

2012年07月27日

网络服务

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 13.49

目标价(元): 22.50

# 百视通(600637)

增长确定, 高成长可享高溢价

投资评级: A--买入(重申)

TMT: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-68778306

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

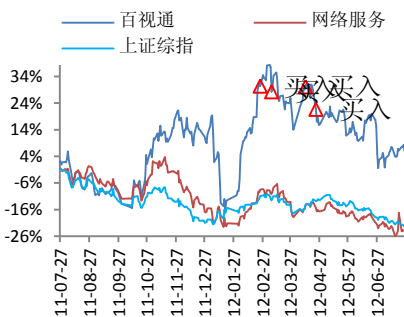
联系人: 程成

电话: 021-68778312

## 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(%)	14.48
每股净资产(元)	2.55
市净率(倍)	5.29
净资产收益率(加权)	9.44
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 《规模效应渐显, 持续增长看增值》, 2012.04.23
- 2 《增长迅速, 增值可待》, 2012.04.12
- 3 《政策落地确保公司 2012 年实质发展》, 2012.03.07
- 4 《优势凸显成就三网融合第一股》, 2012.02.24

## ◎事项:

◆2012 年上半年度业绩稳定增长。百视通 7 月 26 日晚发布半年报称, 报告期内实现营业收入人民币 9.17 亿元, 比上年同期增长 49.24%; 实现营业利润人民币 2.88 亿元, 比上年同期增长 53.87%; 实现归属于上市公司股东的净利润人民币 2.56 亿元, 比上年同期增长 53.56%, 全面摊薄后的 EPS 为 0.23 元。

## ◎主要观点:

◆IPTV 高速稳定发展是业绩增长的基础。报告期内公司 IPTV 业务收入 6.21 亿元, 占公司总收入的 67.67%, 较上年同比增长 67.16%, 可以说 IPTV 的在全国各地的快速发展是公司成长的主因。我们预计今年百视通 IPTV 用户增长对公司业绩增长至关重要, 公司当前要做的是尽量扩大用户基数。从报表中我们也看到 IPTV 的营业利润率为 55.70%, 较上年同期下滑了 7 个百分点, 因此怎样提升用户对内容的多样化、多层次需求, 即转变现有依靠固定收费增长的模式, 在“A+N·X”的模式中尽量提高 N 和 X 的数目, 是公司难题。

◆互联网电视 (OTT) 是公司下一级增长保证。公司在大力发展 IPTV 的同时为智能电视、OTT 等商用运营做准备, 独立研发并发布智能机顶盒。在印尼积极拓展客户为印尼电信等海外运营商提供新型的互联网业务, 预计今年在印尼会有百万级用户, 将为公司未来的快速发展奠定良好基础。

◆“一云多屏”业务快速推进。报告期内手机电视、网络视频、互联网电视、舞美灯光创意制作等主营业务均实现了持续增长, 可以说公司“一云多屏”新媒体为核心的“多元化”发展战略格局形成。各公司的盈利额也远超公司上市时作出的当期盈利承诺指标。

◆全年增长确定, 高成长可享高溢价。我们坚持年初时的预计, 即公司 2012 年收入和对应 EPS 将分别达到 19.52 亿元和 0.50 元。IPTV 用户数很有可能超预期增长达到 2000 万, 公司其他相关业务的增长潜力也很大, 增值服务如手机视频、互联网电视等有可能超预期, 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, 持续给予公司买入评级。

	2010A	2011A	2012H1	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	933.60	1335.47	917	1952.45	2928.68	4100.15
同比增速(%)	-60.24	43.04	49.24	46.20	50.00	40.00
净利润(百万)	257.83	355.10	256	551.85	800.01	1138.25
同比增速(%)	627.92	37.73	53.56	55.41	44.97	42.28
毛利率(%)	50.25	49.69	47.48	50.50	50.50	51.95
每股盈利(元)	0.36	0.32	0.23	0.50	0.72	1.02
ROE(%)	16.17	13.33	9.44	17.24	20.00	22.15
PE(倍)	0.00	0.00	2012H1	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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	3116.22	4259.27	4791.13	6959.22
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	3116.22	4259.27	4791.13	6959.22

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	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
<b>现金净增加额</b>	828.73	718.22	410.14	1397.67

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	408.36	589.39	854.16	1214.46
所得税	52.71	33.60	48.35	68.01
<b>净利润</b>	355.65	555.79	805.81	1146.45
少数股东损益	0.55	3.95	5.80	8.20
<b>归属母公司净利润</b>	355.10	551.85	800.01	1138.25
<b>EBITDA</b>	354.59	562.10	810.67	1141.73
<b>EPS (元)</b>	0.32	0.50	0.72	1.02

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
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**

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。