证券研究报告
分析师 任文杰 S1080510120006
电 话： 0755-25832647
邮 件： renwenjie@fcsc.cn

百视通(600637) IPTV 收入高增长，向多媒介扩展

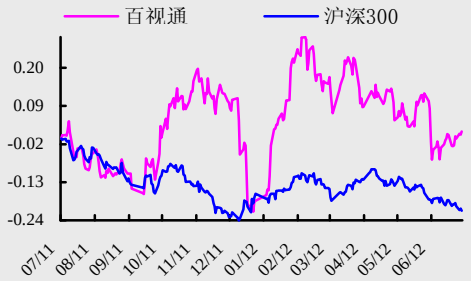
交易数据

上一日交易日股价（元）	13.49
总市值（百万元）	15,024
流通股本（百万股）	709
流通股比率（%）	63.65

资产负债表摘要（06/12）

股东权益（百万元）	2,846
每股净资产（元）	2.55
市净率（倍）	5.28
资产负债率（%）	14.48

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

事件：百视通公布了 2012 年半年报。公司 2012 年上半年实现营业收入 9.17 亿元，同比增长 49.24%；归属于上市公司股东的净利润 2.57 亿元，同比增长 53.56%。每股收益 0.23 元，每股净资产 2.55 元。

点评：

IPTV 收入高增长 2012 年上半年 IPTV 业务收入同比增长 67% 至 6.21 亿元，上半年 IPTV 业务并没有受到 IPTV 集成播控平台将要合并的影响，在全国的 IPTV 用户数量快速增长。而 IPTV 业务毛利率比上年同期下降 7.04 个百分点至 55.7%，主要是由于获得更多的全国和本地节目版权内容而增加的全国及地方广电播出机构的内容费用，以及技术、内容产品相关的人员费用增加。我们预计整个 IPTV 市场在未来 3 年中处于快速增长中，IPTV 用户数将有大规模的增长，公司的优势在于影视内容库的数量。2012 年 2 月，中国网络电视台与上海广播电视台就 IPTV 集成播控平台合并签署协议，双方同时宣布成立合资公司，负责 IPTV 中央集成播控总平台的可经营性业务。目前合资公司尚未正式运作，后续对百视通在上海以外的市场的独立运营的影响程度尚待政策上和实际运作层面上的明确界定。

依托丰富内容库向多传播媒介发展 公司在今年上半年购入的优质版权近 3 万小时（其中 50%覆盖高清），在历史上已经储备了超过 35 万小时的优质版权，丰富的影视版权内容库是公司的巨大优势，使公司无论在 IPTV、互联网电视、网络视频、手机电视媒介上都可以提供大规模的互动点播服务。公司正在建立“一云多屏”新媒体为核心的多元化发展战略。其中 2012 年上半年手机电视业务收入同比增长 43.6%至 2343 万元。公司在原有网络视频业务之外，出资现金 3000 万美元参股风行网络 35%的股权。

布局互联网电视 公司正把其内容平台的优势向互联网电视重点扩展。公司已经建成互联网“云电视”平台，并于今年 6 月份成功发布了功能、技术领先的高清 3D 智能云互联网电视机顶盒。公司 OTT 对接“云电视”管理平台，提供影视剧、热点“大片”等视听节目，内置“百视商店”应用商城，提供多类应用服务。国内互联网电视的集成播控平台相比 IPTV 更为市场化，凭借公司的内容数量和运营市场化优势，我们预计公司将有望成为互联网电视内容平台的领先者。但互联网电视的收入模式不如 IPTV 成熟，因此互联网电视用户数的快速增长可能会先于对收入的贡献。

舞美演艺业务进军全国 2012 年上半年舞美演艺策划制作业务收入同比增长 19%至 9576 万元。公司为东方卫视《达人秀》、《梦立方》、《我心唱响》，以及浙江卫视的《中国好声音》等知名栏目提供舞美灯光设计与制作，服务收入增量主要来源于上海以外地区。

迈出国门开拓海外市场 公司已经启动与印尼电信联合开展 IPTV、互联网电视、OTT 多屏业务合作，并在筹划资本合作，合作领域将向通信、媒体等更大领域延伸。公司通过与印尼电信合作，形成了“技术咨询、系统集成、合作运营、媒体服务”的全球化拓展商业模式，正以“印尼模式”为基础，向巴西、马来西亚等新兴市场延伸。

盈利预测 我们预计 2012 年至 2014 年的 EPS 将分别为 0.47 元、0.61 元、0.85 元，对应当前股价的市盈率分别为 29、22、16 倍。维持“审慎推荐”评级。

风险提示 IPTV 业务在上海以外其他地区是否可以与 CNTV 主导的集成播控平台并存的风险。

盈利预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	**468.7**	**1,972.4**	**2,503.0**	**3,115.6**
货币资金	366.2	1,545.5	1,927.7	2,407.0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项	64.4	193.7	272.7	350.7
预付款项	1.3	15.0	23.1	29.6
存货	21.2	114.8	176.0	224.8
其他流动资产	15.7	103.5	103.5	103.5
非流动资产	**2,075.1**	**2,007.1**	**1,143.8**	**1,134.3**
长期投资及金融资产	1,249.0	767.8	767.8	767.8
投资性房地产	434.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	301.9	238.8	233.2	227.7
在建工程	0.5	4.0	0.0	0.0
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	21.0	119.6	119.6	119.6
其他非流动资产	0.0	13.6	13.6	13.6
资产总计	**2,475.8**	**3,116.2**	**3,637.3**	**4,244.3**
流动负债	**1,038.2**	**442.5**	**546.2**	**629.3**
短期借款	665.0	5.0	5.0	5.0
应付账款	76.6	153.2	231.4	295.7
预收帐款	2.6	110.1	163.6	210.4
其他	294.0	174.2	146.2	118.2
长期负债	**67.2**	**5.7**	**5.7**	**5.7**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
长期应付款	0.0	2.4	2.4	2.4
其他	67.2	3.4	3.4	3.4
负债合计	**1,105.4**	**448.3**	**551.9**	**635.0**
少数股东权益	79.9	78.9	80.0	81.4
股本	708.9	1,113.7	1,113.7	1,113.7
资本公积	1,637.7	1,107.8	1,107.8	1,107.8
留存收益	-1,056.0	367.5	783.8	1,306.4
股东权益合计	1,370.4	2,667.9	3,085.3	3,609.3
负债和股东权益	**2,475.8**	**3,116.2**	**3,637.3**	**4,244.3**

利润表 单位：百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
一、营业收入	940.0	1,335.5	1,990.5	2,560.0
减：营业成本	466.0	671.9	1,055.9	1,349.0
营业税金及附加	35.9	51.2	69.2	89.6
销售费用	74.5	84.4	99.5	122.9
管理费用	172.8	181.5	228.9	281.6
财务费用	-1.0	-8.2	-12.4	-15.4
资产减值损失	5.3	1.4	9.9	3.9
加：公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	78.5	46.4	53.7	53.7
其中：联营企业收益	156.7	45.8	53.7	53.7
二、营业利润	265.0	399.7	593.1	782.1
加：营业外收入	14.1	10.6	11.1	11.7
减：营业外支出	6.1	1.9	2.0	2.1
三、利润总额	272.9	408.4	602.2	791.7
减：所得税费用	12.1	52.7	78.3	110.8
四、净利润	260.9	355.6	523.9	680.8
归属母公司净利润	255.8	355.1	522.9	679.5
少数股东损益与调整	5.1	0.5	1.0	1.4
五、总股本(万股)	1,113.7	1,113.7	1,113.7	1,113.7
EPS（元）	0.23	0.32	0.47	0.61

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
经营活动现金流	**-491.5**	**544.9**	**270.1**	**472.7**
净利润	263.3	355.6	254.5	523.9
折旧摊销	41.7	170.3	99.9	55.5
财务费用	-1.0	2.7	-0.2	-12.4
投资损失	-78.5	-46.4	-22.3	-53.7
营运资金变动	-123.7	63.3	-67.6	-16.7
其它	-593.4	-0.6	5.9	-24.0
投资活动现金流	**182.8**	**319.1**	**-313.9**	**3.7**
资本支出	0.0	-178.1	-98.7	-50.0
长期投资	0.0	-65.0	-216.3	0.0
其他	182.8	562.3	1.1	53.7
筹资活动现金流	**0.0**	**11.5**	**-0.2**	**-94.2**
债务融资	0.0	0.0	0.0	0.0
权益融资	0.0	14.7	0.0	0.0
其它	0.0	-3.2	-0.2	-94.2
汇率变动影响	**0.0**	**-2.4**	**0.2**	**0.0**
现金净增加额	**-308.8**	**873.2**	**-43.8**	**382.2**

主要财务比率

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	37.3%	42.1%	49.0%	28.6%
营业毛利	240.0%	40.0%	40.8%	29.6%
EBIT	124.2%	81.6%	55.0%	33.5%
净利润	67.5%	38.8%	47.2%	30.0%
获利能力				
毛利率	50.4%	49.7%	47.0%	47.3%
EBIT/收入	20.3%	25.9%	27.0%	28.0%
净利率	27.2%	26.6%	26.3%	26.5%
ROE	19.8%	13.7%	17.4%	19.3%
ROIC	12.8%	13.3%	16.9%	18.8%
偿债能力				
资产负债率	55.4%	85.6%	84.8%	85.0%
利息保障倍数	-261.4	-43.3	-42.4	-44.1
速动比率	0.42	3.96	4.07	4.43
经营现金净额/当期债务	-0.74	108.99	54.03	94.54
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.43	0.55	0.60
应收账款天数	24.66	52.21	49.32	49.32
存货天数	16.36	61.50	60.00	60.00
每股指标（元）				
EBIT/股本	0.17	0.31	0.48	0.64
每股经营现金流	-0.44	0.49	0.24	0.42
每股净资产	1.16	2.32	2.70	3.17
估值比率				
P/E	58.74	42.31	28.74	22.11
P/B	11.64	5.80	5.00	4.26
P/S	15.98	11.25	7.55	5.87
EV/EBITDA	44.00	29.09	23.60	19.46

数据来源：第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。 任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层
TEL:0755-25832583　FAX:0755-25831718
P.R.China:518028　www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层
TEL: 010-63197788　FAX: 010-63197777
P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号
TEL:021-68551658　FAX:021-68551281
P.R.China:200135