

2012年03月07日

TMT---网络服务

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 16.23

目标价(元): 22.50

百视通(600637)

政策落地确保公司 2012 年实质发展

投资评级: A--买入(重申)

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)	9.26
净资产收益率(加权)	3.14
12 个月内最高/最低价	18.35/9.98

股价走势图



相关研究报告

1 《优势凸显成就三网融合第一股》, 2012.02.24

◎事项:

温总理提出 2012 年要推动三网融合实质进展, 4 月开始“非合规”用户正式落地。温总理在政府报告中明确实质推进三网融合, 同时根据广电总局的最新要求, 百视通之前在各地建设的分平台必须在今年 3 月 31 日前合并到央视与地方广电联合建设的分平台上。这意味从 4 月开始, 电信运营商与百视通在全国 54 个试点城市的 IPTV 业务将正式“合法化”。

◎主要观点:

◆**国家层面 2012 年推动三网融合实质进展, 政策利好百视通。**温家宝总理 3 月 5 日在十一届全国人大五次会议上作政府工作报告时表示, 2012 年将加快转变经济发展方式, 促进产业结构优化升级, 发展新一代信息技术, 加强网络基础设施建设, 推动三网融合取得实质性进展。三网融合问题在温总理任内已经被多次提及, 总理还要求本届政府能做的事情绝不拖延, 要善始敬终。因此我们预计工信部和广电总局等相关部委在两会后将就三网融合乃至 IPTV 发展问题进行具体部署, 百视通公司有全国性的牌照资质、有 SMG 得天独厚的内容资源和已经积累的超过 IPTV 用户总量一半的用户, 三大优势构筑了公司高速成长的快车道, 作为发展 IPTV 业务的龙头, 百视通在三网融合 IPTV 大发展的背景下, 公司将受益于政策面的支持, 用户发展将迎来高峰期。

◆**“非合规”用户落地在即, 公司将合法大力发展用户。**从 4 月 1 日开始第二批试点 42 个城市 (第一批 12 个) 中的 IPTV 用户将正式合法化, 这些城市的广电及有线部门不能再明目张胆的阻挠 IPTV 的发展, 特别是在百视通之前重点发展的客户区域, 如江苏和广东等发达地区的非省会城市, 这将对广电运营商正在推行的双向网改造形成正面冲击。公司前期与 CNTV 合作的对接平台将会成为国家级的播控总台, 广电总局明确表态合并后的总台, 既不属于 CNTV 也不属于百视通, 但百视通凭借其市场推广及技术运营优势, 相信在后续的分成比例中应不低于 50%, 我们认为公司在合法合规的前提下, 以空间换时间的战略非常可取, 在 IPTV 用户发展的前期, 规模尤显重要。

◆**用户数爆发可期, 维持买入评级。**工信部官员讲话公布的数据显示, 2011 年全国 IPTV 用户超过 1350 万, 而 2010 年全国用户只有 800 万, 我们

	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		49.18	32.46	21.64

维持深度报告《百视通：三网融合第一股，优势凸显》中的预计，即

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，占总宽度用户数 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，但总用户数还是呈大幅上升趋势，我们预计 2012 年公司 IPTV 用户数为 1600 万，其中有效用户（年均结算，是在网一年用户数的平均）为 1600 万，2015 年可望达到 4000 万。

认为 2012-2013 年公司用户数超过 1500 与 2000 万是大概率事件，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。

虽然近期公司涨幅已近 60%，但我们对公司业务发展依然有信心，且目前公司负债率较低，营运资本较为充足，因此公司有理由享受更高溢价，鉴于公司的高成长能力，仍给予公司买入评级，公司的合理目标价维持在 22.5 元。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	2937.16	2704.53	3952.79	4351.94
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	2937.16	2704.53	3952.79	4351.94

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-139.42	-32.73	957.15	345.76

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	110.18	387.38	594.86	893.04
所得税	5.31	22.08	33.67	50.01
净利润	104.87	365.30	561.19	843.03
少数股东损益	-1.31	2.59	4.04	6.03
归属母公司净利润	106.18	362.70	557.15	837.00
EBITDA	181.57	461.79	653.77	927.98
EPS (元)	0.15	0.33	0.50	0.75

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标(元)				
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
估值比率				
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

上海

宋歌

021-6877 8081

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

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。