

百视通 (600637.SH)

广播影视行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

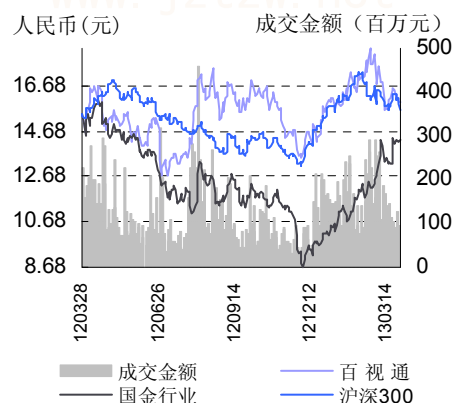
市价(人民币): 16.01元

关注公司的内容战略与“一云多屏”进展

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)	178.31
年内股价最高最低(元)	18.34/12.71
沪深 300 指数	2499.30
上证指数	2236.30



相关报告

1. 《享有先发优势与规模经济的新媒体牌照商》，2012.12.19

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

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 百视通 2012 年实现营业收入 20.28 亿, 同比增长 51.84%; 归属于上市公司股东的净利润为 5.16 亿, 同比增长 45.44%; EPS 为 0.46 元, 与我们的预期相符。

经营分析

- **2012 年新增 IPTV 用户 600 万, 高清 IPTV 用户超过 50 万:** 2012 年公司新增 600 万, 总用户数超过 1600 万; 新增用户主要来自华南、北部与西部地区, 华东地区用户增速趋缓。同时, 公司已在上海等地发展高清用户超过 50 万户, 跟随宽带提速, 预计 2013 年中心城市高清用户将快速增长。
- **CNTV 分成拉低 IPTV 毛利率:** 2012 年 IPTV 业务毛利率降至 54.38%, 较 2011 年下滑 8 个百分点。主要原因是 43 号文之后, 公司在全国拓展 IPTV 用户须考虑与 CNTV 以及省级播控平台分成。我们测算认为 2012 年公司主要与 CNTV 进行分成, 让渡用户 UP 值约 2 元/月; 与省级播控平台的合作尚未造成用户 UP 值进一步下降。
- **广告业务初具规模, 增值点播趋于活跃:** 2012 年公司在上海约 160 万 IPTV 用户的基础上, 开展了自营为主的广告经营, 收入超过 1 亿; 体现了在本地市场传媒运营的强劲实力。全国用户中, 平均 10% 订购了 IPTV 点播增值包, 说明增值点播服务具有良好的开拓潜力。
- **2013 年将继续保持版权优势:** 公司在 2013 年计划版权投资额增长率略高于业务增速; 2012 年公司新增版权资产 2.17 亿, 预计 2013 年版权投资额将在 3.5 亿以上。版权投入加上回放业务, 以及 SMG 的内容支持, 仍可维持公司在业内领先的内容优势。
- **布局互联网电视, 多屏运营将是公司在 IPTV 之外寻求突破的最大看点:** 公司已完成互联网云电视平台“百视云”系统建设并实现商用, 通过与电信、华为、国美等全面合作推广 OTT 终端。“云电视”平台可同步对接 IPTV 专网、互联网、移动互联网等各类网络, 具备在各种终端实现多屏运营的能力。2013 年公司将推动 OTT 二代投产、覆盖全国主要中心城市的 CDN 网络建设等平台化建设项目。利用内容、技术与资金优势在智能电视产业链持续开拓是公司在大视频领域奠定行业地位的最大看点。

投资建议

■ 预测 2013-2015 年公司 EPS 为 0.64、0.83、1.02 元, 当前股价下对应 PE 分别为 25、19、16 倍。目前我们仍维持《百视通公司研究: 享有先发优势与规模经济的新媒体牌照商》的投资逻辑, 维持“买入”评级。

王铮

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

投资逻辑

- **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。

盈利预测

- 我们预测公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.64、0.83、1.02 元。盈利预测假设如下：

 - 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1: 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	1275	1650	1800
单用户月UP值(元)	10.19	9.22	7.91	8.87	8.62	6.00	6.00
高清IPTV/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	141809.992	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%	54.38%	63.15%	63.70%

来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表2: 盈利预测表

盈利预测表(单位: 百万元)	2010	2011H	2011	2012H	2012	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	933.60	614.03	1,335.47	911.98	2,027.75	2,433.69	2,970.63	3,542.42
营业收入	933.60	614.03	1,335.47	911.98	2,027.75	2,433.69	2,970.63	3,542.42
IPTV业务	489.52	371.25	817.83	620.57	1,418.10	1,700.40	2,102.00	2,522.40
手机电视	27.25	16.31	63.46	23.43	68.89	103.33	155.00	232.50
舞美演艺策划制作	125.70	80.20	166.57	95.76	153.38	161.05	169.11	177.56
设备销售及租赁	117.53	52.84	94.34	43.89	124.87	149.84	164.83	181.31
互联网带宽资源租赁	91.48	45.03	92.40	49.34	114.63	126.10	138.70	152.58
信息传输及技术服务	45.45	20.25	41.35	22.38	0.00	0.00	0.00	0.00
工程施工	28.26	18.88	39.52	17.26	79.34	83.30	87.47	91.84
其他	7.43	9.26	16.80	39.36	68.54	109.66	153.53	184.23
二、营业总成本	745.05	448.45	982.19	650.85	1,512.06	1,669.15	1,952.82	2,288.80
营业成本	464.51	331.04	671.88	481.42	1,129.38	1,182.41	1,382.46	1,640.53
IPTV业务	145.02	138.33	305.33	274.93	646.99	626.68	735.70	895.45
手机电视	14.39	10.86	26.16	12.56	33.28	54.77	82.15	123.22
舞美演艺策划制作	82.55	64.80	122.68	66.96	123.83	128.84	135.29	142.05
设备销售及租赁	90.39	37.30	62.82	35.61	108.05	127.37	140.10	154.11
互联网带宽资源租赁	82.25	41.26	84.19	43.36	91.89	107.18	117.90	129.69
信息传输及技术服务	25.95	9.77	26.86	12.65	0.00	0.00	0.00	0.00
工程施工	18.51	14.57	29.19	12.48	56.92	60.81	63.85	67.04
其他	5.22	14.15	14.63	22.87	68.41	76.76	107.47	128.96
毛利率	50.25%	46.09%	49.69%	47.21%	44.30%	51.41%	53.46%	53.69%
IPTV业务	70.38%	62.74%	62.67%	55.70%	54.38%	63.15%	63.70%	64.50%
手机电视	47.19%	33.43%	58.78%	46.40%	51.68%	47.00%	47.00%	47.00%
舞美演艺策划制作	34.33%	19.20%	26.35%	30.07%	19.27%	20.00%	20.00%	20.00%
设备销售及租赁	23.10%	29.41%	33.41%	18.88%	13.47%	15.00%	15.00%	15.00%
互联网带宽资源租赁	10.09%	8.36%	8.88%	12.12%	19.84%	15.00%	15.00%	15.00%
信息传输及技术服务	42.92%	51.77%	35.04%	43.45%	0.00%	42.00%	42.00%	42.00%
工程施工	34.48%	22.83%	26.13%	27.69%	28.25%	27.00%	27.00%	27.00%
其他	29.67%	-52.76%	12.88%	41.88%	0.18%	30.00%	30.00%	30.00%
营业税金及附加	35.50	21.12	51.19	32.25	72.46	85.18	103.97	123.98
营业税金及附加比率	3.80%	3.44%	3.83%	3.54%	3.57%	3.50%	3.50%	3.50%
销售费用	74.55	39.63	84.37	42.59	82.54	114.38	133.68	152.32
销售费用率	7.98%	6.45%	6.32%	4.67%	4.07%	4.70%	4.50%	4.30%
管理费用	168.65	59.50	181.55	92.90	236.77	287.18	332.71	371.95
管理费用率	18.06%	9.69%	13.59%	10.19%	11.68%	11.80%	11.20%	10.50%
财务费用	-3.48	-2.84	-8.21	-6.99	-20.79	-8.00	-8.00	-8.00
资产减值损失	5.33	0.00	1.41	8.68	11.70	8.00	8.00	8.00
三、其他经营收益	78.48	21.48	46.42	22.32	38.43	25.00	25.00	25.00
公允价值变动净收益	0.00	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	38.43	25.00	25.00	25.00
汇兑净收益	0.00	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	554.12	789.54	1,042.81	1,278.62
营业利润率	28.60%	30.46%	29.93%	31.08%	27.33%	32.44%	35.10%	36.09%
加: 营业外收入	14.07	4.02	10.58	3.18	30.20	20.00	20.00	20.00
减: 营业外支出	6.12	0.07	1.92	0.03	0.98	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	274.97	191.01	408.36	286.59	583.34	809.54	1,062.81	1,298.62
减: 所得税	12.06	24.30	52.71	36.75	85.54	101.19	132.85	162.33
所得税率	4.38%	12.72%	12.91%	12.82%	14.66%	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	0.00
六、净利润	262.92	166.71	355.65	249.84	497.79	708.35	929.96	1,136.29
减: 少数股东损益	5.08	-0.20	0.55	-2.08	-18.68	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	257.83	166.91	355.10	251.92	516.47	708.35	929.96	1,136.29
净利润率	27.62%	27.18%	26.59%	27.62%	25.47%	29.11%	31.31%	32.08%
七、每股收益(元)	0.23	0.15	0.32	0.23	0.46	0.64	0.83	1.02

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	2,134	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	0	4	5	24
增持	0	0	2	3	9
中性	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.57	1.56	1.40

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 2012-12-19	买入	14.37	18.00 ~ 18.00

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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为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 6793	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: 100053	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: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net