

2013 年 03 月 29 日

TMT-文化传媒

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 16.68

目标价(元): 23.80

百视通(600637)

用户付费习惯养成与产品成熟运维助快速成长

投资评级: A--买入(重申)

TMT 分析师: 吴炳华

执业证书编号: S0890510120009

电话: 021-68778306

邮箱: wubinghua@cnhbstock.com

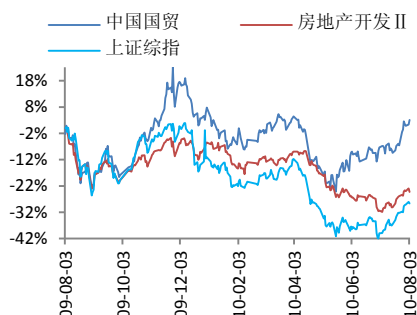
联系人: 陈筱

电话: 021-68778317

公司基本数据

总股本(万股)	111373.61
流通 A 股/B 股(万股)	83551.57/0.00
资产负债率(%)	19.10
每股净资产(元)	2.77
市净率(倍)	6.02
净资产收益率(加权)	18.27
12 个月内最高/最低价	18.6/12.41

股价走势图



相关研究报告

- 1 《机顶盒编号获批, 互联网电视领导者地位彰显》, 2012.11.02
- 2 《IPTV 与手机用户高成长拉升业绩, 关注 OTT 进展》, 2012.10.18
- 3 《增长确定, 高成长可享高溢价》, 2012.07.27
- 4 《规模效应渐显, 持续增长看增值》, 2012.04.23

◎事项:

业绩增长超四成, 符合市场预期。百视通 (600637) 3 月 28 日发布 2012 年年报, 公司 2012 年实现收入 20.28 亿元, 同比增长 51.84%, 实现利润总额 5.83 亿元, 同比增长 42.85%; 实现归属母公司的净利润 5.16 亿元, 同比增长 43.75%。对应 EPS 为 0.46 元。符合市场的预期。

◎主要观点:

◆IPTV 四季度增长 200 万, 收入结构持续优化。2012 年公司的毛利率较去年同比下滑了 5.74%, 这主要是由于 IPTV 业务同比下滑了 8.29%, 这主要是由于与地方广电签约客户数量有所提升、分成增加所致, 以及版权采购成本增加所致。至 2012 年年底, 公司累计的 IPTV 用户超过了 1600 万人, 较第三季度的 1400 万人单季度增长了 200 万人。另外, 公司通过产品创新, 有效地促进了 IPTV 业务的用户开发, 实现了 IPTV 收益结构的转型: (1) 2012 年, 公司累计在上海等地发展高清用户超过 50 万户, 预计 2013 年还会保持高速的成长。(2) 全国用户中, 平均 10% 的用户订购了 IPTV 点播增值包 (PPV), 百视通实际获得 PPV 收入同比增长 80%, 这意味着公司的付费电视业务取得了实质性的突破, 我们认为这得益于两个方面: 首先用户的付费习惯已经培养成熟, 其次, 公司对于付费电视模式的探索也逐步成熟, 2012 年是公司 PPV 的探索年, 2013 年该业务有望进入高速的收获期。(3) 公司在上海开展了自营为主的广告经营, 积累了品牌广告客户近 30 家, 公司当年实现广告收入超过 1 亿元 (其中 IPTV 广告收入同比增长 100%)。这意味着公司的付费电视业务已经有了更快速了公司已经开发垂直看吧产品 20 个, 其中 6 个看吧产品已实施独立收费, “星星国” 儿童社区产品注册用户超过 300 万, 并启动商用开发。2013 年, 公司将进一步落实国家三网融合政策要求, 更全面地开展 IPTV 技术、内容等方面的市场化合作, 全面提高对客户、用户的服务能力, 继续推进我国 IPTV 产业高速、健康发展。

◆充分挖掘 SMG 内容资源, 全版权运营综合优势已形成。2012 年公司采购版权总量超过 50000 小时, 公司累计新媒体版权内容超过 400000 小时, 版权库容总量位居行业最前列。其中, 电影超过 30000 部, 当年新片引进量

	2011A	2012A	2012Q4	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	1335.47	2027.75	581.69	3157.48	4696.44	6446.34
同比增速(%)	43.04	51.84	9.87	55.71	48.74	37.26
净利润(百万)	355.10	516.47	124.43	756.86	1042.60	1399.96
同比增速(%)	37.73	45.44	-8.16	46.55	37.75	34.28
毛利率(%)	49.69	44.30	36.58	48.10	46.88	45.82
每股盈利(元)	0.32	0.46	0.11	0.68	0.94	1.26
ROE(%)	13.33	15.85	3.96	19.33	20.89	21.82
PE(倍)	0.00	0.00		24.54	17.82	13.27

居行业第一位，电视剧超过 120000 集，高清节目（含蓝光高清节目）超过 50000 小时。其他各类版权内容（如体育、纪实、娱乐等节目）的数量和质量亦均保持行业优势地位。同时，公司已经与超过 300 家海内外版权生产商、代理商建立版权交易、版权联合运营等合作关系。公司在 2012 年实施了部分独家院线电影、卫视热播剧的经营尝试，在品牌推广、收视率提升等方面取得成效；与 SMG 开展的“台网联动”，充分发掘上海广播电视台的内容优势，实现全版权运营的综合优势。

互联网电视全面布局，蓄势待发。公司于 2012 年初步完成了互联网云电视平台“百视云”系统建设并已实现商用、研发并投产了互联网电视机顶盒终端，获得了国家给予公司发展互联网电视的政策支持，于年底全面启动了互联网电视大产业布局，为 2013 年业务放号打下坚实基础。公司 2012 年整合了 IPTV、手机电视、智能电视、电视支付、增值业务、智能广告等子系统为“云电视”平台，该平台采取动态码率等关键技术，可以同步对接 IPTV 专网、互联网、移动互联网、3G/4G、NGB、WIFI 等各类网络，可服务 IPTV、智能电视 OTT/一体机、PC、手机/PAD 等各类终端，可实现“统一信源、统一片库、统一播控、动态码率、智能分发、多终端适配”，初步实现公司新媒体业务的集约化运营。公司自行研发的高清智能互联网电视机顶盒（即“小红”）于 2012 年 6 月 6 日发布并逐步推出 OTT 新产品的研发与商用。2012 年 11 月 1 日，国家广电总局批准百视通 200 万个互联网电视机顶盒 OTT 客户端编号。公司当年获得国内最大规模的 OTT 序列号牌照批复，为 OTT 规模用户发展获得有力的政策支持，将为公司形成 OTT 产业先发优势提供条件。智能电视内容方面，公司已经建设了具有 40 万小时总量的版权片库，内容主要包括电影、电视剧、纪实、卡通、娱乐、综艺、体育、财经等。公司第一代产品的高清节目总量超过 5 万小时，在 2012 年已经集成了超过 150 款电视版本的精品“应用”（APP）。OTT 销售渠道方面，截至 2012 年 12 月公司已经在上海等地实现上万台销量，用户对公司的互联网电视终端、内容产品的接受度较好。智能电视产业链方面：公司已经与国内外的内容生产商、互联网、芯片、应用提供商等领域启动了全面的产业链建设，为上海及全国智慧城市建设提供服务、获得新的市场机会。智能电视一体机方面，至 2012 年年末公司累计激活的智能电视一体机用户总数超过 300 万，同比增长了 40%以上；公司计划在 2013 年更加重视对智能电视一体机业务的对接与服务，并加大对智能终端的投入与布局。

海外市场稳步拓展。公司在全国试点城市提供了 IPTV、互联网电视、手机视频的内容与技术服务。同时，公司抓住国际上“电信媒体化”的整体趋势，加大了海外业务拓展的步伐。2012 年 3 月，百视通与印尼电信签订协议，启动 OTT、IPTV、手机电视等新媒体联合运营和服务，并于 2012 年年底实现实际收入在百万级别以上。公司在 IPTV 领域丰富的运维经验，有望助公司将大陆模式向包括印尼及巴西等亚美国家持续推广，

目标价 23.80 元，重申买入。我们预计 2013-2015 年公司的 IPTV 用户有望保持 50% 以上的增速，毛利率会由于在地方 IPTV 拓展、分成计提的上升有所下降，管理费用和销售费用基本保持稳定。预计 2013-2015 年公司可实现的 EPS 分别为 0.68 元、0.94 元和 1.26 元，分别对应 24.54 倍、17.82 倍和 13.27 倍 PE，给予目标价 23.80 元，重申买入评级。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2370.79	3458.91	4326.59	6050.59
现金	1943.07	2192.40	3292.65	4042.25
应收账款	229.91	586.07	524.38	973.66
其它应收款	14.49	152.37	144.62	226.59
预付账款	39.22	45.36	57.47	103.13
存货	128.19	471.04	298.75	687.42
其他	15.92	11.68	8.73	17.54
非流动资产	1512.10	1669.04	2039.67	2407.32
长期投资	983.71	958.69	1073.75	1188.53
固定资产	357.93	474.24	641.91	811.48
无形资产	143.74	212.77	295.78	378.59
其他	26.72	23.33	28.23	28.72
资产总计	3882.90	5127.95	6366.27	8457.90
流动负债	724.65	1223.98	1433.09	2149.06
短期借款	1.26	3.75	3.34	2.79
应付账款	448.42	441.66	758.97	1048.60
其他	274.96	778.57	670.79	1097.68
非流动负债	17.16	10.20	11.03	12.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.16	10.20	11.03	12.80
负债合计	741.81	1234.18	1444.13	2161.86
少数股东权益	56.32	52.15	37.92	11.86
归属母公司股东权益	3084.76	3841.62	4884.22	6284.19
负债和股东权益	3882.90	5127.95	6366.27	8457.90

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	947.77	433.05	1546.77	1247.76
净利润	497.79	752.69	1028.37	1373.90
折旧摊销	229.19	88.16	131.97	184.54
财务费用	-20.79	-15.00	-8.00	-6.00
投资损失	-38.43	-54.44	-46.43	-46.44
营运资金变动	285.06	-341.95	442.11	-257.88
其它	-5.05	3.60	-1.24	-0.37
投资活动现金流	-557.58	-191.91	-455.83	-505.56
资本支出	138.28	194.52	251.52	251.38
长期投资	-217.06	25.01	-115.06	-114.78
其他	-636.36	27.63	-319.37	-368.95
筹资活动现金流	9.75	8.19	9.32	7.39
短期借款	-3.74	2.49	-0.42	-0.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.48	5.70	9.73	7.95
现金净增加额	399.94	249.33	1100.26	749.60

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2027.75	3157.48	4696.44	6446.34
营业成本	1129.38	1638.85	2494.86	3492.43
营业税金及附加	72.46	117.98	174.45	236.89
营业费用	82.54	173.66	281.79	341.66
管理费用	236.77	456.10	621.75	845.77
财务费用	-20.79	-15.00	-8.00	-6.00
资产减值损失	11.70	13.19	17.22	29.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	38.43	54.44	46.43	46.44
营业利润	554.12	827.15	1160.81	1552.78
营业外收入	30.20	18.28	19.69	22.72
营业外支出	0.98	3.01	1.97	1.99
利润总额	583.34	842.42	1178.53	1573.52
所得税	85.54	89.74	150.16	199.62
净利润	497.79	752.69	1028.37	1373.90
少数股东损益	-18.68	-4.17	-14.23	-26.06
归属母公司净利润	516.47	756.86	1042.60	1399.96
EBITDA	754.31	868.70	1228.43	1648.22
EPS (元)	0.46	0.68	0.94	1.26

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	51.84%	55.71%	48.74%	37.26%
营业利润	38.64%	49.27%	40.34%	33.77%
归属母公司净利润	45.44%	46.55%	37.75%	34.28%
获利能力				
毛利率	44.30%	48.10%	46.88%	45.82%
净利率	24.55%	23.84%	21.90%	21.31%
ROE	15.85%	19.33%	20.89%	21.82%
ROIC	14.46%	18.11%	19.55%	20.30%
偿债能力				
资产负债率	19.10%	24.07%	22.68%	25.56%
净负债比率	0.04%	0.10%	0.07%	0.04%
流动比率	3.27	2.83	3.02	2.82
速动比率	3.09	2.44	2.81	2.50
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.70	0.82	0.87
应收账款周转率	9.62	7.74	8.46	8.61
应付账款周转率	3.75	3.68	4.16	3.86
每股指标(元)				
每股收益	0.46	0.68	0.94	1.26
每股经营现金	0.85	0.39	1.39	1.12
每股净资产	2.82	3.50	4.42	5.65
估值比率				
P/E	0.00	24.54	17.82	13.27
P/B	0.00	4.84	3.80	2.96
EV/EBITDA	-2.48	18.93	12.48	8.83

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期网络服务行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-6877 8081

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。