

百视通 (600637.SH)

广播影视行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

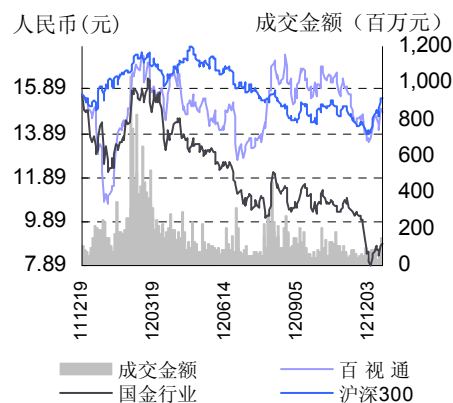
市价(人民币): 14.20元

目标(人民币): 18.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	835.52
总市值(百万元)	158.15
年内股价最高最低(元)	17.50/10.68
沪深300指数	2368.12
上证指数	2162.46



享有先发优势与规模经济的新媒体牌照商

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.150	0.319	0.468	0.649	0.848
每股净资产(元)	1.82	2.32	2.66	3.18	3.90
每股经营性现金流(元)	0.11	0.49	0.67	0.97	1.22
市盈率(倍)	55.94	47.20	31.66	22.87	17.49
行业优化市盈率(倍)	97.74	85.71	58.36	58.36	58.36
净利润增长率(%)	199.76%	234.43%	46.93%	38.43%	30.72%
净资产收益率(%)	8.23%	13.72%	17.59%	20.38%	21.74%
总股本(百万股)	708.86	1,113.74	1,113.74	1,113.74	1,113.74

资料来源: 公司年报、国金证券研究所

- IPTV 与 OTT 均有高成长空间, 内容平台环节由广电系牌照方垄断:** 视听渠道多元化变革的竞争中, 国内 IPTV 可集成主流电视内容, 并可引入海量点播资源, 依托电信运营商捆绑销售的商业模式成熟, 具备比较优势。当前全国 IPTV 用户宽带渗透率仅 11%, 仍有高成长空间。OTT 提供多元内容与创新服务的优势更加突出; 但独立运营开拓市场难度大。在 IPTV 已具备市场基础且有业态升级需求的背景下, 打造 IPTV+OTT 的商业模式有望为 OTT 开拓市场实现突破。新媒体渠道平台环节均由广电系内容播控牌照方主导; 跟随 IPTV 与 OTT 的市场开拓进程, 牌照商的收入将快速增长。
- 公司为体制领先, 且付费模式与规模经济先发优势明显的新媒体牌照商:** 公司背靠 SMG, 为广电系中体制领先的新媒体牌照商, 与上下游合作心态开放, 旗下内容应用平台趋于成熟并有 SMG 差异化内容优势。公司的 IPTV 业务依托电信运营商捆绑销售, 率先建立高毛利率的付费商业模式; 用户的单点击 UP 值高于同质化内容的单点击广告价格, 因而持续投入内容的现金流优势突出; 且享有规模经济效应将推动投入产出比良性循环; 随着 IPTV 与 OTT 用户数量的扩张, 有望奠定新媒体业务行业地位。
- 力推 OTT 规模化用户并提升 UP 值:** 2013 年公司力推 OTT 业务, 以 IPTV、IPTV+OTT 模式向全国范围提供视频服务。“宽带中国、光网城市”背景下, 2013 年中国电信 IPTV 用户发展目标近 1000 万; 作为技术与运营能力领先、合作心态开放的牌照方, 公司有望在其中占据较高市场份额。中国电信加快高宽带业务普及进程中, 需要高清、智能等高附加值业务满足中高端宽带用户的需求。公司以 IPTV+OTT 模式力推的 OTT 机顶盒有望首先在运营商渠道放量, 在拓展用户的同时实现 UP 值提升。

投资建议

- 2013 年盈利预测假设基于公司在中国电信 1000 万 IPTV 新增用户目标中市占率 60%, 并由于 OTT 规模化带来的高 UP 值用户弥补 IPTV 多方分成的负面影响。**
- 预测公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.47、0.64、0.85 元, 当前股价下对应 PE 分别为 30、22、17 倍。综合绝对估值法与 PEG 估值法, 给予目标价 18 元, 首次给予“买入”评级。公司有 126,652,115 股限售股于 2012 年 12 月 17 日解禁, 预计将带来股价调整压力, 建议在回调过程中买入。**

风险提示

- 小非解禁风险; 政策风险。**

王铮

分析师 SAC 执业编号: S1130511060001
(8621)61038285
wang_zheng@gjzq.com.cn

内容目录

行业: IPTV 与 OTT 均有高成长空间, 内容平台环节由牌照方垄断	4
IPTV 仍有高成长空间, 电信运营商推动下用户数仍将快速增长	4
IPTV 牌照方市场份额由一家独大演变为多方竞争	7
OTT 市场潜力巨大, IPTV+OTT 商业模式有望破局用户开拓	8
未来 OTT 行业的竞争将围绕牌照商势力格局展开	10
公司: 体制领先的牌照商, 付费模式与规模经济先发优势明显	11
主业: IPTV 为收入与利润贡献主力, 加大力度布局 OTT 推动“一云多屏”	11
优势: 在广电系牌照商中体制优势突出, 新媒体运营经验丰富心态开放	12
优势: 内容应用平台趋于成熟并有文广系差异化内容优势	13
优势: 付费商业模式先发优势与规模经济推动投入产出比实现良性循环	15
投资要点: 2013 年力推 OTT, IPTV+OTT 模式弥补 43 号文负面影响	16
投资要点: 电信 IPTV 来年新用户目标近 1000 万, 高清智能服务提升 UP 值	17
投资建议	18
盈利预测	18
估值与投资建议	18
风险提示	18
附录: 三张报表预测摘要	22

图表目录

图表 1: 美国、香港与国内 IPTV 发展市场环境分析	4
图表 2: 互动电视、IPTV、互联网电视、智能电视推广优劣势比较	5
图表 3: IPTV 用户数发展趋势	5
图表 4: 中国电信“我的 e 家”用户数	5
图表 5: IPTV 用户宽带渗透率趋势	6
图表 6: 江苏省、上海与杭州市 IPTV 用户渗透率	6
图表 7: 中国电信开通 IPTV 地区及含 IPTV 业务套餐资费情况	6
图表 8: 截至 2011 年底 IPTV 牌照方中上海文广市场份额一家独大	7
图表 9: 43 号文规定的集成播控与内容服务平台体系	7
图表 10: OTT 是基于开放互联网的视频娱乐服务	8
图表 11: 国内 OTT 产业链图解	8
图表 12: 国内 OTT 终端出品方图解	9
图表 13: 上海电信已经开始预热捆绑销售智能机顶盒营销方案	9
图表 14: 国内互联网电视牌照商竞争格局图	10
图表 15: 百视通前十大股东情况 (2012 年中报)	11
图表 16: 百视通旗下资产情况	11

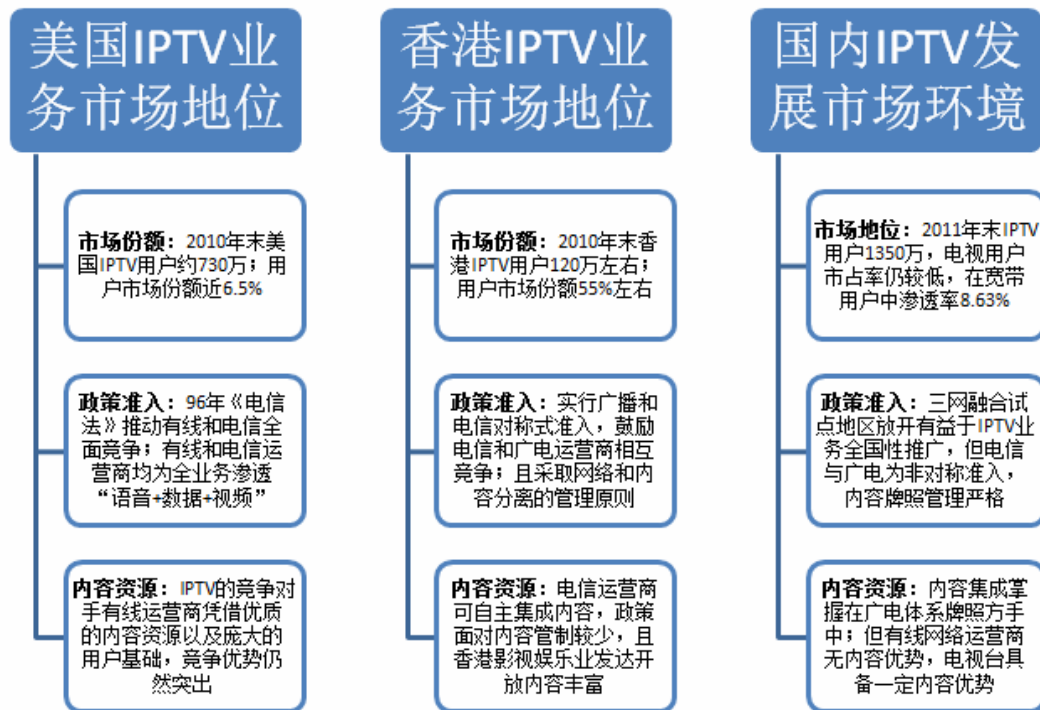
图表 17: 百视通 2012 年上半年收入构成	11
图表 18: 百视通 2012 年上半年毛利构成	11
图表 19: 百视通年均结算用户数趋势	12
图表 20: 百视通 IPTV 业务收入趋势	12
图表 21: 百视通 IPTV 业务范围	12
图表 22: 百视通发展历程	13
图表 23: 百视通 IPTV 内容栏目设计	14
图表 24: 百视通 OTT 产品 APP 下载专区	14
图表 25: 百视通专题点播部分内容	14
图表 26: 百视通生活娱乐栏目部分内容	14
图表 27: 百视通引入 NBA 等赛事直播	14
图表 28: 各 OTT 牌照方内容应用平台服务产品对比	15
图表 29: 百视通 IPTV 业务投入产出分析	16
图表 30: 乐视网投入产出分析	16
图表 31: 百视通货币资金与现金流情况	16
图表 32: 高清 3D 智能云互联网机顶盒“小红”产品特点	17
图表 33: 百视通 IPTV、OTT 业务盈利预测假设	18
图表 34: 盈利预测表	19
图表 35: 绝对估值表	20
图表 36: 传媒行业重点公司盈利预测与估值	21

行业：IPTV 与 OTT 均有高成长空间，内容平台环节由牌照方垄断

IPTV 仍有高成长空间，电信运营商推动下用户数仍将快速增长

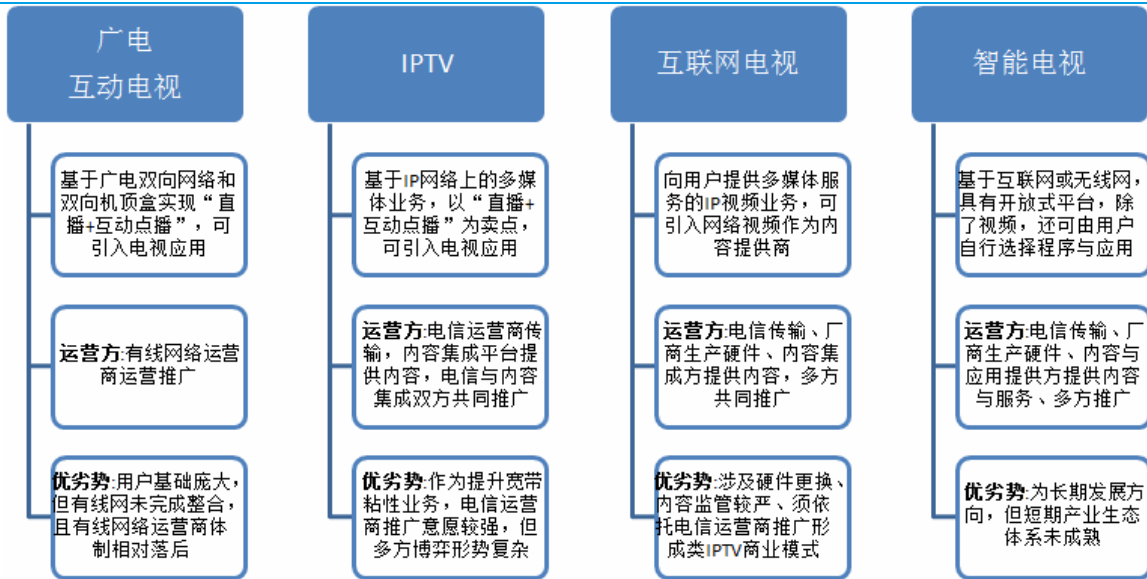
- 视听渠道正在面临多元化变革，有线数字电视、IPTV、互联网电视、智能电视皆有可能提供集“直播+互动点播+应用”为一体的服务。在多元渠道的激烈竞争中，国内 IPTV 可经由播控平台集成主流电视媒体全部内容，并有引入海量点播资源的潜力，且借助电信运营商捆绑销售；在多种新媒体渠道竞争中仍有比较优势。虽然 IPTV 也将面临更为开放的 OTT 的竞争压力；但在互动电视领域，IPTV 仍未到达增长瓶颈期，且相较于体制相对落后的有线网络运营商，更有潜力在互动电视市场占据主导地位。
- 参考海外市场发展经验，IPTV 是否有能力成为主导的视频业态，取决于可集成内容资源的竞争优势是否突出。
- 美国市场，有线网络运营商掌握电视台主流内容资源，凭借优质内容与庞大的用户基础树立行业壁垒；IPTV 在美国也快速发展，但难以成为主导的视频服务业态。
- 香港市场，IPTV 已成为主导的视频服务业态；原因在于政策面实行广播和电信对称式准入，并允许电信运营商自主集成内容，且内容管制较少。
- 国内 IPTV 可经由播控平台集成主流电视媒体全部内容，并有引入海量点播资源的潜力，且借助电信运营商捆绑销售；在多种新媒体渠道竞争中仍有比较优势。

图表1：美国、香港与国内 IPTV 发展市场环境分析



来源：行业资料，国金证券研究所

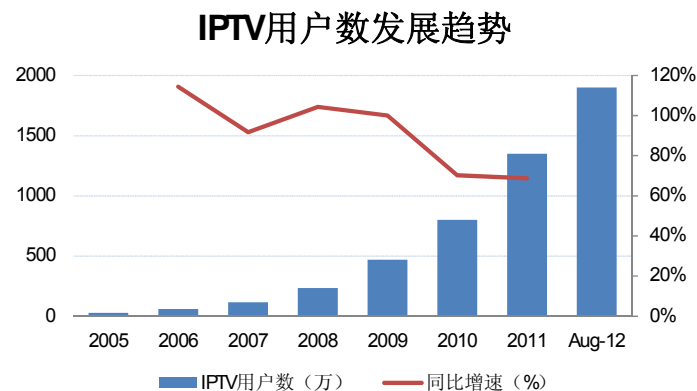
图2: 互动电视、IPTV、互联网电视、智能电视推广优劣势比较



来源: 行业资料, 国金证券研究所

- IPTV 依托于电信运营商的强力推广，过去几年已实现用户数高速增长。2012年8月国内IPTV用户宽带渗透率突破11%，而江苏、上海、杭州等地区目前渗透率已经达到30%左右；全国范围IPTV宽带渗透率仍有较大的增长空间。2012年电信运营商集采620万台IPTV机顶盒；昭示着2013年用户数仍可预期快速增长。
 - 历史上中国电信为IPTV最重要的推广力量，尤其是“我的e家”套餐将宽带、手机、固话、IPTV业务捆绑销售，带来的新增用户驱动IPTV市场扩张。
 - 2012年中国联通集采133万台IPTV机顶盒，正在成为IPTV市场增长的另一重要推动力量。
 - 在江苏、上海等地区，IPTV的用户宽带渗透率已达30%左右。

图3: IPTV用户数发展趋势



来源: 工信部, 中国电信, 国金证券研究所

图4: 中国电信“我的e家”用户数

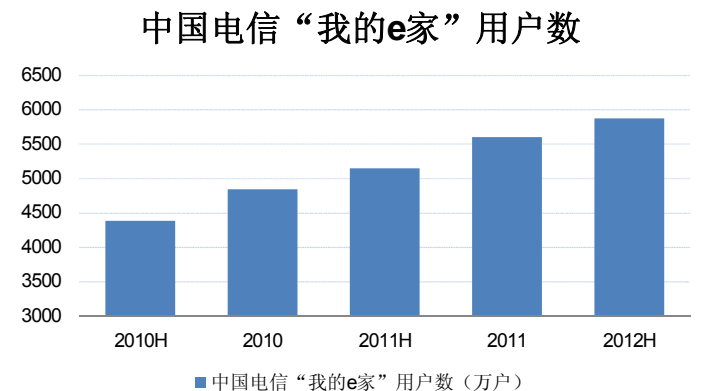
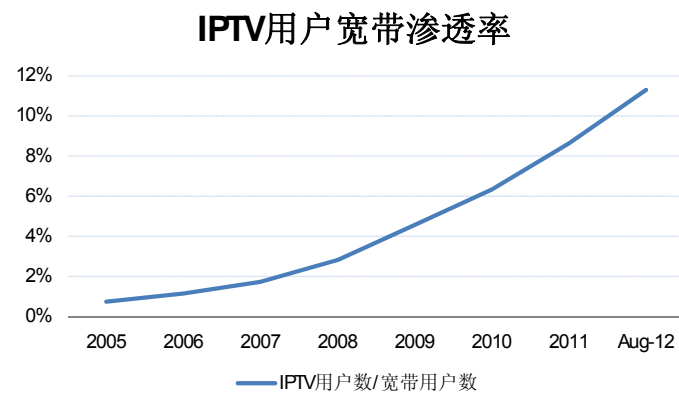


图5: IPTV 用户宽带渗透率趋势



来源: 工信部, 国金证券研究所

图6: 江苏省、上海与杭州市 IPTV 用户渗透率

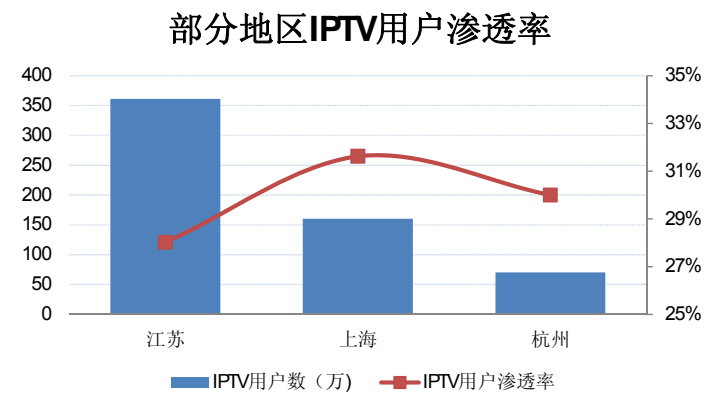


图7: 中国电信开通 IPTV 地区及含 IPTV 业务套餐资费情况

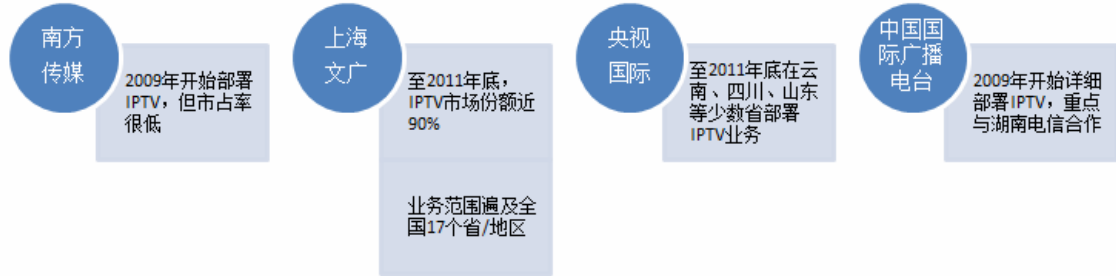
中国电信						
地区	IPTV业务开通情况	含IPTV业务套餐	月费	套餐内容	打包范围	备注
上海	开通	光网高清版	199元	10M上网+10M应用宽带、一路高清IPTV	宽带+IPTV	另有光网高速版、光网高能版可加装IPTV, 月开机8次标清IPTV即免费, 加装高清IPTV19元
		光网全能版	218元(市区)、178元(郊区)	10M上网+10M应用宽带、固话、手机、Wifi、一路高清IPTV	宽带+固话+手机+Wifi+IPTV	
安徽	开通	电信159-199套餐	159-199元	4-20M宽带、免费iTV、3部手机和1部固话共享159-200元资费	宽带+固话+手机+iTV	加50元可换高清iTV
		e家计划双机版	159元	8M宽带、免费iTV(机顶盒需自行购买)、3部手机和1部固话共享159元资费	宽带+固话+手机+iTV	免一个月套餐费
重庆	开通	e8-128视听宽带	128元	2M宽带、10元/月本地话费、iTV	宽带+固话+iTV	另有固话增值业务赠送
		e9共享版-光速套餐	189-239元	8-20M宽带、固话及1部手机共享139-159元话费、8M一路标清iTV、12-20M一路高清iTV	宽带+固话+手机+iTV	另有手机、Wifi、固话等增值业务赠送
广东	开通	广州e9套餐	148-377元	4-100M宽带、100元话费、IPTV	宽带+固话+手机+iTV	另赠送手机通话时长、上网流量、Wifi、短信、彩信等
		深圳e9套餐	110-200元	4-100M宽带、套餐内手机和固话互打免费、8M及以下赠送标清IPTV、12M及以上赠送标清IPTV		
湖北	开通	e9视讯光速版-12M套餐	1500/年	12M有线宽带(光纤)、iTV	宽带+iTV	
		e9视讯宽带-1299	1299元/年	4M有线宽带、iTV		
		新e9共享	189-239元	天翼手机与固话共享99-159话费、iTV、12-20M有线宽带(光纤)		
		e9共享全家福1	299-499元	固话+3部手机共享299-499话费、20M有线宽带(光纤)、iTV	宽带+固话+手机+iTV	
		e9共享全家福2	169-229元	固话+3部天翼手机共享169-229话费、4M有线宽带(ADSL)、iTV		
湖南	开通	自主e9套餐	109-469元	含39-389手机话费、4-20M宽带、iTV	宽带+手机+iTV	高清iTV为赠送项目, 新装iTV需预存800元话费
		自主e9套餐	159-469元	129-389手机话费、4-20M宽带、赠送一路标清iTV	宽带+手机+iTV	
海南	开通	自主e9套餐	1440元/年	预存1440元12M天翼宽带年费, 赠送一年高清iTV	宽带+高清iTV	
吉林	开通	e家套餐	1440元/年	预存1440元12M天翼宽带年费, 赠送一年高清iTV	宽带+高清iTV	
江苏	开通	宽带融合乐享套餐	169-569元	8-100M宽带、8M赠送1部标清iTV、20-100M赠送1-3部高清iTV、手机套餐、固话手机互拨优惠	宽带+固话+手机+iTV	
江西	开通	自主e9套餐	129元以上	光宽带赠送iTV, 南昌159元及以上档套餐、其他地区129元及以上档套餐赠送iTV	宽带+手机+iTV	
陕西	开通	e9套餐	189-239元	8-20M宽带、送1-2路标清iTV、含固话与手机话费139-159	宽带+固话+手机+iTV	
		e9自主版融合套餐	129元以上	4-20M宽带、赠送iTV	宽带+iTV	
四川	开通	尊享e9_4M/20M_169套餐	169元	4M或20M宽带、手机固话169元话费共享、iTV	宽带+固话+手机+iTV	
新疆	开通	光速e9聊天版套餐	159-209元	8M-20M宽带、8M送标清IPTV、12-20M送高清IPTV、包含99-119元固话+手机共享话费	宽带+固话+手机+iTV	
云南	开通	e9全能版套餐	159元	4-8M宽带、一路标清iTV、含159元手机话费、赠送固话本地话费	宽带+固话+手机+iTV	独立的iTV业务包, 标清300元/年, 高清480元/年
浙江	开通	新e9-时长版共享套餐	189-519元	4-20M宽带、8M及以下1部标清iTV、12M及以上2部标清+1部高清iTV、含950-2600分钟话费	宽带+固话+手机+iTV	
福建	开通					独立的iTV业务包
宁夏	开通					为e9自主套餐中的可选包, 25元/月

来源: 中国电信, 国金证券研究所

IPTV 牌照方市场份额由一家独大演变为多方竞争

- IPTV 通过集成播控平台向用户提供服务；在 2012 年之前，各地发展 IPTV 主要是“1+1”模式，即 IPTV 牌照商和电信运营商合作运营。广电总局历史上颁发 4 张全国性牌照，但其中仅有上海文广（百视通）与央视国际（CNTV）在全国市场开拓较有成效。截至 2011 年底，百视通的 IPTV 用户数在全国市场占有率接近 90%，一家独大。

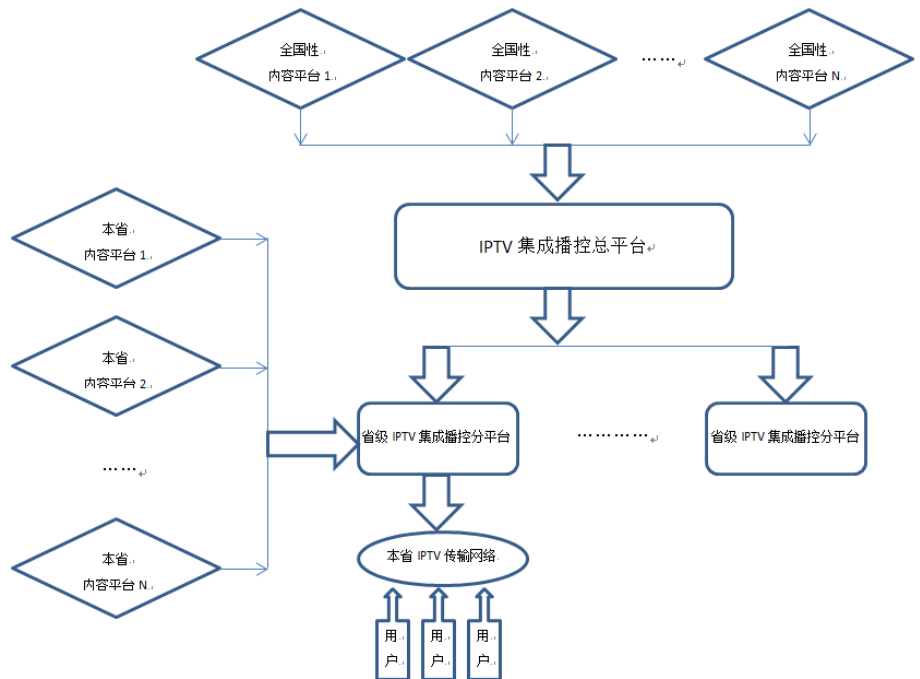
图表8：截至 2011 年底 IPTV 牌照方中上海文广市场份额一家独大



来源：行业资料，国金证券研究所

- 2012 年 6 月，广电总局 43 号文发布，明确了采取中央设立 IPTV 集成播控总平台，各省设立 IPTV 集成播控分平台的两级架构；确立了“1+1+1”的 IPTV 运营模式，即“总平台牌照商+分平台牌照商（省级电视台）+传输服务牌照商（电信运营商）”。43 号文之后，CNTV、省级电视台加大市场份额争夺力度；历史上百视通一家独大的格局被打破。
- 09 年以来 CNTV 已经在云南、四川、湖南、辽宁、深圳等地开展 IPTV 业务；2012 年下半年以来与北京、河北、青海签署了三方合作协议。在联通加入 IPTV 拓展后，CNTV 在联通业务重点覆盖的北方 10 省具备合作优势。
- 具有内容优势的江苏、安徽省级电视台则倾向于作为分平台牌照商与电信合作主导当地的 IPTV 业务。

图表9：43 号文规定的集成播控与内容服务平台体系



来源：广电总局，国金证券研究所

OTT 市场潜力巨大，IPTV+OTT 商业模式有望破局用户开拓

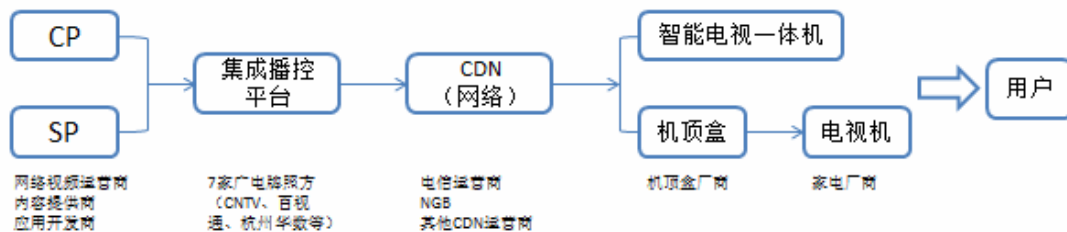
- OTT（基于开放互联网的视频娱乐服务）提供多元内容与创新服务的优势较有线互动电视和 IPTV 更加突出；视听渠道多元化浪潮中，OTT 占领广泛用户的市场潜力巨大。OTT 服务的实现在硬件上要求使用智能机顶盒或者智能电视一体机；由于国内政策面要求内容可管可控，OTT 的内容与应用服务须经过集成播控平台实现管理和运营。
- 在国内 OTT 产业链格局下（图表 11），CP/SP、集成播控牌照商、机顶盒厂商、家电厂商各环节均有参与者积极开拓市场，研发出售机顶盒或一体机争夺用户（图表 12）。
- 目前销售量最大的实际上是山寨机顶盒，原因在于广泛集成互联网视频内容，具有内容优势，且性价比较高。根据行业调研，山寨盒子年出货量在 200 万个左右；但运营模式不符合广电总局 181 号文规定，也缺乏健康的内容分成机制。
- 牌照方提供的平台正在加大内容投入力度，但尚不能满足用户需求；2011 年底国内智能电视保有量已经超过 1000 万台，但激活率不足 10%；乐视网超清播放机上半年销量约 5000 台；百视通、华数等牌照方研发出品的小红、彩虹 Box 等机顶盒初进入推广期。在内容与服务进一步成熟之前，与牌照方绑定的机顶盒、智能电视机由独立运营打开市场的难度较大。

图表10: OTT 是基于开放互联网的视频娱乐服务



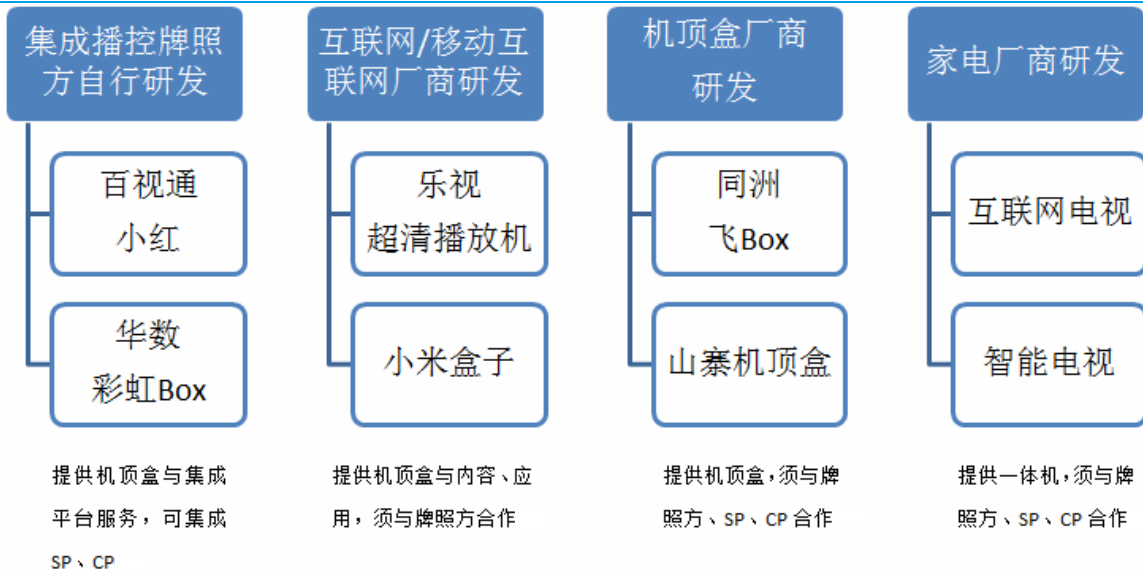
来源：行业资料，国金证券研究所

图表11: 国内 OTT 产业链图解



来源：行业资料，国金证券研究所

图表12: 国内 OTT 终端出品方图解



来源：行业资料，国金证券研究所

- 在 IPTV 已具备市场基础且有业态升级需求的背景下，牌照方与电信运营商合作，打造 IPTV+OTT 的商业模式有望为 OTT 开拓市场实现突破。此外，基于有线网络运营商的 DVB+OTT 商业模式也成为业界探讨的焦点。
 - IPTV 有业态升级需求：宽带中国光网城市背景下，电信运营商已加快高宽带业务普及进程，但仍缺乏拉动网络增长和带动业务转型的服务。目前中国电信已将业务升级至 IPTV3.0，打造支持高清、智能终端的平台。
 - IPTV 付费商业模式+OTT 多元创新具备市场潜力：IPTV 通过与电信业务捆绑销售建立了付费商业模式，并实现了用户规模的快速扩张；未来引入 OTT 的多元内容、产品创新和服务意识则更具备市场潜力。
 - IPTV 基础上引入 OTT 可推动用户市场细分与精细化运营：在维系原有 IPTV 产品形态的基础上，引入基于开放平台的 OTT，可将高清、智能业态定位于高端用户市场并推动精细化运营。

图表13: 上海电信已经开始预热捆绑销售智能机顶盒营销方案

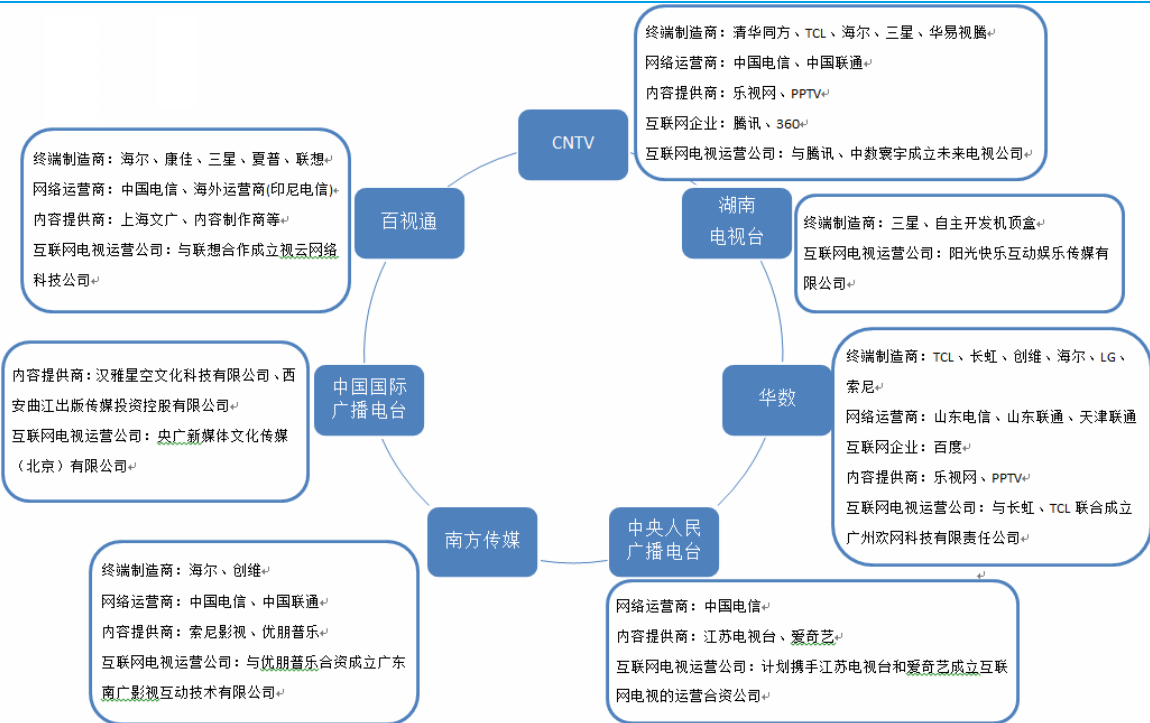


来源：中国电信，国金证券研究所

未来 OTT 行业的竞争将围绕牌照商势力格局展开

- OTT 产业链的内容服务平台环节，受互联网/移动互联网运营商、机顶盒厂商、家电厂商多方产业力量觊觎；但中国实践屡次证明，平台环节的主导权在广电系集成播控牌照商手里；未来 OTT 行业的竞争将围绕牌照商势力格局展开。
 - 来自全球互联网产业的多种力量力图进入智能电视产业链主导平台环节，在中国市场皆因为广电监管遇阻。苹果 TV 目前在国内仍无合法销售地位。小米盒子 11 月 14 日正式发布，但在 22 日即“因系统维护原因，暂停互联网机顶盒的视频服务”；深层次原因在于违反了 181 号文“不能与设立在公共互联网上的网站进行相互链接，不能将公共互联网上的内容直接提供给用户”的规定。
 - 广电总局已颁发 7 张互联网电视牌照，各牌照方均加快与上下游合作步伐，推出智能机顶盒或智能电视终端。中国电信也已在部分地区试点 OTT 业务，并引入多家牌照方培育市场。

图表14：国内互联网电视牌照商竞争格局图



来源：行业资料，国金证券研究所

公司：体制领先的牌照商，付费模式与规模经济先发优势明显

主业：IPTV 为收入与利润贡献主力，加大力度布局 OTT 推动“一云多屏”

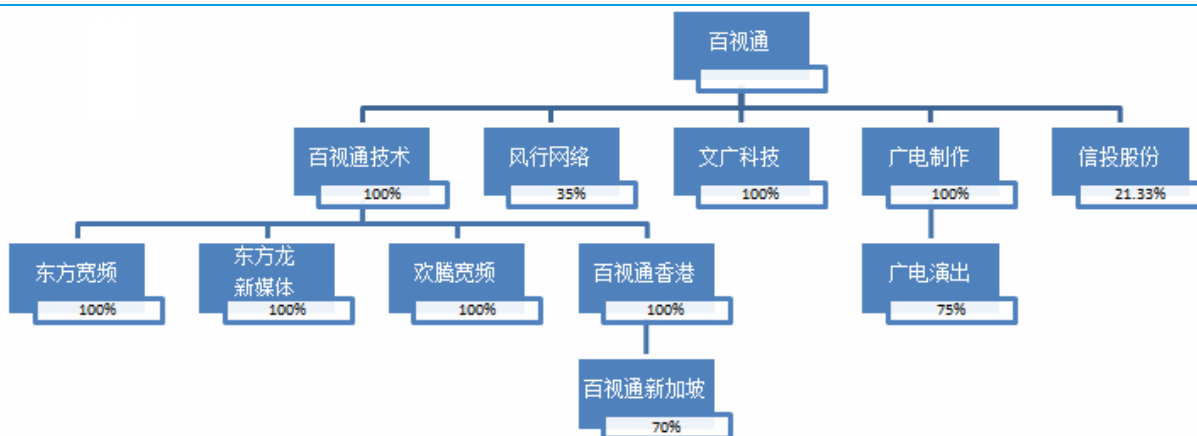
- 百视通为上海文广东方传媒(SMG)旗下上市公司，主营业务涵盖 IPTV、互联网电视、手机电视、在线视频等新媒体，舞美演艺策划制作，互联网带宽资源租赁等多个领域。公司主要收入与利润来自 IPTV 业务，并已加大 OTT 业务布局；为国内领先的综合性新媒体技术和运营服务牌照商。

图表15：百视通前十大股东情况（2012年中报）

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质	备注
上海东方传媒集团有限公司	466,885,075.00	41.92	流通A股,受限流通股	
同方股份有限公司	63,333,339.00	5.69	受限流通股	2012年12月17日上市流通
上海仪电控股(集团)公司	40,000,000.00	3.59	流通A股	
北京恒盛嘉业投资咨询中心	37,272,297.00	3.35	受限流通股	2012年12月17日上市流通
上海诚贝投资咨询有限公司	29,842,081.00	2.68	受限流通股	
上海联和投资有限公司	17,514,081.00	1.57	受限流通股	
上海通维投资有限公司	15,329,735.00	1.38	受限流通股	2012年12月17日上市流通
成都元泓创新投资有限公司	14,184,325.00	1.27	受限流通股	
张蓓	11,672,084.00	1.05	流通A股	
北京智慧创奇投资咨询中心	10,715,744.00	0.96	受限流通股	2012年12月17日上市流通
合计	706,748,761.00	63.46		

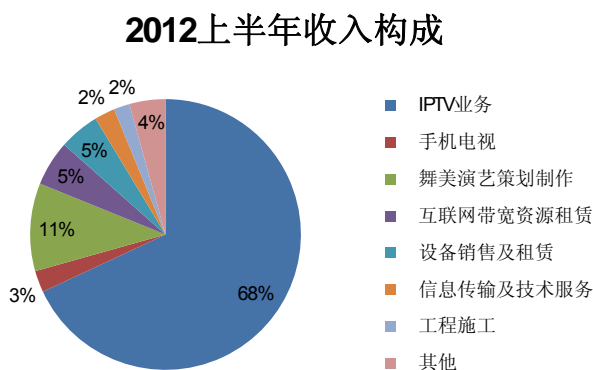
来源：公司数据，国金证券研究所

图表16：百视通旗下资产情况



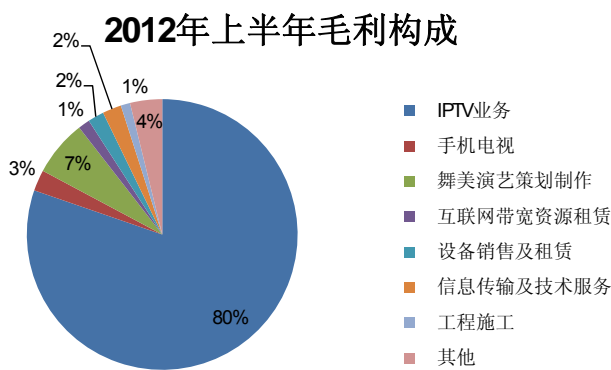
来源：公司资料，国金证券研究所

图表17：百视通 2012 年上半年收入构成



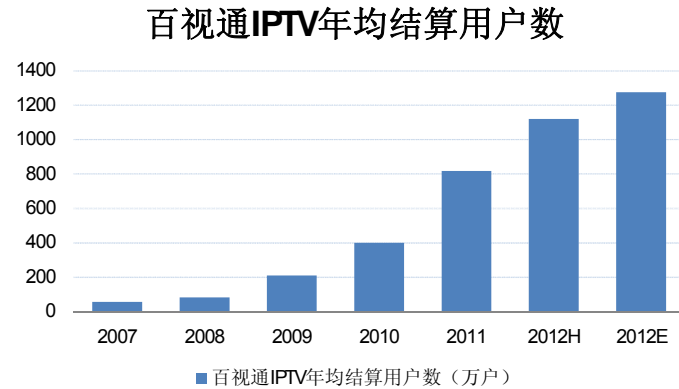
来源：公司数据，国金证券研究所

图表18：百视通 2012 年上半年毛利构成

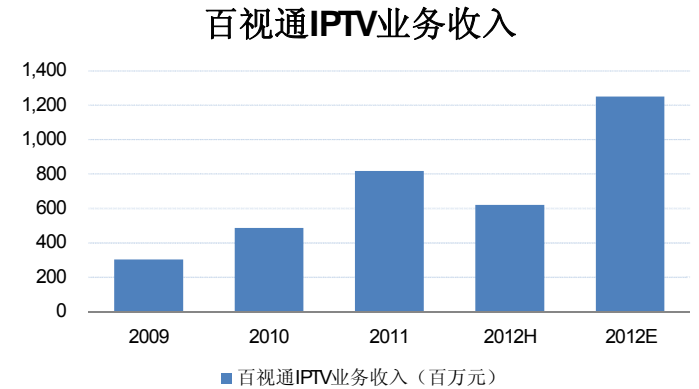


- 百视通由上海广播电视台授权作为其 IPTV 集成播控平台的独家运营商；IPTV 业务从 2007 年起步，用户持续高增长；至 2012 年三季度已在全国 17 个省/地区发展 1400 万用户。
- IPTV 之外，上海广播电视台已获得互联网电视、3G 手机电视“内容服务+集成播控”两张牌照，均授权百视通为独家运营商。百视通将推动“一云多屏”的平台化发展战略，通过海量内容“视频云”、新媒体技术平台，整合各种固定与移动终端的“电视”应用。2012 年以来，公司已加大力度布局 OTT 业务。

图表19: 百视通年均结算用户数趋势

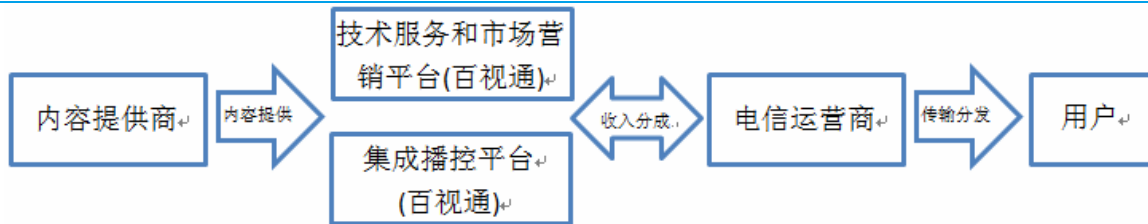


图表20: 百视通 IPTV 业务收入趋势



来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表21: 百视通 IPTV 业务范围



来源: 公司资料, 国金证券研究所

优势:在广电系牌照商中体制优势突出, 新媒体运营经验丰富心态开放

- IPTV、OTT、手机电视内容集成播控平台牌照方均为广电系机构；SMG 旗下的百视通在广电体系内具备体制优势，且已有与电信多年合作运营 IPTV 等新媒体业务的经验，技术与运营能力在业内领先，市场化程度高，与上下游合作心态开放。
- SMG 为广电系市场化布局前瞻性最强的集团；2001 年即开始探索文化传媒资源整合与品牌打造之路；2004 年把握住“允许广电企业面向市场成立公司，剥离经营性资产”的风向标，对卡通、娱乐、电视购物等新兴板块进行产业化布局；2005 年开始推动 IPTV 业务发展；2009 年率先完成制播(台企)分离改革，进一步推动差异化薪酬、福利体制以及绩效管理方案的执行。
- 百视通作为 SMG 旗下以新媒体运营为主业的公司，较国内其他广电系牌照方也有突出的体制优势；在 IPTV 全国运营牌照颁发伊始，即快速启动与电信运营商合作的 IPTV 业务，在全国范围实现了用户连年高速增长；并领先市场布局互联网电视业务。
- 百视通 05 年以来即与电信运营商开始新媒体运营合作，并在多个地区拓展用户超过 100 万，原因在于与电信形成良性互动，且合作心态

开放。公司 IPTV 业务运营至今已 7 年，技术积累与运营经验都处于业内领先水平。

图表22：百视通发展历程

2005年3月	SMG获得中国第一张IPTV全国运营牌照
2005年3月	SMG与中国网通(集团)公司哈尔滨市分公司启动IPTV业务合作
2005年5月	黑龙江省哈尔滨IPTV业务全市正式商用开播，SMG与中国网通成功开创我国第一块IPTV试验田
2005年6月	SMG与中国电信(集团)公司签署IPTV战略合作协议
2005年9月	SMG与中国电信(集团)公司下属多个省市网络运营商签署IPTV业务合作协议，按照国家广电总局的部署开始更大范围IPTV业务试点和技术试验
2005年11月	SMG与中国网通(集团)公司及其下属多个省市网络运营商签署IPTV战略合作协议
2006年9月	上海实现全市IPTV业务商用开播，上海建成全国最大的H.264 IPTV商用系统
2006年11月	BesTV参与的中国网通AVS-IPTV辽宁试验开播
2006年12月	SMG累计发展IPTV用户近30万户
2007年12月	BesTV IPTV全国用户数突破70万，推进SMG成为全国IPTV业务领头羊，推动中国进入全球IPTV大国行列
2008年12月	BesTV全国用户突破150万
2009年10月	宣布与NBA（美国职业篮球协会）启动战略合作业务，拥有未来四年NBA季前赛、常规赛、季后赛及总决赛等多项赛事的播出版权，同时，百视通将通过高清频道对所有NBA赛事进行高清转播，在未来四年中，百视通高达每天14场高清NBA直播，启动全高清三屏NBA'联盟通行证'。
2009年12月	上海IPTV用户规模突破100万，上海成为全球IPTV第一城
2010年7月	上海广播电视台获得互联网电视、3G手机电视“内容服务+集成播控”完整牌照，BesTV已经建立起业界领先的互联网电视、3G手机电视全国播控平台，这获得标志着百视通新媒体业务进入了新的发展阶段。自此，上海广播电视台已经实现广电领域最完整、最齐全的新媒体产业布局。
2010年9月	上海广播电视台与康佳集团（KONKA）签署战略合作协议，BesTV与康佳联合推出新一代互联网电视BBTV，标志着互联网电视产业链进入良性发展阶段。
2011年11月	BesTV全国用户突破900万
2012年1月	与联想合作推出互联网机顶盒A30
2012年5月	百视通新媒体研究院成立
2012年7月	SMG与新浪达成战略合作，打造首款“社交电视”应用——“百视通看点”
2012年7月	发布高清3D智能云互联网机顶盒“小红”
2012年9月	BesTV全国用户达1400万

来源：公司资料，国金证券研究所

优势:内容应用平台趋于成熟并有文广系差异化内容优势

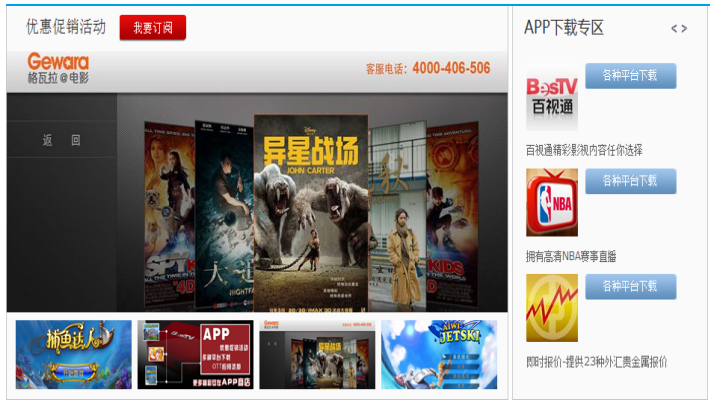
- 百视通的内容平台已形成大片、热剧、影视、体育、娱乐、纪录片、专题等系列化产品设计；电影内容加快与院线放映对接，电视剧引入国内电视台热播剧、TVB、美剧、韩剧、英剧频道；针对体育迷直播/转播 NBA、中英超等赛事；并有内容专题性点播与解读、纪录片专题等特色内容；而上海文广旗下丰富的内容资源也将支撑差异化内容建设。
- 百视通成立的新媒体研究院定位于新媒体产业链的技术与应用孵化器，对新媒体应用、终端产品、用户行为与交互体验形成全方位的研究与创新支撑。公司也积极与产业界合作开发创新服务应用，如与新浪联手的社交电视产品“看点”。
- 百视通内容应用平台正趋于成熟，且公司仍在加大力度投入内容与应用建设，尤其是高清内容建设，其 IPTV/OTT 平台作为综合性内容与应用服务平台具备竞争优势。

图表23: 百视通 IPTV 内容栏目设计



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表24: 百视通 OTT 产品 APP 下载专区



图表25: 百视通专题点播部分内容



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表26: 百视通生活娱乐栏目部分内容



图表27: 百视通引入 NBA 等赛事直播



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表28：各 OTT 牌照方内容应用平台服务产品对比

牌照方	视频内容															
	电影	电视剧	高清	纪录片	娱乐	体育	少儿动漫	新闻	财经	汽车	房产	读书	女性	养生	军事	音乐
百视通	1152	641	3D大赏	√	√	√	√	√	√	×	×	×	时尚生活	时尚生活	新闻	√
华数	561	382	√	√	√	√	√	√	×	×	×	×	时尚生活	时尚生活	新闻	√
CNTV	2394	1075	√	√	√	√	√	√	√	×	×	数字图书馆	婚恋、时尚、八卦等	√	新闻	√
芒果TV	1955	665	×	660	305	√	√	√	√	√	×	√	√	网站	网站	250
优朋	1536	342	√	773	√	√	√	√	√	×	×	×	生活	生活	新闻	√
应用																
	博客	在线游戏	体感游戏	休闲游戏	内置网站上网	浏览器上网	内置网站购物	自有平台购物	多屏互动	社交电视						
百视通	×	√	√	√	×	√	×	√	√	√						
华数	√	×	√	√	√	√	×	×	×	×						
CNTV	×	√	√	√	√	√	×	×	×	×						
芒果TV	×	×	×	×	√	√	×	×	×	×						
优朋	×	×	×	×	√	×	×	×	×	×						

来源：流媒体网，国金证券研究所；注：数字为影视音乐内容部/个数

优势:付费商业模式先发优势与规模经济推动投入产出比实现良性循环

- 百视通的 IPTV 业务通过与电信基础业务捆绑销售的方式建立了付费的商业模式，以轻资产业务实现了高毛利率的盈利。由于付费商业模式的单点击 UP 值高于同质化内容的单点击广告价格，IPTV 业务投入产出比高，持续投入内容的现金流优势在新媒体业态中突出。公司倚 IPTV 付费商业模式的先发优势，享有规模经济效应；未来通过 IPTV、OTT 双管齐下，加速用户规模化，依靠规模经济的正向循环有望奠定新媒体业务行业地位。
- IPTV 的付费商业模式在新媒体业态中率先实现盈利：百视通的 IPTV 业务通过与电信基础业务捆绑销售的方式建立了付费的商业模式；在广电 43 号文之前，单用户月均 UP 值在 10 元左右，年均 UP 值在 100 元以上；而业务成本主要为硬件设备和软件系统的购置和摊销、新媒体版权采购、员工薪酬福利；毛利率可达 70%左右；以轻资产的业务模式实现了高毛利率的盈利。
- IPTV 商业模式的投入产出比高，持续投入内容的现金流优势明显：IPTV 投入内容版权的效率优于视频网站；原因在于 IPTV 行业集中度远高于网络视频业，在成本端内容版权单价低于网络视频独播价；而在收入端，付费商业模式的单点击 UP 值远高于视频网站的单点击广告价格。与未实现盈利，现金流告急的其他新媒体业态相比，IPTV 业务持续投入内容的现金流优势明显。
- 公司凭借 IPTV 付费商业模式的先发优势，享有规模经济：IPTV 业务具有典型的规模经济特点。公司的 IPTV 运营不承担网络维护等固定投入，固定成本主要为基本的硬件设备、软件系统和版权投入；在用户规模化以后边际成本递减。公司的 IPTV 作为率先实现盈利的新媒体业务，在收入增长的同时加大内容投入力度将有益于进一步提升新用户拓展的核心竞争力；进而持续发酵规模效应推动投入产出比实现良性循环。
- 公司通过 IPTV、OTT 双管齐下，加速用户数量规模化，有望奠定行业地位：未来公司经营的关键仍在于加速用户规模化，依靠规模经济的正向循环奠定其新媒体业务的行业地位。
- 过去几年由于营销推广策略等因素，单用户 UP 值有所下降，用户规模化边际效益递增未体现在毛利率上；43 号文之后，考虑 CNTV 与地方分成，2012-2013 年用户 UP 值将较历史平均水平下降；未来随着 UP 值企稳与用户数进一步规模化，规模经济的正向循环将体现为毛利率提升。

图表29: 百视通 IPTV 业务投入产出分析

	2009	2010	2011	2012H
IPTV年均结算用户数(万户)	210	400	793	1110
IPTV收入(万元)	30,318.33	48,661.39	81,782.74	62,056.72
单用户UP值(元)	144.37	121.65	103.13	55.91
单用户单月UP值(元)	12.03	10.14	8.59	9.32
固定资产中专用设备折旧(万元)			2515.72	1404.25
IPTV收入占比			3.08%	2.26%
单用户专用设备折旧额(元)			3.17	1.27
无形资产摊销额(万元)		7849.94	11766.67	8122.19
IPTV收入占比		16.13%	14.39%	13.09%
单用户无形资产摊销额(元)		19.62	14.84	7.32
IPTV成本(万元)	8,910.22	14,498.11	30,532.97	18,692.63
IPTV毛利率	70.61%	70.21%	62.67%	69.88%

来源: 公司数据, 国金证券研究所 ;注:2012 年中报毛利率为不考虑付给 CNTV 的 8800 万测算而得

图表30: 乐视网投入产出分析

	2007	2008	2009	2010	2011	2012H
营业收入(百万)	36.92	73.61	145.73	238.26	598.56	552.98
版权分销收入(百万)	0.05	3.41	12.69	53.02	356.16	324.64
视频广告收入(百万)	5.28	17.36	36.93	67.37	114.46	152.68
同比增速(%)		228.83%	112.72%	82.41%	69.90%	
营业成本(百万)	11.82	14.85	49.55	80.21	275.09	320.85
同比增速(%)		25.62%	233.67%	61.88%	242.94%	
毛利率(%)	67.98%	79.83%	66.00%	66.33%	54.04%	41.98%
固定资产折旧(百万)	0.55	1.24	9.52	21.31	36.93	22.80
同比增速(%)		124.64%	668.73%	123.92%	73.31%	
无形资产摊销(百万)	6.73	8.54	16.66	30.81	127.1	147.47
同比增速(%)		26.84%	95.18%	84.92%	312.57%	

来源: 公司数据, 国金证券研究所

图表31: 百视通货币资金与现金流情况

	2011	2012Q1	2012H1	2012Q1-Q3
货币资金(百万)	1545.49	1591.67	1501.71	1605.67
经营活动产生的现金流净额(百万)	544.93	86.60	270.14	488.49

来源: 公司数据, 国金证券研究所

投资要点:2013 年力推 OTT, IPTV+OTT 模式弥补 43 号文负面影响

- 2013 年公司力推 OTT 业务, 推广已面世的高清 3D 智能云互联网机顶盒“小红”; 商业模式为 1.B2B, 类 IPTV, 定位高端 IPTV 用户, 依托电信运营商推广; 2.B2C, 一次性销售机顶盒与 2 年期内容服务, 自建团队推广。其中 B2B 模式预计将成为新增用户放量的主要突破点, 实际上即为 IPTV+OTT 商业模式。
- 公司以 IPTV、IPTV+OTT 模式向全国范围提供视频服务, 并加大内容尤其是高清内容投入力度; 旨在加速用户规模化, 巩固既有先发优势并发酵规模经济效应, 奠定新媒体业务的行业地位。OTT 用户贡献的 UP 值将高于 IPTV 业务。
- 43 号文出台之后, IPTV 地方分平台牌照商话语权显现; 2012 年之后百视通在各地新拓展用户须进行“CNTV+百视通+地方牌照商”三方分成, 将引起 IPTV 用户 UP 值下降。未来公司力推 OTT 业务, 根据广电 181 号文

规定，作为互联网电视内容集成平台，OTT 可面向全国市场；且由于开放性优于 IPTV，主打高清智能体验，UP 值将高于传统的 IPTV 业务。

图表32: 高清 3D 智能云互联网机顶盒“小红”产品特点



来源：流媒体网，国金证券研究所；注：数字为影视音乐内容部/个数

投资要点:电信 IPTV 来年新用户目标近 1000 万，高清智能服务提升 UP 值

- 基于新媒体渠道风起云涌争夺市场份额大背景下，寻找未来可能胜出的内容运营方；我们认为百视通以付费模式率先盈利且用户规模化的先发优势明显，持续加大内容投入的现金流优势突出，且享有规模经济效应将推动投入产出比良性循环；随着用户数量进一步扩张，有望奠定新媒体业务行业地位。在内容牌照为广电系企业垄断的运营市场，百视通具备体制优势，技术与运营能力领先，与上下游合作心态开放；旗下内容应用平台趋于成熟并有文广系差异化内容优势。
- 公司的中短期投资要点在于：**1.2013 年中国电信 IPTV 新用户目标近 1000 万，百视通有望在其中占据较高市场份额；2.以 IPTV+OTT 模式力推 OTT，高清智能机顶盒有望在运营商渠道放量，在拓展用户的同时实现高 UP 值。**
 - 1. “宽带中国、光网城市”背景下，中国电信与中国联通均加大了借助 IPTV 推广宽带业务的力度。百视通与中国电信合作较为密切，与中国电信宽带套餐捆绑销售仍将是百视通 IPTV 与 OTT 拓展用户的主要渠道；以 2012 年中国电信集采招标 479 万台机顶盒可推算，2013 年中国电信 IPTV 用户发展目标近 1000 万(2011 年电信集采 370 万台，2012 年新增 IPTV 用户预计 700 万左右)。作为技术与运营能力领先、合作心态开放的牌照方，百视通有望在其中占据较高市场份额。
 - 2. 电信已加快高宽带业务普及进程，需要高清、智能等高附加值业务满足中高端宽带用户的需求。公司力推的高清 3D 智能云互联网机顶盒有望首先在运营商渠道放量，在拓展用户的同时实现 UP 值提升。

投资建议

盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.47、0.64、0.85 元（盈利预测详表见图表 34）。
 - 基于中国电信 2013 年 IPTV 新增用户目标近 1000 万，与电信合作的牌照商格局将从百视通一家独大，到百视通、CNTV、地方电视台多方竞争的背景，我们预测 2013 年百视通在中国电信渠道的 IPTV 市场份额从 90% 下降至 60%，新增 600 万用户。
 - 由于公司以 IPTV+OTT 模式为突破加大 OTT 推广力度，且主要面向 4M 以上高带宽用户，我们预测 2013 年新增 600 万用户中，有 200 万为 OTT 用户。
 - 预测 2013 年公司通过 B2C 渠道销售 20 万台智能机顶盒。
 - 考虑到 IPTV 业务的三方分成，我们预测 2013 年之后，传统 IPTV 用户单月 UP 值为 6 元。
 - 2012 年中报，公司将付给 CNTV 的 8800 万分成费计入成本，致使 IPTV 毛利率较前期大幅下降；我们在 2012-2014 年对 IPTV 业务的盈利预测中，在收入中已扣除 CNTV 与地方牌照方的分成费，毛利率回归业务正常运营状况的水平；2014 年的毛利率假设我们考虑到了边际效益递增的规模效应。

图表33：百视通 IPTV、OTT 业务盈利预测假设

	2009	2010	2011	2012H	2012E	2013E	2014E
IPTV年均结算用户数(万)	210	400	793	1110	1250	1650	1800
单用户月UP值(元)	10.19	9.22	7.91	8.87	7.20	6.00	6.00
OTT年均结算用户数(万)					50	210	400
单用户月UP值(元)						12	12
IPTV、OTT业务收入(万)	30318	48661	81783	62057	126000	170040	210200
其中：广告收入	4641	4428	6500	3000	10000	12000	12000
增值业务收入		34	8000	2000	8000	9000	11000
IPTV、OTT业务毛利率	70.61%	70.21%	62.67%	55.70%	63.57%	63.15%	65.00%

来源：国金证券研究所

估值与投资建议

- **绝对估值：**分别采用 APV、WACC、FCFE 三种方法对公司进行估值，得出每股内在价值分别为 15.07、17.96、18.00 元。
- **PEG 估值：**预测 2012-2014 年公司 EPS 分别为 0.47、0.64、0.85 元；三年复合增长率为 38.73%。按照 PEG 估值，以 2012 年 38.73 倍 PE 估值，合理股价为 18.2 元。
- **取绝对估值与 PEG 估值中值，我们给予公司目标价 18 元，首次给予“买入”评级。**
- 公司有 126,652,115 股限售股于 2012 年 12 月 17 日解禁，预计将带来股价调整压力，建议在回调过程中买入。

风险提示

- 小非解禁风险；政策风险。

图表34：盈利预测表

盈利预测表(单位：百万元)	2010	2011H	2011	2012H	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	933.60	614.03	1,335.47	911.98	1,857.06	2,438.88	3,059.01
营业收入	933.60	614.03	1,335.47	911.98	1,857.06	2,438.88	3,059.01
IPTV业务	489.52	371.25	817.83	620.57	1,260.00	1,700.40	2,102.00
手机电视	27.25	16.31	63.46	23.43	68.54	102.81	154.21
舞美演艺策划制作	125.70	80.20	166.57	95.76	199.89	239.86	287.83
设备销售及租赁	117.53	52.84	94.34	43.89	89.63	89.63	89.63
互联网带宽资源租赁	91.48	45.03	92.40	49.34	101.64	111.80	122.98
信息传输及技术服务	45.45	20.25	41.35	22.38	45.48	50.03	55.03
工程施工	28.26	18.88	39.52	17.26	41.49	43.57	45.75
其他	7.43	9.26	16.80	39.36	50.39	100.79	201.58
二、营业总成本	745.05	448.45	982.19	650.85	1,287.72	1,647.97	1,999.82
营业成本	464.51	331.04	671.88	481.42	885.74	1,143.12	1,388.02
IPTV业务	145.02	138.33	305.33	274.93	459.00	626.68	735.70
手机电视	14.39	10.86	26.16	12.56	36.32	54.49	81.73
舞美演艺策划制作	82.55	64.80	122.68	66.96	139.92	167.90	201.48
设备销售及租赁	90.39	37.30	62.82	35.61	71.70	71.70	71.70
互联网带宽资源租赁	82.25	41.26	84.19	43.36	91.47	100.62	110.68
信息传输及技术服务	25.95	9.77	26.86	12.65	26.38	29.02	31.92
工程施工	18.51	14.57	29.19	12.48	30.71	32.24	33.85
其他	5.22	14.15	14.63	22.87	30.24	60.47	120.95
毛利率	50.25%	46.09%	49.69%	47.21%	52.30%	53.13%	54.63%
IPTV业务	70.38%	62.74%	62.67%	55.70%	63.57%	63.15%	65.00%
手机电视	47.19%	33.43%	58.78%	46.40%	47.00%	47.00%	47.00%
舞美演艺策划制作	34.33%	19.20%	26.35%	30.07%	30.00%	30.00%	30.00%
设备销售及租赁	23.10%	29.41%	33.41%	18.88%	20.00%	20.00%	20.00%
互联网带宽资源租赁	10.09%	8.36%	8.88%	12.12%	10.00%	10.00%	10.00%
信息传输及技术服务	42.92%	51.77%	35.04%	43.45%	42.00%	42.00%	42.00%
工程施工	34.48%	22.83%	26.13%	27.69%	26.00%	26.00%	26.00%
其他	29.67%	-52.76%	12.88%	41.88%	40.00%	40.00%	40.00%
营业税金及附加	35.50	21.12	51.19	32.25	65.00	85.36	107.07
营业税金及附加比率	3.80%	3.44%	3.83%	3.54%	3.50%	3.50%	3.50%
销售费用	74.55	39.63	84.37	42.59	87.28	114.63	143.77
销售费用率	7.98%	6.45%	6.32%	4.67%	4.70%	4.70%	4.70%
管理费用	168.65	59.50	181.55	92.90	250.70	304.86	360.96
管理费用率	18.06%	9.69%	13.59%	10.19%	13.50%	12.50%	11.80%
财务费用	-3.48	-2.84	-8.21	-6.99	-8.00	-8.00	-8.00
资产减值损失	5.33	0.00	1.41	8.68	7.00	8.00	8.00
三、其他经营收益	78.48	21.48	46.42	22.32	20.00	20.00	20.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	78.48	21.48	46.42	22.32	20.00	20.00	20.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	267.03	187.06	399.69	283.44	589.33	810.91	1,079.19
营业利润率	28.60%	30.46%	29.93%	31.08%	31.73%	33.25%	35.28%
加：营业外收入	14.07	4.02	10.58	3.18	5.00	5.00	5.00
减：营业外支出	6.12	0.07	1.92	0.03	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	274.97	191.01	408.36	286.59	594.33	815.91	1,084.19
减：所得税	12.06	24.30	52.71	36.75	74.29	101.99	135.52
所得税率	4.38%	12.72%	12.91%	12.82%	12.50%	12.50%	12.50%
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	262.92	166.71	355.65	249.84	520.04	713.92	948.67
减：少数股东损益	5.08	-0.20	0.55	-2.08	0.50	0.50	0.50
归属于母公司所有者的净利润	257.83	166.91	355.10	251.92	519.54	713.42	948.17
净利润率	27.62%	27.18%	26.59%	27.62%	27.98%	29.25%	31.00%
七、每股收益(元)	0.23	0.15	0.32	0.23	0.47	0.64	0.85

来源：国金证券研究所

图表35: 绝对估值表

估值方法	每股价值	估值方法	每股价值
APV	15.07	FCFE	18.00
WACC	17.96		

每股价值	15.07	TV增长率	4.0%
企业值	16,868.32	Ka	11.48%
股票价值	16,784.37	债务	5.00
		投资	767.83
		少数股东权益	78.94

会计年度截止日: 12/31	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	TV	合计
FCF	278.54	603.58	870.54	1,129.68	1,317.33	1,552.11	1,743.75	1,868.74	2,082.69	2,259.76	31,424.10	45,130.82
ITS	0.02	0.00	0.00	0.02	0.04	0.07	0.11	0.16	0.21	0.28	3.85	4.76
PV(FCF)	249.86	485.68	628.36	731.45	765.12	808.67	814.97	783.45	113.63	116.96	10,600.83	16,098.98
PV(ITS)	0.02	0.00	0.00	0.01	0.02	0.04	0.05	0.07	0.00	0.00	1.30	1.51

每股价值	17.96	TV增长率	4.0%
企业值	20,086.01	WACC	10.84%
股票价值	20,002.07	债务	5.00
		投资	767.83
		少数股东权益	78.94

会计年度截止日: 12/31	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	TV	合计
FCF	278.54	603.58	870.54	1,129.68	1,317.33	1,552.11	1,743.75	1,868.74	2,082.69	2,259.76	34,337.41	48,044.13
PV(FCF)	251.29	491.26	639.22	748.34	787.28	836.84	848.19	820.05	824.53	807.10	12,264.08	19,318.18

每股价值	18.00	TV增长率	4.0%
企业值	20,044.16	Ke	10.85%
股票价值	20,044.16	债务	5.00
		投资	767.83
		少数股东权益	78.94

会计年度截止日: 12/31	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	TV	合计
FCFE	273.40	603.58	871.51	1,131.55	1,320.05	1,555.63	1,748.00	1,873.64	2,088.21	2,265.82	34,421.55	48,152.94
PV(FCFE)	246.65	491.24	639.90	749.54	788.85	838.67	850.17	822.11	826.61	809.15	12,292.38	19,355.27

来源: 国金证券研究所

图表36: 传媒行业重点公司盈利预测与估值

行业	代码	简称	投资评级	总市值(亿元)	每股收益EPS				收盘价		PE		
					11A	12E	13E	14E	12/11YOY	13/12YOY	2012/12/17	12PE	13PE
影视	300027.SZ	华谊兄弟	增持	77.78	0.34	0.45	0.59	0.70	34.14%	31.11%	12.86	28.58	21.80
	300133.SZ	华策影视	买入	60.72	0.40	0.56	0.78	1.05	39.67%	38.39%	15.81	28.23	20.40
	300251.SZ	光线传媒	暂无	57.53	0.73	0.86	0.98	1.08	17.96%	13.95%	23.86	27.74	24.35
	300291.SZ	华录百纳	增持	31.12	1.41	1.87	2.45	3.00	32.94%	31.02%	51.87	27.74	21.17
	300336.SZ	新文化	暂无	19.78	0.65	0.90	1.20	1.45	38.05%	33.33%	20.60	22.89	17.17
广告公关营销	300058.SZ	蓝色光标	买入	75.93	0.31	0.60	0.75	0.90	96.60%	25.00%	19.14	31.90	25.52
	002400.SZ	省广股份	增持	40.27	0.51	0.70	0.91	1.10	36.23%	30.00%	20.89	29.84	22.96
	600386.SH	北巴传媒	增持	26.65	0.44	0.43	0.50	0.60	-1.62%	16.28%	6.61	15.37	13.22
新媒体	600637.SH	百视通	买入	165.17	0.32	0.47	0.64	0.85	47.41%	36.17%	14.83	31.55	23.17
	300104.SZ	乐视网	中性	68.22	0.31	0.48	0.62	0.81	53.02%	29.17%	16.32	34.00	26.32
平面媒体	600880.SH	博瑞传播	增持	58.78	0.63	0.70	0.78	0.86	11.61%	11.43%	9.36	13.37	12.00
	601098.SH	中南传媒	增持	155.71	0.45	0.52	0.60	0.70	16.41%	15.38%	8.67	16.67	14.45
	601928.SH	凤凰传媒	增持	170.25	0.29	0.38	0.42	0.48	30.45%	10.53%	6.69	17.61	15.93
动漫	002292.SZ	奥飞动漫	中性	68.69	0.32	0.36	0.42	0.56	11.55%	16.67%	16.77	46.58	39.93
		均值		76.900	0.507	0.663	0.831	1.010	33.172%	24.173%	17.45	26.58	21.31
		中值		64.469	0.419	0.540	0.695	0.855	33.536%	27.083%	16.07	27.99	21.48

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,348	1,134	1,335	1,827	2,406	2,963	货币资金	675	532	1,545	1,849	2,361	3,153
增长率		-9.1%	-37.4%	36.8%	31.7%	23.1%	应收款项	216	195	296	411	536	656
主营业务成本	-2,200	-1,960	-672	-886	-1,143	-1,365	存货	209	148	115	158	204	243
%销售收入	93.7%	91.8%	50.3%	48.5%	47.5%	46.1%	其他流动资产	69	55	16	24	31	36
毛利	148	174	664	941	1,263	1,598	流动资产	1,169	930	1,972	2,442	3,132	4,088
%销售收入	6.3%	8.2%	49.7%	51.5%	52.5%	53.9%	%总资产	36.0%	31.7%	63.3%	64.2%	68.6%	73.9%
营业税金及附加	-16	-15	-51	-64	-84	-104	长期投资	1,682	1,684	768	768	768	768
%销售收入	0.7%	0.7%	3.8%	3.5%	3.5%	3.5%	固定资产	372	302	243	240	227	204
营业费用	-170	-62	-84	-86	-113	-139	%总资产	11.5%	10.3%	7.8%	6.3%	5.0%	3.7%
%销售收入	7.2%	2.9%	6.3%	4.7%	4.7%	4.7%	无形资产	20	19	115	334	420	454
管理费用	-194	-181	-182	-247	-301	-350	非流动资产	2,075	2,007	1,144	1,361	1,433	1,445
%销售收入	8.2%	8.5%	13.6%	13.5%	12.5%	11.8%	%总资产	64.0%	68.3%	36.7%	35.8%	31.4%	26.1%
息税前利润 (EBIT)	-231	-83	346	545	765	1,005	资产总计	3,245	2,937	3,116	3,803	4,565	5,533
%销售收入	n.a	n.a	25.9%	29.8%	31.8%	33.9%	短期借款	970	665	5	0	0	0
财务费用	-85	-42	8	35	44	57	应付款项	835	759	317	459	596	718
%销售收入	3.6%	1.9%	-0.6%	-1.9%	-1.8%	-1.9%	其他流动负债	158	142	121	299	346	391
资产减值损失	266	-10	-1	-8	-8	-8	流动负债	1,964	1,567	443	758	942	1,109
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	55	183	46	20	20	20	其他长期负债	2	0	6	0	0	0
%税前利润	167.3%	165.9%	11.4%	3.4%	2.4%	1.9%	负债	1,966	1,567	448	758	942	1,110
营业利润	5	48	400	592	821	1,075	普通股股东权益	1,195	1,290	2,589	2,966	3,543	4,343
营业利润率	0.2%	2.3%	29.9%	32.4%	34.1%	36.3%	少数股东权益	84	80	79	79	80	80
营业外收支	28	62	9	5	5	5	负债股东权益合计	3,245	2,937	3,116	3,803	4,565	5,533
税前利润	33	110	408	597	826	1,080	比率分析						
利润率	1.4%	5.2%	30.6%	32.7%	34.3%	36.4%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-3	-5	-53	-75	-103	-135	每股指标						
所得税率	9.8%	4.8%	12.9%	12.5%	12.5%	12.5%	每股收益	0.050	0.150	0.319	0.468	0.649	0.848
净利润	30	105	356	522	723	945	每股净资产	1.685	1.820	2.325	2.663	3.182	3.899
少数股东损益	-6	-1	1	1	1	1	每股经营现金净流	1.045	0.113	0.489	0.672	0.971	1.221
归属于母公司的净利润	35	106	355	522	722	944	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	1.5%	5.0%	26.6%	28.6%	30.0%	31.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	2.97%	8.23%	13.72%	17.59%	20.38%	21.74%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	1.09%	3.62%	11.40%	13.72%	15.82%	17.06%
净利润	30	105	356	522	723	945	投入资本收益率	-9.26%	-3.89%	11.27%	15.65%	18.48%	19.89%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	-189	56	172	247	385	447	主营业务收入增长率	-31.66%	-9.11%	-37.43%	36.81%	31.71%	23.13%
非经营收益	32	-174	-43	-29	-25	-25	EBIT增长率	-4.58%	-64.02%	-516.49%	57.25%	40.45%	31.40%
营运资金变动	868	95	63	7	-1	-6	净利润增长率	N/A	199.76%	234.43%	46.93%	38.43%	30.72%
经营活动现金净流	741	82	548	748	1,082	1,360	总资产增长率	-17.38%	-9.47%	6.10%	22.04%	20.04%	21.20%
资本开支	94	-30	-178	-451	-445	-445	资产管理能力						
投资	-74	36	-65	0	0	0	应收账款周转天数	88.8	29.8	47.5	53.0	53.0	53.0
其他	87	112	562	20	20	20	存货周转天数	40.6	33.3	71.3	65.0	65.0	65.0
投资活动现金净流	108	118	319	-431	-425	-425	应付账款周转天数	67.7	49.1	104.4	102.0	102.0	102.0
股权募资	0	0	15	0	0	0	固定资产周转天数	56.7	51.6	65.3	47.2	33.9	24.7
债权募资	-504	-285	0	-7	0	1	偿债能力						
其他	-12	-52	-6	-6	-145	-145	净负债/股东权益	23.07%	9.69%	-57.74%	-60.73%	-65.17%	-71.26%
筹资活动现金净流	-516	-337	9	-13	-145	-144	EBIT利息保障倍数	-2.7	-2.0	-42.2	-15.6	-17.6	-17.6
现金净流量	333	-137	876	304	512	792	资产负债率	60.58%	53.34%	14.39%	19.92%	20.63%	20.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	8	18	33
增持	0	0	5	7	11
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.36	1.31	1.28

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-01-13	增持	11.15	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B