

百视通 (600637.SH)

广播影视行业

评级: 买入 首次评级

公司研究简报

市价(人民币): 22.83元  
目标(人民币): 28.00-30.00元

## 用户创造价值, 平台铸就成功

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)	254.27
年内股价最高最低(元)	24.79/12.71
沪深300指数	2484.16
上证指数	2210.90



## 相关报告

1. 《关注公司的内容战略与一云多屏进展》, 2013.3.28
2. 《享有先发优势与规模经济的新媒体牌照商》, 2012.12.19

张燕

联系人  
(8621)60893126  
zhang\_yan@gjzq.com.cn

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015  
(8621)61038265  
chengb@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.319	0.464	0.647	0.889	1.176
每股净资产(元)	2.32	2.77	3.29	4.05	5.09
每股经营性现金流(元)	0.49	0.83	0.67	1.01	1.29
市盈率(倍)	47.20	34.22	35.29	25.69	19.42
行业优化市盈率(倍)	85.71	58.36	58.36	58.36	58.36
净利润增长率(%)	0.00%	45.44%	39.50%	37.38%	32.29%
净资产收益率(%)	13.72%	16.74%	19.67%	21.96%	23.09%
总股本(百万股)	1,113.74	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

## 投资逻辑

- **IPTV 基础收视费测算:** (1) 我们预计上海 180 万用户分成收入约 9 元/月, 合资公司成立前 800 万老用户分成 6.9 元/月, 新用户 5.7 元/月; (2) 若 2013-2015 年发展用户与 12 年相当, 13 年毛利率预计下滑约 3%, 之后影响渐弱; (3) 版权摊销将成为未来影响毛利率浮动的主因。
- **用户数量加快, 高清、广告、增值业务是 ARPU 值提升关键, 平台价值值得重视:** (1) 百视通和 CNTV 合资公司落地, 用户增速有望加快; (2) 未来 ARPU 值提升主要依靠高清、广告及增值业务, 预计高清用户基本收视费将稳定在 11 元/月左右, 2011-2012 年广告和增值业务连续两年翻番, 因广告业务目前仅在上海布局, 增值业务也仅有 10% 订阅用户, 高增长可期; (3) 预计 2013 年 IPTV 业务单用户 ARPU 值与 12 年持平, 明年因高清、广告、增值业务开始回升; (4) 百视通作为平台运营商的价值值得重视, 一旦用户基数足够高, 增值业务将有可能出现爆发式增长。
- **用户数和增值业务将共同决定 IPTV 业务市值空间:** 我们认为 IPTV 业务可采用有线运营商的单用户市值法进行测算, 2012 年有线运营商单用户市值在 635 元-2988 元之间, 平均用户市值 1576 元, 百视通单用户市值 1105 元, 基于单用户利润分别为 71.26 元、32.25 元来看, 已给予百视通一定的估值溢价; 但从技术、用户属性、利润率等指标来看, 百视通的市值潜力远大于有线运营商, 每年市值提升空间将由用户数和增值业务共同决定。

## 盈利预测及投资建议

- 我们预计 2013-2015 年归属于母公司的净利润分别为 7.20、9.90、13.09 亿, 同比增速为 39.50%、37.38%、32.29%; EPS 分别为 0.65、0.89、1.18 元。
- 我们采用用户价值法进行估值, 预计 2013 年 IPTV 用户数在 2150-2250 万之间概率较大, 若单用户市值在 1350-1500 元之间, 对应股价 26.10-30.3 元, 给予 6-12 个月 28-30 元目标价, 对应 2013 年 43-45 倍 PE, 首次评级“买入”; 此外, 关注 OTT、增值业务超预期发展都可能带来估值的大幅提升。

## 风险

- 传媒板块系统性风险; 用户、增值业务、OTT 推进不及预期。

## 内容目录

百视通：用户创造价值，平台铸就成功 .....	3
IPTV 基础收视费：14 年分成对毛利率影响预计消除，版权摊销值得重视...	3
IPTV 未来看点：数量有望加速，高清、广告及增值大幅提升 ARPU 值.....	4
IPTV 价值：用户数和增值业务决定市值空间 .....	4
盈利预测及投资建议 .....	5
IPTV 收入、成本预测 .....	5
盈利预测 .....	7
投资建议 .....	7
附录：三张报表预测摘要 .....	10

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 图表目录

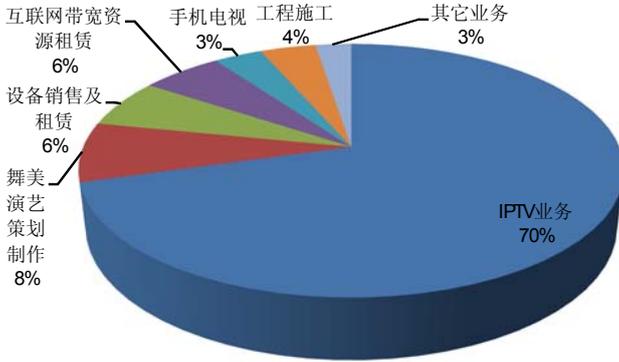
图表 1：2012 年主营业务收入占比 .....	3
图表 2：2012 年主营业务毛利占比 .....	3
图表 3：2009-2012 年 IPTV 业务收入分拆 .....	3
图表 4：百视通 IPTV 结算用户及增速 .....	3
图表 5：有线、IPTV、电信运营商用户数、市值、单用户价值比较 .....	5
图表 6：IPTV 用户数预测 .....	6
图表 7：2009-2015E IPTV 业务收入预测 .....	6
图表 8：2010-2015E 百视通各项业务收入、毛利率预测 .....	7
图表 9：A 股影视剧和有线网上市公司估值表 .....	8
图表 10：有线网及百视通单用户市值对比 .....	8
图表 11：用户价值法估值 .....	9

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

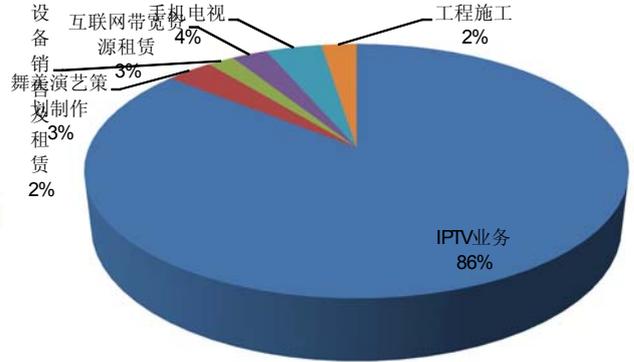
## 百视通：用户创造价值，平台铸就成功

- 百视通成立于 2005 年，是主营 IPTV、互联网电视、手机电视等业务的新媒体运营商；2012 年实现营业收入 20.10 亿，同比增长 43.94%，实现归属于母公司所有者的净利润 5.16 亿，同比增长 45.44%；其中 IPTV 业务占收入比 70%，毛利占比高达 86%，是影响业绩的主因，2012 年拥有 IPTV 用户数 1600 万，全年净增 600 万。

图表1：2012 年主营业务收入占比

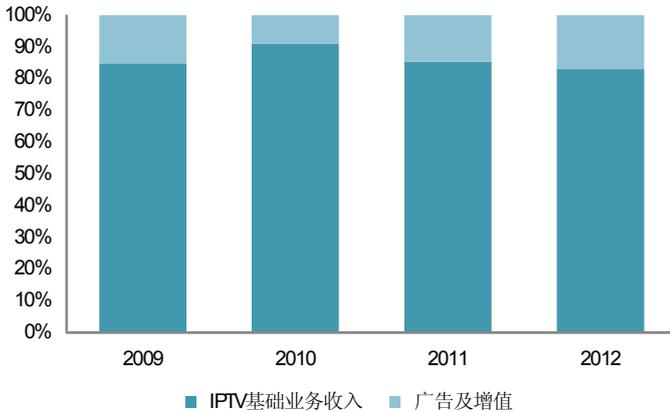


图表2：2012 年主营业务毛利占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：2009-2012 年 IPTV 业务收入分析



图表4：百视通 IPTV 结算用户及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

### IPTV 基础收视费：14 年分成对毛利率影响预计消除，版权摊销值得重视

- 经过测算，我们预计上海地区 180 万用户分成收入约 9 元/月，合资公司成立之前 800 万老用户分成收入 6.9 元/月，新用户 5.7 元/月；若 2013-2015 年发展用户与 12 年相当，13 年毛利率下滑约 3%，之后影响渐弱；版权摊销将成为未来影响毛利率浮动的主因。

- 分成测算：**（1）上海地区：百视通和电信运营商两方，180 万用户，分成收入约 9 元/月；（2）其它地区：百视通、电信运营商、CNTV、地方广电四方，合资公司成立前后新老用户分成比例略有不同，800 万老用户约 6.9 元/月，新用户 5.7 元/月（非精确值）。
- 14 年分成对毛利率影响预计消除：**2010-2012 年，IPTV 业务毛利率分别为 70.38%、62.67%、54.38%，每年下滑约 8%，主要是因为分成计入营业成本，由此测算 2011-2012 年分别计入营业成本的分成

别为 0.63、1.2 亿，考虑到 IPTV 用户边际成本递减，预计分成成本分别为 0.65、1.3 亿，2012 年新增 600 万用户分成增加 0.65 亿，若 2013 年用户发展速度与 12 年相当，预计 2013 年毛利率继续下滑约 3%，2014 年之后影响渐弱。

- **版权摊销将成为未来影响毛利率的主因：**2011-2012 年无形资产摊销分别为 1.18、1.91 亿，占 IPTV 主营业务成本（扣除分成成本）的比例分别为 49.10%、36.94%；未来 IPTV 和其它同类业务的竞争将演变为内容竞争，公司也表示会不惜一切代价加大内容投入，版权将成为未来影响毛利率浮动的主因。

#### **IPTV 未来看点：数量有望加速，高清、广告及增值大幅提升 ARPU 值**

- **百视通和 CNTV 合资公司落地，在有线电视没有完成双向网改造，OTT 没有正式放开直播之前，IPTV 处于历史发展机遇期，用户发展有望加快；未来 ARPU 值的提升主要依靠高清、广告及增值业务，预计高清用户基本收视费将稳定在 11 元/月左右，广告和增值业务是提升 ARPU 值的主力。**
- **用户发展有望加速：**5 月 27 日，百视通和 CNTV 合资公司落地，历史包袱得以解除，在有线电视没有完成双向网改造，OTT 没有正式放开直播之前，IPTV 处于历史发展机遇期，用户发展有望加快。
- **高清用户分成：**据公司介绍，高清分成一般高于标清 50%-80%，且主要来自新装用户，2012 年拥有 50 万高清用户，经过测算，12 年分成约 13 元/月；若后续新用户越来越多，预计分成将拉低至 11 元/月。
- **广告和增值业务：**2010-2012 年广告及增值业务收入分别约为 0.45、1.2、2.4 亿，年均增长 100%以上，12 年提升户均 ARPU 值约 1.5 元/月，广告业务主要来自上海地区，12 年约 7000 万，增值业务主要是影视剧点播，收入来自全国；未来用户基数足够大时，增值业务会考虑电视游戏、电视电子商务等。

#### **IPTV 价值：用户数和增值业务决定市值空间**

- **我们认为 IPTV 业务可以采用类似于有线运营商的单用户市值法进行测算，目前有线运营商单用户市值 635 元-2988 元，平均用户市值 1576 元，百视通单用户市值 1105 元，基于单用户利润分别为 71.26 元、32.25 元来看，已给予百视通一定估值溢价，但长远考虑，百视通的市值潜力远大于有线运营商，在替代品尚未出现之前，发展一个用户就要给予一定市值，每年整体市值提升空间将由用户数和增值业务共同决定。**
- **合资公司成立之后，百视通主体地位确立，在 IPTV 领域一家独大，市场份额提升确定无疑；目前和百视通可比的公司为有线运营商，都以提供视频服务为主，短期以发展用户数为目标，长期则依靠增值业务。**
- **作为以用户数为基的有线网公司估值常使用用户价值法，目前上市 7 家有线运营商，2012 年单用户市值 635 元-2988 元（剔除华数传媒和湖北广电），最低为广电网络，最高为天威视讯，平均单用户市值 1576 元；百视通拥有 1600 万用户，单用户市值 1105 元。**
- **百视通市值已给予一定估值溢价：**我们从单用户利润和单用户市值来看，有线运营商的平均单用户利润为 71.26 元，平均单用户市值为 1576 元；IPTV 单用户利润 32.25 元，单用户市值为 1105 元，市场已经给予一定估值溢价。
- **与有线运营相比，优势明显，用户将决定电视形态：**（1）双向传输，有点播、回看和其它多种增值业务；（2）用户基数大，来自于全国各地，有利于增值业务发展；（3）有线运营商利润率 14.41%，百视通利润率 25.44%，单用户利润率高于有线运营商 70%；（4）对百视通来说，唯一的问题是用户速度不由自己决定，另外发展过程中会

受到地方广电阻挠，但行业发展趋势无可逆转，最终将是用户决定电视形态。

- **平台运营商确立，市值潜力将远大于有线运营商：**（1）我们认为百视通是平台运营商，虽然用户的发展速度不由自己决定，但一旦选择 IPTV 业务，用户将会被百视通锁定，后续增值业务也仅有电信运营商参与分成；（2）从有线运营商中我们也可以看出典范，天威视讯的单用户价值高于最低的有线运营商 4 倍，其增值业务所带来的单月 ARPU 值和基本收视费（28 元）相当，而 IPTV 在用户体验上其实和双向互动电视没有差别，片库的内容又高于地方有线运营商，未来市值潜力远大于有线运营商。
- **单用户市值下滑风险来自于新替代品：**（1）采用用户价值法估值最为担心的是行业出现趋势性下滑，整体估值开始下移，12-13 年有线网运营商估值持续下滑就是最典型的例子，主要原因是 IPTV、OTT 等新媒体出现；（2）目前来看，短期 IPTV 还没有完全替代品，即使未来 OTT 有可能抢占一部分市场，但在 OTT 领域百视通也有布局。
- **用户数量和增值业务决定市值空间：**从用户价值角度考虑，发展一个用户，就应该给一定市值，但每年市值提升幅度将由用户数和增值业务共同决定。

图表5：有线、IPTV、电信运营商用户数、市值、单用户价值比较

	用户数 (万)	市值	单用户价值收入(亿)	利润 (亿)	利润率	单用户收入 (元)	单用户利润 (元)	
<b>有线运营商</b>								
华数传媒	235	114.42	4868.93	15.09	1.75	11.60%	642.13	74.47
天威视讯	114	34.06	2987.59	9.00	1.28	14.22%	789.47	112.28
歌华有线	498	71.04	1426.60	22.00	2.97	13.50%	441.77	59.64
电广传媒	500	101.29	2025.80	40.63	5.87	14.45%	812.60	117.40
吉视传媒	463	96.32	2080.38	17.64	3.83	21.71%	380.99	82.72
广电网络	579	36.79	635.45	17.24	1.40	8.12%	297.75	24.18
湖北广电	537	40.94	762.32	10.61	1.80	16.97%	197.58	33.52
<b>有线运营商合计</b>	<b>2154</b>	<b>339.51</b>	<b>1576.17</b>	<b>106.51</b>	<b>15.35</b>	<b>14.41%</b>	<b>494.48</b>	<b>71.26</b>
<b>剔除华数传媒</b>								
<b>IPTV 运营商</b>								
百视通	1600	176.75	1104.69	20.28	5.16	25.44%	126.75	32.25
<b>电信运营商</b>								
中国移动	1.2亿3G+6.1亿2G	13210.00	1809.59	5604.13	1292.74	23.07%	767.69	177.09
中国电信	0.8亿3G+0.9亿2G+1.6亿固话+0.9亿宽带	2437.00	580.24	2830.73	149.25	5.27%	673.98	35.54
中国联通	0.9亿3G+1.6亿2G+0.9亿固话+0.6亿宽带	2000.00	476.19	2489.26	70.96	2.85%	622.32	17.74
<b>平均</b>	<b>155000</b>	<b>17647.00</b>	<b>1138.52</b>	<b>10924.12</b>	<b>1512.95</b>	<b>13.85%</b>	<b>704.78</b>	<b>97.61</b>

来源：国金证券研究所

## 盈利预测及投资建议

### IPTV 收入、成本预测

- 我们预计 2013-2015 年 IPTV 业务收入（分成直接在收入中扣除）分别为 20.32、27.02、34.31 亿，同比增长 43.30%、32.99%、26.98%；毛利率趋势性回升，分别为 55%、56%、57%。

- **IPTV 用户数及增值业务预测：**（1）工信部宽带十二五规划中明确指出，至 2015 年我国宽带用户将达到 2.5 亿；（2）2010-2012 年宽带月均用户增长分别为 193、226、180 万（2012 年用户数做了调整，实际应在 220 万左右），我们假设 2013-2015 年宽带月均用户增长 210、200、190 万；（3）2010-2012 年 IPTV 用户渗透率分别为 6.33%、8.80%、13.13%，假设 2013-2015 年 IPTV 渗透率分别为 16%、18.5%、21%；（4）百视通和 CNTV 合资公司正式落地，用户数和市占率都有望提升，假设市占率为 72%-73%，结算用户数占比为 85%，由此测算 2013-2015 年 IPTV 结算用户每年净增 582、614、

645 万；（4）同时假设高清用户新增 50、60、70 万，上海每年新增 20 万，标清新增用户 ARPU 值为 5.7 元/月，高清用户 ARPU 值分别为 12、11.50、11 元/月；（5）考虑到广告仅在上海投放，增值业务也仅 10% 用户订购，未来高增长仍可持续，预计 2013-2015 年增速分别为 70%、50%、40%。

- **收入预测：**由此计算 2013-2015 年 IPTV 收入增速分别为 43.30%、32.99%、26.98%；IPTV 业务单用户 ARPU 值分别为 8.63、8.74、8.88 元，其中标清单用户 ARPU 值分别为 6.62、6.44、6.32 元，可以看出，2014 年开始标清单用户 ARPU 值下滑有所减缓。
- **毛利率预测：**因在收入中已扣除分成成本，毛利率将不会再次下滑，而会因为发展用户边际成本递减出现回升，预计 2013-2015 年 IPTV 业务毛利率分别为 55%、56%、57%。

图表6: IPTV 用户数预测

用户数预测	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>IPTV 结算用户数 (百万)</b>	56	82	210	400	793	1380	1962	2576	3221
占比	48.70%	34.89%	44.68%	50.00%	79.30%	86.25%	85.00%	85.00%	85.00%
<b>IPTV 用户数</b>					1000	1600	2308	3030	3789
占比					74.07%	69.57%	72.00%	73.00%	73.00%
<b>IPTV 行业用户</b>	115	235	470	800	1350	2300	3206	4151	5191
增速	91.67%	104.35%	100.00%	70.21%	68.75%	70.37%	39.40%	29.47%	25.05%
渗透率	1.73%	2.82%	4.55%	6.33%	8.80%	13.13%	16.00%	18.50%	21.00%
<b>宽带用户</b>	6646.4	8342.5	10322.60	12634.00	15348.70	17518.3	20038.3	22438.3	24718.3
增速	28.06%	25.52%	23.74%	22.39%	21.49%	14.14%	14.38%	11.98%	10.16%
<b>月均宽带用户</b>	121.38	141.34	165.01	192.62	226.23	180.80	210.00	200.00	190.00
增速		16.45%	16.74%	16.73%	17.45%	-20.08%	16.15%	-4.76%	-5.00%

来源：国金证券研究所（2012 宽带用户数将不再包含 WLAN 用户，全年影响 400 万左右）

图表7: 2009-2015E IPTV 业务收入预测

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>IPTV 收入 (百万)</b>	305.00	489.51	817.83	1418.10	2032.13	2702.47	3431.48
IPTV 基本收视收入	258.59	444.89	697.83	1101.53	1478.30	1866.92	2267.24
IPTV 高清收视收入				75.49	144.00	220.80	303.60
广告及增值业务	46.41	44.62	120.00	241.08	409.83	614.75	860.64
<b>结算用户数 (万, 预测)</b>	<b>210</b>	<b>400</b>	<b>793</b>	<b>1380</b>	<b>1962</b>	<b>2576</b>	<b>3221</b>
标清结算用户数	210	400	793	1330	1862	2416	2991
高清用户数 (预测)				50	100	160	230
上海用户数量 (预测)		120.00	150.00	180.00	200.00	220.00	240.00
<b>IPTV 业务单用户 ARPU 值 (元)</b>		<b>10.20</b>	<b>8.59</b>	<b>8.56</b>	<b>8.63</b>	<b>8.74</b>	<b>8.88</b>
IPTV 用户基本 ARPU 值		9.27	7.33	7.11	6.89	6.75	6.65
标清用户基本 ARPU 值		9.27	7.33	6.90	6.62	6.44	6.32
高清用户 ARPU 值				12.58	12.00	11.50	11.00
<b>IPTV 收入增速</b>		60.50%	67.07%	73.40%	43.30%	32.99%	26.98%
IPTV 基本收视收入		72.05%	56.85%	57.85%	34.20%	26.29%	21.44%
IPTV 高清收视收入					90.75%	53.33%	37.50%
广告及增值业务		-3.86%	168.94%	100.90%	70.00%	50.00%	40.00%
<b>OTT 业务</b>					96.00	180.00	264.00
OTT 用户				10.00	80.00	150.00	220.00
OTT 单用户 ARPU 值					10.00	10.00	10.00

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测

- 我们预计 2013-2015 年营业收入分别为 28.81、38.16、48.29 亿，同比增速分别为 43.31%、32.45%、26.55%；净利润分别为 7.20、9.90、13.09 亿，同比增速为 39.50%、37.38%、32.29%；EPS 分别为 0.65、0.89、1.18 元。

图表8: 2010-2015E 百视通各项业务收入、毛利率预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	933.59	1335.47	2010.36	2881.08	3816.09	4829.44
IPTV业务	489.51	817.83	1418.10	2032.13	2702.47	3431.48
OTT业务				96.00	180.00	264.00
舞美演艺策划制作	125.70	166.57	153.38	168.72	185.60	204.16
设备销售及租赁	117.53	94.34	124.87	162.33	202.91	243.49
互联网带宽资源租赁	91.48	92.40	114.63	143.29	171.95	206.34
手机电视	27.25	63.46	68.89	103.33	144.67	195.30
工程施工	28.26	39.52	79.34	119.00	166.61	216.59
其它业务	53.85	61.35	51.15	56.27	61.90	68.09
<b>收入增速</b>		43.05%	50.54%	43.31%	32.45%	26.55%
IPTV业务		67.07%	73.40%	43.30%	32.99%	26.98%
OTT业务					87.50%	46.67%
舞美演艺策划制作		32.51%	-7.92%	10.00%	10.00%	10.00%
设备销售及租赁		-19.73%	32.36%	30.00%	25.00%	20.00%
互联网带宽资源租赁		1.00%	24.06%	25.00%	20.00%	20.00%
手机电视		132.85%	8.55%	50.00%	40.00%	35.00%
工程施工		39.85%	100.76%	50.00%	40.00%	30.00%
其它业务		13.92%	-16.62%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>毛利率</b>	50.25%	49.69%	43.82%	46.63%	47.94%	49.04%
IPTV业务	70.38%	62.67%	54.38%	55.00%	56.00%	57.00%
OTT业务				50.00%	50.00%	50.00%
舞美演艺策划制作	34.33%	26.35%	19.27%	20.00%	20.00%	20.00%
设备销售及租赁	23.09%	33.41%	13.47%	15.00%	15.00%	15.00%
互联网带宽资源租赁	10.09%	8.88%	19.84%	15.00%	15.00%	15.00%
手机电视	47.19%	58.78%	51.68%	50.00%	50.00%	50.00%
工程施工	34.48%	26.13%	28.25%	25.00%	25.00%	25.00%
其它业务	41.69%	32.34%	-33.74%	30.00%	30.00%	30.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

- 我们采用用户价值进行估值，预计 2013 年 IPTV 用户数在 2150-2250 万之间概率较大，若单用户价值在 1350-1500 元之间，对应股价 26.10-30.3 元，给予公司 6-12 个月 28-30 元目标价，对应 2013 年 43-45 倍 PE，首次评级“买入”；此外，关注 OTT、增值业务增长超预期可能带来估值大幅提升。
- A 股上市公司中没有和百视通完全可比公司，2013 年影视剧平均估值 40 倍，有线网平均估值 27 倍，百视通当前股价对应 2013 年 35 倍 PE。
- 用户价值法：我们对比了 2011-2012 年有线运营商和百视通的单用户价值，2012 年广电网络单用户利润 24 元，单用户价值 636 元，而百视通单用户利润 32.25 元，单用户市值 1104 元；公司当前市值对应

13 年用户数约 2100 万，单用户市值约 1200 元，我们认为存在低估，预计公司 2013 年 IPTV 用户数在 2150-2250 万之间概率较大，若单用户价值在 1350-1500 元，则对应股价 26.10-30.3 元；此外，若公司后续增值业务或 OTT 业务超预期发展，估值将有较大提升空间，给予 6-12 个月 28-30 元目标价，对应 2013 年 43-45 倍 PE，首次评级“买入”。

图表9: A 股影视剧和有线网上市公司估值表

子行业	股票代码	股票名称	股价	股本 (百万)	市值 (亿元)	EPS			PE		
						2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
影视剧	300027.SZ	华谊兄弟	28.55	604.80	176.90	0.71	0.91	1.12	40.08	31.45	25.51
	300133.SZ	华策影视	24.43	579.01	131.90	0.52	0.69	0.87	46.70	35.35	28.11
	300251.SZ	光线传媒	31.65	506.35	165.73	0.78	0.96	1.18	40.63	33.06	26.88
	600088.SH	中视传媒	14.29	331.42	46.17	0.31	0.49		46.25	29.25	
	300291.SZ	华录百纳	39.00	132.00	56.10	1.22	1.57	1.99	32.03	24.92	19.59
	300336.SZ	新文化	37.07	96.00	38.35	1.29	1.65	2.04	28.64	22.52	18.21
<b>平均估值</b>									40.66	31.40	23.53
有线网	000156.SZ	华数传媒	16.45	1,097.03	199.77	0.24	0.31	0.52	68.29	53.67	31.44
	600037.SH	歌华有线	7.13	1,060.37	70.30	0.28	0.29	0.33	25.06	24.65	21.72
	002238.SZ	天威视讯	12.22	320.40	35.18	0.41	0.44	0.45	29.54	28.00	26.89
	600831.SH	广电网络	7.75	563.44	42.15	0.29	0.32	0.33	26.94	24.30	23.56
	000917.SZ	电广传媒	12.81	1,015.95	103.22	0.51	0.55	0.65	25.22	23.13	19.61
	000665.SZ	武汉塑料	10.53	388.76	39.96	0.36	0.50	0.00	29.62	21.06	
	601929.SH	吉视传媒	6.74	1,397.99	100.38	0.24	0.28	0.30	27.87	24.47	22.82
<b>平均估值 (剔除华数传媒)</b>									26.90	24.10	19.89

来源: 国金证券研究所

图表10: 有线网及百视通单用户市值对比

		2011					2012				
		用户数	单用户市值	单用户收入	单用户利润	利润率	用户数	单用户市值	单用户收入	单用户利润	利润率
600037.SH	歌华有线	476	1758.19	398.74	58.61	14.70%	498	1426.60	441.77	59.64	13.50%
002238.SZ	天威视讯	114	4772.09	745.61	103.51	13.88%	114	2988.78	789.47	112.28	14.22%
600831.SH	广电网络	530	1053.44	267.74	25.66	9.58%	579	636.27	297.75	24.18	8.12%
000917.SZ	电广传媒	450	2591.53	632.22	112.89	17.86%	500	2025.80	812.60	117.40	14.45%
601929.SH	吉视传媒	415		365.06	87.71	24.03%	463	2079.43	380.99	82.72	21.71%
600637.SH	百视通	1000	1676.18	133.50	35.50	26.59%	1600	1104.69	126.75	32.25	25.44%

来源: 国金证券研究所

图表11: 用户价值法估值

市值	2100	2150	2200	2250	2300	2350
1200	252.0	258.0	264.0	270.0	276.0	282.0
1300	273.0	279.5	286.0	292.5	299.0	305.5
1350	283.5	290.3	297.0	303.8	310.5	317.3
1400	294.0	301.0	308.0	315.0	322.0	329.0
1450	304.5	311.8	319.0	326.3	333.5	340.8
1500	315.0	322.5	330.0	337.5	345.0	352.5
1550	325.5	333.3	341.0	348.8	356.5	364.3
1600	336.0	344.0	352.0	360.0	368.0	376.0
股价						
1200	22.6	23.2	23.7	24.2	24.8	25.3
1300	24.5	25.1	25.7	26.3	26.8	27.4
1350	25.5	26.1	26.7	27.3	27.9	28.5
1400	26.4	27.0	27.7	28.3	28.9	29.5
1450	27.3	28.0	28.6	29.3	29.9	30.6
1500	28.3	29.0	29.6	30.3	31.0	31.7
1550	29.2	29.9	30.6	31.3	32.0	32.7
1600	30.2	30.9	31.6	32.3	33.0	33.8

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)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,335	2,028	2,881	3,816	4,829
增长率	-37.4%	51.8%	42.1%	32.5%	26.6%
主营业务成本	-672	-1,129	-1,538	-1,987	-2,461
% 销售收入	50.3%	55.7%	53.4%	52.1%	51.0%
毛利	664	898	1,344	1,829	2,368
% 销售收入	49.7%	44.3%	46.6%	47.9%	49.0%
营业税金及附加	-51	-72	-101	-134	-169
% 销售收入	3.8%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	-84	-83	-115	-153	-193
% 销售收入	6.3%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
管理费用	-182	-237	-346	-439	-531
% 销售收入	13.6%	11.7%	12.0%	11.5%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	346	507	782	1,104	1,475
% 销售收入	25.9%	25.0%	27.1%	28.9%	30.5%
财务费用	8	21	25	27	30
% 销售收入	-0.6%	-1.0%	-0.9%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-1	-12	-15	-17	-20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	46	38	25	30	35
% 税前利润	11.4%	6.6%	3.0%	2.6%	2.3%
营业利润	400	554	817	1,144	1,520
营业利润率	29.9%	27.3%	28.3%	30.0%	31.5%
营业外收支	9	29	25	20	20
税前利润	408	583	842	1,164	1,540
利润率	30.6%	28.8%	29.2%	30.5%	31.9%
所得税	-53	-86	-126	-175	-231
所得税率	12.9%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	356	498	715	990	1,309
少数股东损益	1	-19	-5	0	0
归属于母公司的净利润	355	516	720	990	1,309
净利率	26.6%	25.5%	25.0%	25.9%	27.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	356	498	715	990	1,309
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	172	241	138	120	119
非经营收益	-43	-40	-46	-50	-55
营运资金变动	63	225	-62	62	64
经营活动现金净流	548	925	746	1,122	1,437
资本开支	-178	-337	-286	-289	-290
投资	-65	-189	-1	0	0
其他	562	8	25	30	35
投资活动现金净流	319	-518	-262	-259	-255
股权募资	15	0	0	0	0
债权募资	0	-4	-17	0	1
其他	-6	-7	-4	-145	-145
筹资活动现金净流	9	-10	-21	-145	-144
现金净流量	876	396	463	718	1,039

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,545	1,943	2,407	3,125	4,164
应收款项	296	244	434	575	728
存货	115	128	168	218	270
其他流动资产	16	55	48	62	76
流动资产	1,972	2,371	3,057	3,979	5,237
% 总资产	63.3%	61.1%	64.5%	68.1%	71.4%
长期投资	768	985	986	985	985
固定资产	243	361	613	852	1,079
% 总资产	7.8%	9.3%	12.9%	14.6%	14.7%
无形资产	115	146	79	47	31
非流动资产	1,130	1,498	1,681	1,887	2,097
% 总资产	36.3%	38.6%	35.5%	32.3%	28.6%
资产总计	3,116	3,883	4,737	5,847	7,334
短期借款	5	1	0	0	0
应付款项	317	587	694	902	1,123
其他流动负债	121	136	329	387	449
流动负债	443	725	1,023	1,289	1,572
长期贷款	0	0	0	0	1
其他长期负债	6	17	0	0	0
负债	448	742	1,023	1,289	1,573
普通股股东权益	2,589	3,085	3,662	4,507	5,672
少数股东权益	79	56	51	51	51
负债股东权益合计	3,116	3,883	4,737	5,847	7,334

比率分析

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标					
每股收益	0.319	0.464	0.647	0.889	1.176
每股净资产	2.325	2.770	3.288	4.047	5.092
每股经营现金净流	0.489	0.828	0.670	1.008	1.291
每股股利	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率					
净资产收益率	13.72%	16.74%	19.67%	21.96%	23.09%
总资产收益率	11.40%	13.30%	15.21%	16.93%	17.95%
投入资本收益率	11.27%	13.75%	17.89%	20.59%	21.90%
增长率					
主营业务收入增长率		51.84%	42.08%	32.45%	26.55%
EBIT增长率		46.21%	54.31%	41.25%	33.58%
净利润增长率		45.44%	39.50%	37.38%	32.29%
总资产增长率		24.60%	22.45%	23.80%	25.04%
资产管理能力					
应收账款周转天数	47.5	37.9	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	71.3	39.3	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	104.4	97.2	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	65.3	64.4	51.8	42.9	35.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-57.74%	-61.82%	-64.81%	-68.55%	-72.73%
EBIT利息保障倍数	-42.2	-24.4	-31.3	-40.5	-48.5
资产负债率	14.39%	19.10%	21.60%	22.04%	21.56%

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	9	18	25	31
增持	0	0	1	6	9
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.04	1.15	1.22

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
2 2013-03-28	买入	16.01	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。

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**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

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