百视通(600637)

规模效应渐显，持续增长看增值

收盘价(元): 15.51

目标价(元): 22.50

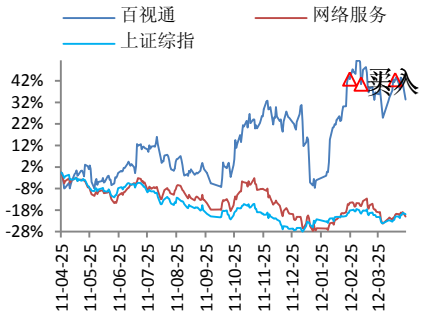
投资评级：A--买入(持续)

TMT：吴炳华
执业证书编号：S0890510120009
电话：021-68778306
邮箱：wubinghua@cnhbstock.com
TMT：程成
电话：021-68778312
邮箱：antiunlovely@hotmail.com
联系人：夏 元
电话：021-68778072

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(%)	0.00
每股净资产(元)	0.00
市净率(倍)	
净资产收益率(加权)	0.00
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《增长迅速，增值可待》，2012.04.12
2《政策落地确保公司 2012 年实质发展》，2012.03.07
3《优势凸显成就三网融合第一股》，2012.02.24

◎事项：

◆2012 年一季度业绩稳定增长。百视通 4 月 23 日晚发布一季报称，公司实现营业总收入 3.46 亿元，较上年同期 3.09 亿元增长 12%；营业总成本为 2.31 亿元，较上年同期 2.24 亿元增长 2.7%；实现营业利润 1.26 亿元，较上年同期增长 32.34%；实现归属于母公司股东的净利润 1.12 亿元，较上年同期 8744.81 万元增长 28.53%。全面摊薄后的 EPS 为 0.10 元。

◎主要观点：

◆营业成本下降或因公司规模效应渐显。公司一季度营业成本为 1.45 亿元较去年同期 1.63 亿元下降 11%，我们预计这主要是由于公司随着 IPTV 总用户数的增加，版权内容资源的边际成本渐低导致。公司报告期内甩开了只能在特定试点地区发展的桎梏，与 CNTV 合作的 IPTV 中央集成播控总平台将能为用户提供了更好的技术服务和更多的内容服务，公司在总平台合作商的旗帜下，可以在已明确三网融合试点政策的 54 个试点城市大规模发展用户。目前百视通 IPTV 平台对接的用户已经超过 1000 万户，具备了升级商业模式的用户基础，我们预计今年百视通 IPTV 用户达到 1600 万户是大概率事件。

◆管理费用大幅增加显示公司仍在大力扩张。公司一季度管理费用达到 4889.81 万元较去年同期 3041.64 万元增长 60.76%，显示公司目前做的还是在各地大力扩张用户，同时尽可能提高相关职工人员的薪酬待遇。虽说公司已与 CNTV 达成战略合作，但具体二级平台的推广还是要看各自的营销口碑及市场拓展，因此短期公司人员扩张及管理费用高企的问题并不会改变。

◆增值服务和互联网电视为公司估值注入想象空间，维持买入评级。公司的 IPTV 业务是公司的基础保底业务，我们预计今年公司的 IPTV 用户数及收入将至少有 50%的增长，同时公司积极开展增值业务的推广，互联网电视的发展也是如火如荼，“A+N•X”模式有望多维突破。我们维持之前对公司业绩的预测即 2012 年到 2014 年公司对应 EPS 分别为 0.50 元、0.72 元和 1.02 元。百视通负债率低，业务已经落地实质大于概念，增值服务有可能超预期。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，持续给予公司买入评级。

	2010A	2011A	2011Q4	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	933.60	1335.47	-349.03	1952.45	2928.68	4100.15
同比增速(%)	-60.24	43.04	-160.58	46.20	50.00	40.00
净利润(百万)	257.83	355.10	313.87	551.85	800.01	1138.25
同比增速(%)	627.92	37.73	1583.89	55.41	44.97	42.28
毛利率(%)	50.25	49.69	-153.91	50.50	50.50	51.95
每股盈利(元)	0.36	0.32	0.28	0.50	0.72	1.02
ROE(%)	16.17	13.33	11.76	17.24	20.00	22.15
PE(倍)	0.00	0.00		33.20	22.90	16.10

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1972.43	3117.24	3572.42	5694.46
现金	1545.49	2263.72	2673.86	4071.53
应收账款	191.60	382.82	407.99	746.59
其它应收款	102.32	0.00	189.79	43.59
预付账款	14.97	37.39	21.44	72.75
存货	114.78	428.71	275.38	751.46
其他	3.27	4.60	3.96	8.53
非流动资产	1143.79	1142.03	1218.70	1264.76
长期投资	766.65	826.10	892.45	966.45
固定资产	238.78	145.06	124.46	66.40
无形资产	110.77	150.25	174.83	204.43
其他	27.59	20.62	26.97	27.48
资产总计	3116.22	4259.27	4791.13	6959.22
流动负债	442.54	1028.82	755.36	1776.76
短期借款	5.00	5.00	5.00	5.00
应付账款	153.23	376.83	291.41	695.45
其他	284.31	646.99	458.95	1076.31
非流动负债	5.74	6.71	6.22	6.47
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.74	6.71	6.22	6.47
负债合计	448.27	1035.54	761.58	1783.23
少数股东权益	78.94	82.89	88.69	96.89
归属母公司股东权益	2589.00	3140.85	3940.86	5079.11
负债和股东权益	3116.22	4259.27	4791.13	6959.22

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1335.47	1952.45	2928.68	4100.15
营业成本	671.88	966.46	1449.69	1970.12
营业税金及附加	51.19	74.19	111.29	155.81
营业费用	84.37	123.00	183.04	269.79
管理费用	181.55	263.58	395.37	553.11
财务费用	-8.21	-1.90	9.98	13.49
资产减值损失	1.41	3.90	4.47	7.23
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.42	60.00	66.91	74.56
营业利润	399.69	583.21	841.74	1205.16
营业外收入	10.58	14.74	17.66	16.20
营业外支出	1.92	8.56	5.24	6.90
利润总额	408.36	589.39	854.16	1214.46
所得税	52.71	33.60	48.35	68.01
净利润	355.65	555.79	805.81	1146.45
少数股东损益	0.55	3.95	5.80	8.20
归属母公司净利润	355.10	551.85	800.01	1138.25
EBITDA	354.59	562.10	810.67	1141.73
EPS（元）	0.32	0.50	0.72	1.02

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	321.87	694.56	472.00	1427.89
净利润	355.65	555.79	805.81	1146.45
折旧摊销	0.00	39.04	42.59	44.99
财务费用	-8.21	-1.90	9.98	13.49
投资损失	-46.42	-60.00	-66.91	-74.56
营运资金变动	24.71	159.69	-318.51	297.04
其它	-3.86	1.93	-0.97	0.48
投资活动现金流	-144.46	22.31	-52.15	-16.60
资本支出	109.84	-55.32	7.38	-26.47
长期投资	-70.07	-59.45	-66.35	-74.00
其他	-104.68	-92.46	-111.12	-117.06
筹资活动现金流	651.32	1.35	-9.71	-13.63
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	651.32	1.35	-9.71	-13.63
现金净增加额	828.73	718.22	410.14	1397.67

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	43.04%	46.20%	50.00%	40.00%
营业利润	49.68%	45.91%	44.33%	43.18%
归属母公司净利润	37.73%	55.41%	44.97%	42.28%
获利能力				
毛利率	49.69%	50.50%	50.50%	51.95%
净利率	26.63%	28.47%	27.51%	27.96%
ROE	13.33%	17.24%	20.00%	22.15%
ROIC	11.91%	15.68%	18.36%	20.36%
偿债能力				
资产负债率	14.39%	24.31%	15.90%	25.62%
净负债比率	16.80%	32.12%	18.90%	34.45%
流动比率	4.46	3.03	4.73	3.20
速动比率	4.20	2.61	4.36	2.78
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.53	0.65	0.70
应收帐款周转率	8.02	6.80	7.41	7.10
应付帐款周转率	5.03	3.65	4.34	3.99
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.50	0.72	1.02
每股经营现金	0.29	0.62	0.42	1.28
每股净资产	2.40	2.89	3.62	4.65
估值比率				
P/E	0.00	33.20	22.90	16.10
P/B	0.00	5.83	4.65	3.61
EV/EBITDA	-4.12	28.72	19.42	12.57

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

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	**北京**	**深圳**
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。