK 上海证券研究所

图 8 Google TV 的应用



数据来源: EWEEK 上海证券研究所

图 9 Google TV 的“TV & Movies”（电视和电影）应用



数据来源: EWEEK 上海证券研究所

2.4 新媒体发展必须可管可控

由于电视终端是党和国家最重要的舆论宣传阵地，同时也是受众最广泛的媒体。党和国家对于媒体一直保持着“可管可控”的方针，特别是在互联网领域，舆论监管的困难让广电总局在新媒体的上播控策略获得政府的认可，**新媒体的发展必须可管可控，是新媒体发展的先决条件。**在三网融合中，广电总局获得了集成播控平台的建设和运营的权力。让所有的新媒体都纳入播控平台的监管之中。

在IPTV领域，CNTV和百视通的播控平台合一，合资公司的中央播控平台+地方播控平台组成了IPTV的播控体系。

互联网电视的播控，**广电总局第“39”号**：取得“以电视机为终端的视听节目集成运营服务”的《信息网络传播视听节目许可证》要求：开展以电视节为终端的互联网视听节目集成运营服务，应当建立具有节目播控、节目导视、版权保护等功能的集成播控系统，健全节目内容管理制度、安全保障制度和应急处理机制，确保所传播的视听节目内容可管可控。

每台电视机中只能植入一个互联网电视机客户端，一个互联网电视机客户端中只能嵌入（包括技术支持）一个互联网电视集成平台的地址。对于同一品牌同一型号的电视机，持有“互联网电视集成业务”牌照的机构与电视机厂家签订的委托植入协议应该是排他的，不得再植入其他平台的客户端。节目服务平台智能与持有“互联网电视集成业务”牌照机构所建设的互联网电视集成平台相连接，不能采取开放式链接。已获得互联网电视牌照的有CNTV、百视通、杭州华数、南方传媒、湖南电视台、中国国际广播电台和中央人民电台7家。

三. 新媒体行业环境

3.1 播控政策落实 扫清发展的障碍

2010年7月12日广电总局下发了《关于三网融合试点地区IPTV集成控制平台建设有关问题的通知》，即广电总局2010年344号文件，文件中规定未来IPTV播控平台将采取两级构架，中央电视台设立IPTV集成总播控平台，中央电视台和地方电视台联合建立试点地区IPTV集成播控分平台。CNTV则是得到央视授权的IPTV具体运作实体。

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,百视通在未来业务中总的分成比例要超过其股权的份额。

3.2 电信运营商宽带建设已入高峰

2010年我国宽带用户达到1.26亿户,按照全国家庭数量4.47亿户计算(全国人口13亿,户均人口3口计算),我国宽带的渗透率达到31.6%,处于快速成长时期。如果按照宽带渗透达到60%作为成熟市场的标志看,全国各省市中,只有北京和上海的渗透率超过60%,宽带发展进入成熟期。其次天津、江苏、浙江和广东的宽带渗透率分别为40.1%、40.0%、47.9%和40.3%,远远低于成熟市场60%渗透率的指标,仍然处于快速发展期。

表 5 2010年我国各省市宽带用户市场概况 单位: 万

	宽带用户数	净增长	常住人口	家庭估测	宽带渗透率
全国	12633.7	2235.9	133972.5	44657.5	28.3%
北京	498.4	46.4	1961.2	653.7	76.2%
天津	173	13.6	1293.8	431.3	40.1%
河北	667	143.7	7185.4	2395.1	27.8%
山西	353.1	73.1	3571.2	1190.4	29.7%
上海	486.7	35.3	2301.9	767.3	63.4%
江苏	1048.4	93.7	7866.0	2622.0	40.0%
浙江	869.5	50.2	5442.7	1814.2	47.9%
安徽	341.9	82.4	5950.1	1983.4	17.2%
福建	471.6	101.9	3689.4	1229.8	38.3%
山东	966.9	207.6	9579.3	3193.1	30.3%
河南	642.5	138.6	9402.4	3134.1	20.5%
湖北	459.4	97.2	5723.8	1907.9	24.1%
湖南	374.5	88.4	6568.4	2189.5	17.1%
广东	1400	276	10430.3	3476.8	40.3%

数据来源: 工信部网站 上海证券研究所整理

3.3 预计我国宽带 2015 年进入成熟期

2010 年我国宽带用户达到 1.26 亿户，宽带渗透率达到 28.3%，处于快速成长时期，2011 年 1-5 月月均新增宽带用户数量为 244 万户，按照这一速度（月均净增长 244 万户），2011 年宽带用户将达到 1.56 亿户。考虑到未来 2-3 年宽带用户的快速发展，2012-2015 年月均新增宽带用户数分别为 280 万户、250 万户、200 万户和 200 万户，我们预计 2015 年宽带用户将达到 2.67 亿户，宽带的渗透率达到 66.8%，达到成熟市场的标准。

表 6 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

3.4 电信对 IPTV 业务的扩容和规范

根据中国电信集团公司的统一部署，为了推进 IPTV 业务的规模发展和增值业务接入标准化的目的，中国电信于 2011 年 11 月进行了基于 IPTV2.0 标准的六省 IPTV 系统的平台扩容招标工作。涉及的 IPTV 平台扩容的电信分公司为福建、上海、浙江、海南、湖南和重庆。

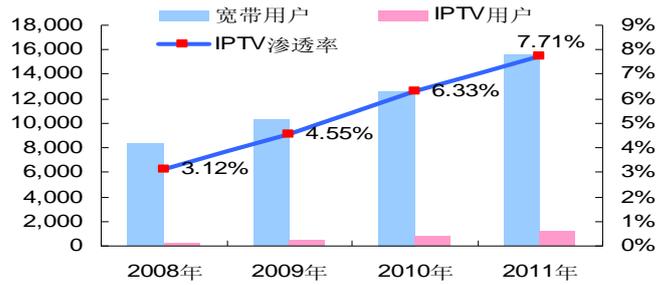
在本次招标中，UT 斯达康获得了福建电信 IPTV 系统平台扩容项目和浙江电信温州、台州 IPTV 系统平台新建项目目标的。其中，福建扩容规模包括福州全市 20 个节点，扩容 3.03 万并发能力扩容和 188TB 的存储能力扩容，支持 30 万用户；浙江项目建设目标包括新建 2.0IPTV 平台和扩容并发容量，项目建成后并发能力将从 18 万扩充至 27 万，为浙江电信后续市场发展提供了技术保障。

3.5 IPTV 用户爆发增长可预期

2009 年至 2011 年我国的 IPTV 用户从 470 万户增长到 1200 万户，

增长了 155.32%。在宽带中的渗透率从 3.12% 上升到 7.71%，即将达到 10% 的临界点。我们认为在扫除了 IPTV 的政策障碍之后，电信运营商特别是电信在推广光纤到户宽带的同时，随之捆绑免费推广 IPTV 的发展模式，势必会带动 IPTV 用户的增长，特别是在宽带提速和光纤到户的情况下。结合电信 2012 年 IPTV 用户增长翻番的目标，我们预期 2012 年我国 IPTV 用户将达到 2649 万户，渗透率达到 14%。

图 10 我国 IPTV 用户数及其渗透率 单位：万户



数据来源：上海证券研究所

表 7 我国 IPTV 用户发展状况及渗透率预测

	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%

数据来源：互联网 上海证券研究所整理

四. 公司的核心价值

4.1 新媒体互联网运营商 (A+X)

公司对于新媒体的发展战略是以内容为核心、以各种新媒体运营平台为支撑的“一云多屏”，围绕用户发展增值业务。我们认为随着合资公司具体运营方案的确定，公司的 IPTV 开始全国拓展，进入快速发展阶段。对于互联网电视目前公司采取两种方案：一种公司直接与电视机终端厂商合作生产带有上网功能的电视机集成公司的播控平台及内容；另外一种向终端用户直接发放互联网机顶盒集成公司播控平台和内容，或者与第三方例如互联网视频网站合作推广机顶盒。互联网电视是 OTT 业务，是公司的一个增长点，但是考虑到智能电视的发展趋势，我们认为目前的互联网电视的发展模式只是 IPTV 的一种补充，存量市场的渗透率不会高。

公司的“一云多屏”战略，同时公司仍然拥有手机电视和互联网电视的播控平台，在新媒体的播控管制的大背景下，公司处于进可攻退可守的地位。我们认为公司是网络的运营商，公司的未来的核心价值在于架构于新媒体用户之上的增值业务。公司的收入模式为 A+X，其中 A 收入来源 IPTV 基本包收视费用的分成，是稳定的现金流，类似租金收入。X 为围绕 IPTV 等新媒体用户开发的增值业务收入，类似于互联网企业的增值业务收入。

图 11 百视通 IPTV 的 TVC 插播广告样式



图 12 百视通的 IPTV 的推出标版广告样式



数据来源：百视通网站 上海证券研究所

数据来源：百视通网站 上海证券研究所

4.2 公司拥有电视终端最大的版权内容库

互联网视频的版权是 PC 版权,不能直接进入电视上观看。

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 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。

表 8 近年公司购买的内容

单位: 时长小时	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
电影	748	882	3386	1832
电视	3081	2310	13838	12961

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

目前公司的增值业务主要为广告收入和一定的点播收入,2009 年、2010 年和 2011 年 1-4 月份公司的广告业务收入为 0.58 亿元、0.47 亿元和 0.23 亿元,在所有收入中的占比分别为 16.73%、9.06%和 8.85%,我们认为增值业务规模的较小的主要原因是用户规模较小,在客户中的渗透率低,影响广告的效果及增值业务的用户规模。我们认为随着 IPTV 用户的渗透率上升,广告效果有很大的提升,广告的收入进入快速增长阶段。其他增值业务例如点播收入、收费频道、社区游戏收入、购物、缴费等增值业务也进入快速增长的阶段。百视通未来将主要与互联网服务提供商、内容应用提供商进一步加强合作。

表 9 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 1-4	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E	2014 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

4.3 公司的业绩预测

全国 IPTV: 是年底的数据, 时点数据。

结算用户: 是年度付费用户的平均用户, 此处简化为年初和年末付费用户的均值, 我们分成比例考虑进结算用户指标中, 结算用户= (年初用户+年底用户) * 分成比例/2

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, 考虑到央视与公司合作, 我们保守估计公司获得 50% 的市场份额来测算其结算用户, 公司的收入为 A+X 中的 A 即基本收视包的费用, 每户年平均为 120 元, 其中 10 元为广告的价值。

表 10 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

表 11 公司新媒体业务收入的预测

IPTV	2009 年	2010 年	2011 年 1-4	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
收入	30,318.3	48,661.4	25,135.5	75,406.45	115,472	211,004	313,947	422,913
其中广告	4,641.2	4,428.3	2,306.4	6,919.20	9,623	17,584	26,162	35,243
其他业务收入		34.0	2.0	6.00				
主营业务成本	8,910.2	14,498.1	7,122.4	21,367.16	33,487	61,191	91,045	122,645
毛利率	70.61%	70.21%	71.66%	71.66%	71%	71%	71%	71%
手机电视业务								
收入	2,958.1	2,980.5	990.9	2,972.73	3,000.0	3,500.0	4,000.0	4,000.0
其中广告	822.1	255.0	-	-				
主营业务成本	1,984.3	1,442.7	870.8	2,612.54	2250	2450	2800	2800
毛利率	33%	52%	12%	12%	25%	30%	30%	30%
互联网视频业务								
收入	1,841.6	434.0	14.4	43.13				
其中广告	411.4	35.5	6.4	19.13				
主营业务成本	591.0	221.9	35.1	105.39	(1,000.0)	(1,000.0)	(1,000.0)	(1,000.0)
X 的增值业务								

广告	5,874.75	4,718.82	2,312.77	6,938.32	9,622.70	17,583.70	26,162.25	35,242.75
增值业务				1000	8000	25000	50000	90000
所有收入合计	35,118.0	52,076.0	26,140.8	79,422.3	126,472	239,504	367,947	516,913

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

表 12 信投公司的子公司的收入预测 单位: 万元

	2009 年	2010 年	2011 年 1-4 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
东方有线	134,409	146,247	48,960	146,881	147,615	148,353	149,095	149,841
东方网络技术服务	3,543	8,027	2,403	7,208	8,290	9,533	10,963	12,607
付费通	1,319	2,298	784	2,351	2,821	3,385	3,724	4,096
信息管线	94,300	73,619	32,363	97,089	121,361	151,701	166,872	183,559
合计	233,569	230,190	84,510	253,529	280,087	312,973	330,653	350,103

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

表 13 百视通损益简表及预测 (单位: 百万元)

指标名称	2010A	2011E	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

五. 公司的估值及评级

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收入 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 10.24%，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 10.24% 的折现率计算，1114 百万股本，公司的每股价值为 30.56 元。

表 14 公司 WACC 的相关假设及计算 (单位: %)

无风险收益率(%)	3.50%
Beta	1.1
市场风险	10
股权成本 Ke	10.65
短期利率	3.5
长期利率	5.5
债券调整系数	2
所得税率	5.23
债务成本 Kd	6.63
资本加权平均成本(WACC)	10.24

数据来源：公司报告，上海证券研究所

考虑到百视通与 CNTV 的合作方案没有确定，具体到百视通和 CNTV 及地方广电的分成比例存在很大的不确定性。我们对其分成比例做一定的情景的假设，同时对 WACC 对未来的目标价的影响做敏感性分析。

分成比例是考虑技术服务等运营收入之后的综合分成比例

表 15 公司分成比例对公司未来 EPS 的影响 (单位: 元)

	2011 年	2012 年 E	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
30%	0.33	0.31	0.60	0.94	1.38
40%	0.33	0.39	0.73	1.14	1.65
50%	0.33	0.46	0.87	1.35	1.93
60%	0.33	0.54	1.01	1.56	2.21
70%	0.33	0.61	1.15	1.76	2.48

数据来源: 上海证券研究所

表 16 公司分成比例和 WACC 对公司目标价的敏感性分析 (单位: 元)

	8%	9%	10%	11%	12%
30%	23.83	20.77	18.34	16.36	14.73
40%	31.77	27.69	24.45	21.82	19.64
50%	39.71	34.61	30.56	27.27	24.55
60%	47.65	41.53	36.67	32.73	29.46
70%	55.59	48.46	42.79	38.18	34.37

数据来源: 上海证券研究所

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 30.56 是公司的目标价格。报告前日收盘价 16.66 元, 我们对公司评级为: 未来六个月, 跑赢大市。

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
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	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，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。