

2013年05月19日

TMT-文化传媒

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 22.00

目标价(元): 27.20

百视通(600637)

合资公司尘埃落定，用户成长将迈入新时代

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

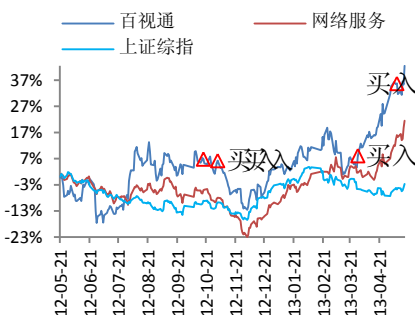
销售服务电话:

021-68778075

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(%)	16.69
每股净资产(元)	2.90
市净率(倍)	7.58
净资产收益率(加权)	4.65
12 个月内最高/最低价	22.18/12.41

股价走势图



相关研究报告

- 1 《竞购广电网络成功，“走出去”踏实的一步》，2013.05.09
- 2 《用户付费习惯养成与产品成熟运维助力快速成长》，2013.03.29
- 3 《机顶盒编号获批，互联网电视领导者地位彰显》，2012.11.02
- 4 《IPTV 与手机用户高成长拉升业绩，关注 OTT 进展》，2012.10.18

敬请参阅报告结尾处免责声明

◎事项:

合资公司爱上电视落地。百视通(600637)5月18日发布公告称,公司与中国网络电视台联合投资设立的 IPTV 合资公司“爱上电视传媒有限公司”已完成工商,其注册资本为 5000 万元;其中 CNTV 出资 2750 万元,占注册资本的 55%,百视通技术公司出资 2250 万元,占注册资本的 45%。

◎主要观点:

◆**合资公司成立，产业链各方利益分成落地。**公司与 CNTV 合资公司的事宜自 2012 年 3 月份通过董事会审议之后,经历长达一年的商议谈判后最终得以成立。这意味着在 IPTV 二级播控平台的政策下形成的产业链各方(包括一级播控平台的参与者 CNTV 和公司,二级播控平台建设者地方广电,以及宽带运营商)的利益争议基本得以落地,全国的 IPTV 增速将步入加速成长时期。首先,CNTV 作为一级播控平台主体公司的控股股东,将担任起牌照方管理并参与到与各地方广电、运营商的沟通协调,地方广电和宽带运营商的则承担起地方 IPTV 用户的推广工作,公司将承担起播控平台建设支持、技术提供、软件运维服务及稀缺性内容,同时可以在做大用户规模的基础上,通过广告、增值服务等方面提升 ARPU 值。

◆**海量高质版权库与领先技术保障分成。**IPTV 产业链之所以会形成并不断强化这种分成模式主要由于地方广电和运营商在 IPTV 平台建设技术储备、运营经验和相关的版权储备方面都较为薄弱,虽然 43 号文让地方广电获得了内容集成牌照,但对于大部分新进入 IPTV 业务的省级广电,技术、内容和人员储备的缺乏使得其难以快速发展用户。与之相比,自 2012 年年底,公司的优质版权资源总量已在 40 万小时以上,且每年新增的版权内容都将在 5 万小时以上。其中,电影超过 3 万部,名列行业第一;电视剧超过 12 万集,高清节目(含蓝光高清节目)超过 5 万小时,其他各类优质版权同样位居前三。除了 SMG 的资源外,公司还建立起了完整的内容运营体系,与华谊兄弟、保利博纳、TVB、韩国的 SBS、CJ E&M 等海内外知名的影视娱乐内容制作商和版权提供商及地方广告建立起了密切合作关系。其中,公司的 NBA、英超、首映院线片等独家、精品视频资源的储备量居全国首位。目前,版权内容的联

	2011A	2012A	2013Q1	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	1335.47	2027.75	479.07	3157.48	4696.44	6446.34
同比增速(%)	43.04	51.84	-17.64	55.71	48.74	37.26
净利润(百万)	355.10	516.47	146.78	756.86	1042.60	1399.96
同比增速(%)	37.73	45.44	17.96	46.55	37.75	34.28
毛利率(%)	49.69	44.30	52.54	48.10	46.88	45.82
每股盈利(元)	0.32	0.46	0.13	0.68	0.94	1.26
ROE(%)	13.33	15.85	4.47	19.33	20.89	21.82
PE(倍)	0.00	0.00		32.36	23.40	17.46

盟保护意识与重视程度正得到前所未有的重视与发展，公司在电影、体育和娱乐节目方面的正版内容出版居于领先。同时，公司建立的完善的数字版权保护系统更有利于公司长远专利远航。技术储备方面，公司已获得超过 200 项 IPTV 专利技术，在内容管理与分发、EPG、DRM、视频分发、智能搜索、智能推荐、收视分析与数据分析、电视支付等领域形成优势。公司建立的新媒体技术包括：IPTV 内容集成与监看、电子节目菜单 (EPG)、用户管理、计费系统、版权管理五大系统，构建了“全程全网、统一管理、统一运营、统一服务”的 IPTV 专网运营体系。公司目前拥有过 1000 人专业技术研发团队，是国内新媒体中最为庞大的技术。包括法国电信在内的国际知名电信运营商与公司签署战略合作，也显示公司在 IPTV 领域的全球领先的技术实力的认可。

我们认为，公司的高质量海量版权储备与全球领先的 IPTV 技术建立起了公司在 IPTV 产业链中较高的壁垒，使得公司已在 IPTV 分成模式基本确定和推广加速中能够获取较确定性的利益保障（包括技术支持、软件运维服务、独家内容及增值服务等）。初步判断，公司在与 CNTV、运营商和广电的 IPTV 的月租分成比例约为总月租的 40%-50%。快速提升的用户则可以保障公司在广告和增值服务方面提升盈利能力。我们预计公司 2013-2015 年可实现的 EPS 分别为 0.68 元、0.94 元和 1.26 元，分别对应 32.36 倍、23.40 倍和 17.46 倍 PE。维持目标价 27.20 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
应收帐款周转率	9.62	7.74	8.46	8.61
应付帐款周转率	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	32.36	23.40	17.46
P/B	0.00	8.29	4.98	3.89
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。

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。