

# 广电翘楚，业优技精

## ——百视通（600637）季报点评报告

联系人：TMT 行业研究组

日期：2012 年 11 月 6 日

[www.lxzq.com.cn](http://www.lxzq.com.cn)

### 事件：

公司近日发布2012年前三季度报告，1-9月实现营业收入14.5亿元，同比增长50.9%；实现归属于上市公司股东的净利润3.92亿元，同比上升50.3%，每股收益0.35元。其中，第三季度单季收入5.3亿元，同比增长53.72%，归属于母公司所有者的净利润同比增长44.47%。

此外，国家广电总局根据有关政策，向上海广播电视台增加发放335万个互联网电视机客户端编号，同时批准百视通200万个互联网电视机顶盒客户端编号牌照。

### 点评：

**1、IPTV 业务增速强劲，投资风行网亏损拖累净利。**公司第三季度依然延续了半年报的强势增长，各项业务运营良好，新近参股的在线视频网站风行网自本季度起按照权益法确认相关投资收益，本季度录得亏损1215万元人民币，拖累净利润增速逊于收入增长。公司前三季度销售费用率同比下降2.2个百分点至4.3%，管理费用率维持稳定，费用控制令人满意。

**2、精耕细作铸就行业龙头，广电系上市公司独掌播控资源。**公司实际控制人为上海广播电视台以及上海东方传媒集团（SMG），作为与资本市场对接的窗口，依托股东资源优势，公司七年来专注于 IPTV 技术、内容与运营领域，旨在为 IPTV 用户提供优质的服务。截至 2012 年年中，公司 IPTV 用户已达到 1200 万户，并拥有超过 35 万小时的视频内容库以及众多成熟的娱乐应用服务，在与印尼电信签署合作备忘录后，其 IPTV 技术与集成运营经验更是开启了向海外输出的大幕。自此也奠定了百视通在国内 IPTV 市场的领军地位。

但由于广电体系市场化改制起步较晚，相关业务暂时仍受到政策牵制，近年提出的“三网融合”便是最好的例子，早在 2001 年，十五规划纲要首次明确提出“三网融合”：即促进电信、电视、互联网三网融合。至今十年有多，但实质性的进展却屈指可数，博弈的根源在于：广电系还未做好与市场化机制已极为成熟的电信和互联网业也“近身肉搏”的准备。掌握“电视内容播控权”这一核心资源的广电系仍在努力保卫着自己的“护城河”。而百视通作为广电系中市场化最为完善的公司之一，必将受到重点扶持。近期广电总局向百视通批准了 200 万个互联网电视机顶盒客户端编号牌照也印证了我们的判断，这是广电总局首次向智能机顶盒厂商颁发牌照，充分说明了广电总局对旗下公司开展互联网电视业务的支持。目前开展互联网电视业务的主体仍是 CNTV、百视通等广电系运营商，电信运营商仍然只是起到“管道”的作用。因此，

内  
部  
资  
料



联讯证券

我们判断三网融合仍将在博弈中前行，而广电系企业仍将有充足的时间享受政策东风，拓展 IPTV 用户，作为行业龙头的百视通也将最为受益。

图表 1 政策对互联网电视服务三大要求

政策要求	
播出平台:	必须由获得牌照之集成服务商（CNTV、百视通、华数等）提供，而一般家电厂家不得涉足播控平台。
内容来源:	必须由获得互联网内容服务牌照的广电播出机构提供，非广电机构无法获得。
电视设备对播出平台及内容来源的集成要求:	一台电视机只能植入一家集成商的客户端，但同一品牌不同型号可以植入不同客户端。

资料来源：联讯证券投资研究中心

**3、加速布局“一云多屏”，互联网电视平台价值初显。**2012年，公司乘IPTV（专网传输的互联网电视）的运营优势，加速布局“一云多屏”市场，在参股P2P在线视频网站风行网（35%股权）和推出名为“小红”的互联网电视机顶盒产品之后，公司已经开辟了IPTV、互联网电视（OTT）、在线视频网站和手机电视等多类视听终端渠道。随着自有“云视频”管理平台的不断完善，人们生活习惯从“看电视”向“用电视”迁移，公司将显著受益。由于OTT概念刚刚兴起，我们判断保留原有传统电视终端，而升级为互联网智能机顶盒将会成为意识形态转换阶段人们的主流选择。因此，我们看好公司互联网机顶盒产品未来几年的销量前景，但对在线视频网站2013年的盈利前景持保留态度，不过其在“台网联动”和品牌建设方面仍将表现出令人惊喜的协同效应。

**4、海外拓展增强公司业绩弹性。**公司于今年6月与印尼电信签署合作备忘录，约定双方将联合运营印尼当地互联网电视产品；印尼电信在印尼市场推广及销售百视通互联网电视机顶盒及双方合作的视频服务。这是对公司长期专注于IPTV技术与运营实践的高度肯定，公司已经启动与印方合开展IPTV、互联网电视、OTT多屏业务合作，并在筹划资本合作；公司有望以此项目为“示范”，向新兴国家电信运营商推广“媒体化”服务，而据公司半年报披露目前已经有意向巴西、马来西亚等新兴市场延伸。我们看好“印尼模式”对公司未来海外业务团队的锻炼与促进，而海外技术咨询、合作运营、媒体服务作为一项崭新的营收类别有助于增强公司的业绩弹性。

图表2 主营业务收入预测明细

百万元（人民币）	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1335	1891	2585	3478
YoY(%)	-	41.64%	36.73%	34.53%
IPTV 业务	818	1309	1898	2657
YoY(%)	-	60.00%	45.00%	40.00%
舞美演艺策划制作	167	200	251	313
YoY(%)	-	20.00%	25.00%	25.00%

互联网带宽资源租赁	92	99	105	111
YoY(%)	-	8.00%	6.00%	5.00%
设备销售及租赁	94	94	108	124
YoY(%)	-	0.00%	15.00%	15.00%
手机电视	64	88	124	173
YoY(%)	-	38.00%	40.00%	40.00%
其它	100	100	100	100

资料来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

**5、广电翘楚，业绩优异，给予“增持”评级。**我们预计公司2012-2014年净利润增长分别为42.86%/38.99%/31.47%，对应EPS分别为0.46、0.63和0.83元，以前一日收盘价计，对应PE分别为35倍、25倍、19倍，目前估值水平较为合理。考虑到公司作为广电系的龙头上市公司，股东单位优质的节目内容资源和播控牌照，以及公司在IPTV技术研发与运营领域丰富的经验铸就了较高的行业壁垒，未来业绩高增长较为确定，加之三网融合政策落地和海外业务开拓赋予了公司广阔的想象空间。首次覆盖，给予“增持”评级，6个月合理估值19.0元，对应2013年市盈率30倍。

**6、风险提示：**电信企业获得内容播控牌照、IPTV业务跨省市推广不利、海外业务风险、风行网投资亏损增加

图表3 盈利预测表

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>一、营业收入</b>	1335	1891	2585	3478
增长率(%)	-	41.64%	36.73%	34.53%
减：营业成本	672	987	1326	1798
毛利率(%)	49.66%	47.80%	48.70%	48.30%
营业税金及附加	51	66	90	122
减：销售费用	84	81	109	139
占收入百分比(%)	6.29%	4.30%	4.20%	4.00%
管理费用	182	208	274	362
占收入百分比(%)	13.63%	11.00%	10.60%	10.40%
财务费用	(8)	(18)	(14)	(10)
资产减值损失	1	13	7	7
加：投资收益	46	29	20	25
<b>二、营业利润</b>	400	582	813	1085
营业利润率(%)	29.96%	30.80%	31.44%	31.21%
营业外收入	11	9	9	8
营业外支出	2	0	0	0
<b>三、利润总额</b>	408	591	822	1093

减：所得税	53	83	115	164
<b>四、净利润</b>	<b>356</b>	<b>509</b>	<b>707</b>	<b>929</b>
归属净利润	355	509	707	929
<i>净利润率(%)</i>	<i>26.59%</i>	<i>26.90%</i>	<i>27.34%</i>	<i>26.72%</i>
少数股东损益	1	0	0	0
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.32</b>	<b>0.46</b>	<b>0.63</b>	<b>0.83</b>

数据来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

## 信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。