

“五个突破”符合行业发展趋势，指明百视通成长方向

投资要点:

1. 事件

百视通董事长袁新在上海电视节上强调百视通要实现“五个突破”：IPTV、OTT和手机等平台整合为一个“云平台”；聚合海量内容，实现内容突破；打造“一云多屏”，实现商业模式突破；对产业链上下游，尤其是移动互联网和游戏市场兼并收购；国际市场突破。

2. 我们的分析与判断

（一）“五个突破”符合行业发展趋势，为百视通指明成长方向

“一云多屏”是视频行业发展最终模式，公司已经完成 1/3 云平台建设，并建立完整的 IPTV、OTT 和手机平台；公司建立国内最大的电视端版权库，包括 3 万部电影、12 万集电视剧，并与 300 多家内容商建立战略合作关系，内容成为公司拓展全国 IPTV 业务的核心优势；公司账面资金 18.9 亿元，拥有最全的视频新媒体牌照和渠道优势，在兼并收购中对新媒体公司吸引能力强；海外业务是纯增量，香港、印尼、巴西和罗马尼亚有望获得突破。

（二）从政策、运营模式和成本的角度考虑，未来 2-3 年 IPTV 仍将是增长最快的付费视频业务模式

1、IPTV 的推广更具有现实性：从政策来看，OTT 无法直播，而直播频道是中国老百姓主要是电视收视标的和付费载体；从运营模式来看，通过运营商的套餐方式推广是最有效的运营模式，目前来看 OTT 还无法绕过运营商；此外，OTT 每用户带宽成本接近 80 元，成本过高。

2、公司 IPTV 业务有望继续保持高增长：高清 IPTV、点播和广告业务占收入比重有望从 10% 提升到 30%-50%；北方联通的 IPTV 市场还未启动，合资公司成立有望刺激联通铺开 IPTV 运营。

3、如果 OTT 直播限制放开，公司能够将 IPTV 的直播运营优势迅速复制到 OTT 领域。

（二）看好公司的潜在因素：团队与股东背景

1、国有媒体中市场化程度最高的团队。公司的 IPTV 业务从广电的夹缝中生存壮大，一直到迎来政策的曙光，这造就了百视通一支能打“硬仗”的队伍，这也是未来与互联网巨头竞争的倚靠。

2、SMG 是国内第二大的传媒集团，而百视通是 SMG 产业布局最重要的平台，百视通在政策、内容等资源方面将会获得充分支持。

3. 估值、投资建议与主要风险

百视通与CNTV成立合资公司消除了公司发展最大的不确定因素，我们对公司的长期成长趋于乐观。我们预计公司2013/14EPS 0.65/0.95元，存在兼并收购后业绩超预期的可能，重申“推荐”评级。

百视通 (600637.SH)

推荐 维持评级

分析师

许耀文, CFA

☎: (8610) 6656 8589

✉: xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020007

市场数据	时间 2013.06.17
A 股收盘价 (元)	25.77
A 股一年内最高价 (元)	26.30
A 股一年内最低价 (元)	13.00
上证指数	2156.22
市净率	8.7
总股本 (亿股)	11.1
实际流通 A 股 (万股)	8.36
A 股总市值 (亿元)	287
A 股流通市值 (亿元)	215

百视通：与 CNTV 成立合资公司为 IPTV 业务插上成长的翅膀，调高评级 2013.05.19

表 1: 百视通三大报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011A	2012A	2013E	2014E		2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	1545.5	1943.1	2491.9	3494.6	营业收入	1335.5	2027.7	2801.6	3888.1
应收票据	2.1	0.0	0.0	0.0	营业成本	671.9	1129.4	1640.6	2150.2
应收账款	191.6	229.9	352.5	455.8	营业税金及附加	51.2	72.5	100.1	138.9
预付款项	15.0	39.2	57.0	74.7	销售费用	84.4	82.5	112.1	155.5
其他应收款	102.3	14.5	20.0	27.8	管理费用	181.5	236.8	224.1	349.9
存货	114.8	128.2	224.7	237.8	财务费用	-8.2	-20.8	-28.8	-38.9
其他流动资产	0.0	14.6	14.6	14.6	资产减值损失	1.4	11.7	16.2	22.4
长期股权投资	766.6	983.7	983.7	983.7	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	238.8	357.9	9.5	17.4	投资收益	46.4	38.4	45.0	55.0
在建工程	4.0	3.4	3.4	3.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	399.7	554.1	782.4	1165.0
无形资产	110.6	143.7	841.1	859.8	营业外收支净额	8.7	29.2	38.5	38.0
长期待摊费用	4.2	2.4	9.0	11.0	税前利润	408.4	583.4	820.9	1203.0
资产总计	3116.2	3882.9	5022.2	6195.4	减: 所得税	52.7	85.5	123.1	180.5
短期借款	5.0	1.3	0.0	0.0	净利润	355.7	497.8	697.8	1022.6
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	355.1	516.5	724.0	1061.1
应付账款	153.2	448.4	642.5	842.0	少数股东损益	0.5	-18.7	-26.3	-38.5
预收款项	110.1	66.9	92.4	128.2	基本每股收益	0.32	0.46	0.65	0.95
应付职工薪酬	33.9	50.2	50.2	50.2	稀释每股收益	0.32	0.46	0.65	0.95
应交税费	80.6	79.9	79.9	79.9	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E
其他应付款	5.9	5.4	5.4	5.4	成长性				
其他流动负债	0.5	0.6	0.8	1.0	营收增长率		51.8%	38.2%	38.8%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率		46.2%	43.1%	50.9%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率		45.4%	40.2%	46.5%
负债合计	448.3	741.8	903.3	1160.0	盈利性				
股东权益合计	2667.9	3141.1	3768.0	4684.5	销售毛利率	49.7%	44.3%	41.4%	44.7%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	销售净利率	26.6%	25.5%	25.8%	27.3%
净利润	356	498	698	1023	ROE	27.4%	18.2%	21.2%	25.2%
折旧与摊销	170	229	292	357	ROIC	53.42%	37.12%	49.77%	75.37%
经营活动现金流	545	923	916	1401	估值倍数				
投资活动现金流	319	-518	-322	-331	PE	80.8	55.6	39.6	27.0
融资活动现金流	-2	-2	-45	-67	P/S	21.5	14.2	10.2	7.4
现金净变动	862	402	549	1003	P/B	10.8	9.1	7.6	6.1
期初现金余额	0	1545	1943	2492	股息收益率	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%
期末现金余额	862	1948	2492	3495	EV/EBITDA	52.7	36.4	25.8	17.4

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

许耀文，传媒文化行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn