

# 全年高增长可期，电视屏价值巨大

## ——百视通（600637）三季度财报点评

2012年10月18日

强烈推荐/维持

百视通

财报点评

陈虎

传媒行业分析师

执业证书编号：S1480512070004

chenhu@dxzq.net.cn 010-66554038

### 事件：

百视通发布 2012 年第三季度财务报告，实现营业收入 14.46 亿元，同比增长 50.85%，归属母公司净利润 3.92 亿元，同比增长 50.1%，1-9 月份实现 EPS 为 0.35 元。

### 公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	519.8	588.6	576.1	(349.0)	346.3	570.4	529.4
增长率（%）	-15.6%	10.4%	17.7%	-170.5%	-33.4%	-3.1%	-8.1%
毛利率（%）	7.0%	7.9%	7.6%	-153.9%	58.1%	41.1%	47.3%
期间费用率（%）	11.0%	12.3%	11.2%	-18.3%	20.2%	10.2%	14.7%
营业利润率（%）	1.0%	2.0%	3.0%	-104.8%	36.4%	28.4%	28.3%
净利润（百万元）	13.8	10.6	20.2	311.1	110.1	144.4	135.4
增长率（%）	102.7%	-67.6%	38.9%	443.2%	740.0%	1466.2%	570.2%
每股盈利（季度，元）	0.02	0.01	0.03	0.28	0.10	0.13	0.12
资产负债率（%）	59.9%	60.3%	59.3%	14.4%	13.3%	14.5%	15.3%
净资产收益率（%）	1.0%	0.8%	1.4%	11.7%	4.0%	4.9%	4.69%
总资产收益率（%）	0.4%	0.3%	0.6%	10.0%	3.4%	4.2%	4.2%

### 评论：

#### 积极因素：

- ▶ **三季度高增长持续，为全年业绩定下基调。**公司主要利润贡献来自IPTV业务（含月租费、广告收入以及增值业务），2012年半年报IPTV业务毛利贡献超过80%，且该业务增速以及毛利远高于其他业务。2012年IPTV业务增速并未由于基数扩大而明显降低，并且由于IPTV业务的权重增加使得公司整体增速高于2011年。公司在与CNTV合作之后，仍能克服短期波动实现业绩高增长，证明公司在转型过程中较为顺利。一般三、四季度为全年收入高峰期，而公司iptv用户流失率极低，业绩环比大概率保持正增长，2012全年业绩将有出色表现。

#### 消极因素：

- ▶ **OTT机顶盒推广效果仍待观察。**百视通今年推出“小红”，全面进军OTT市场。公司的OTT产品已经在业内领先，但是推广过程中对于商业模式的探索以及用户的接受程度仍需要进一步观察。

### 业务展望:

**IPTV业绩增长将受益于用户数增长以及高清化整转双重推动。**我们预计公司2012年IPTV用户数有望超过1600万，电信IPTV用户数将超过2000万，渗透率仍有进一步提升空间。随着光网中国计划的不断深入，未来五年内城市宽带用户接入速度将普遍达到20M，高清IPTV用户比例将迅速上升。根据中国电信以及中国联通IPTV终端招标情况来看，高清机顶盒比重已经接近50%，IPTV高清化进程将加快。从长期空间看，用户数增长（100%增长）以及高清用户ARPU值（100%增长）仍将公司IPTV业务收入提升4倍。

**OTT面临短期商业模式之困，但终将找到抵达电视屏背后金矿的桥梁。**电视屏幕背后的巨大商业价值毋庸置疑，包括视频点播，广告，增值服务等，均具备数百亿的市场空间。尽管短期盈利模式受限，但百视通作为互联网电视牌照拥有方，一直处在行业前列，一旦市场取得突破，在国内媒体牌照管制的环境下，百视通必将会是优先受益的一方。

### 盈利预测与投资建议

我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.46元、0.61元和0.80元，对应PE为36倍、27倍和21倍。我们认为公司传统IPTV业务仍处于稳定快速增长阶段，而作为国内新媒体的领军企业，在未来的视频新媒体行业中占有先手，维持公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：** IPTV用户数增长低于预期。OTT业务推广不顺利。

表 1: 百视通盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	2,134.2	1,335.5	1,986.0	2,654.0	3,542.0
主营收入增长率	-9.1%	-37.4%	48.7%	33.6%	33.5%
净利润（百万元）	106.2	355.1	507.0	674.8	891.2
净利润增长率	199.8%	234.4%	42.8%	33.1%	32.1%
EPS（元）	0.15	0.63	0.46	0.61	0.80
P/E	110.7	26.3	36.4	27.4	20.7

资料来源：东兴证券研究所

### 分析师简介

#### 陈虎

复旦大学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事传媒行业研究。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。