

百视通 (600637.SH)

广播影视行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

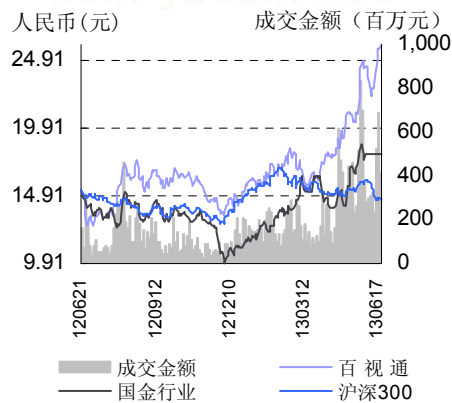
市价(人民币): 24.95元

目标(人民币): 30.00元

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)	289.68
年内股价最高最低(元)	26.01/12.71
沪深300指数	2321.47
上证指数	2084.02



## 相关报告

- 《用户创造价值,平台铸就成功》, 2013.6.14
- 《关注公司的内容战略与一云多屏进展》, 2013.3.28
- 《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

## IPTV业务增长稳健, 关注OTT布局

## 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	38.57	28.07	21.22
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 用户及收入增长稳健:** 6月19日, 工信部披露13年1-5月IPTV用户数及收入, 用户数净增310.8万, 同比增长46.4%, 总数达2485万, 收入15.8亿, 同比增长42.9%, 用户及收入增长稳健; 按照70%的市场占有率计算, 1-5月百视通拥有220万新增用户, 预计2013年中期净增用户数有望接近300万, 另中国联通也开始积极布局IPTV, 全年超600万是大概率事件。
- **广告、增值业务高增长可期:** 增长将来自(1)新用户增加; (2)原有用户拓展; (3)新内容引进; (4)客户营销和体验改变。后台诸多策略保证高增长: (1)内容实现一次生产, 多屏分发; (2)精彩内容自动推送; (3)采集用户爱好、习惯实现广告针对性投放; (4)不遗余力引入优质版权。过去两年百视通已实现广告、增值业务连续翻番, 但增值业务占比仅有10%, 而发展最好的有线运营商都能将增值业务做到和基本收视费齐平, 在多项策略的确保下, 我们认为持续高增长可期。
- **关注OTT业务进展:** (1)6月27日, 新品发布; (2)在B2C渠道上, 除了国美将做更多布局; (3)OTT应用商店正式上线, 采取用户自传、百视通定制、开放SDK用户自己开发三种模式; (4)盈利模式将以前向收费+后向收费+广告收费为主。不论是新品发布、渠道拓展、还是应用商店正式上线, 百视通平台运营商地位确立; OTT和IPTV两路并行, 将带来电视产业革命, 也给公司带来更大机遇。

## 投资建议

- 维持前期盈利预测, 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, 维持“买入”评级, 目标价30元。

## 风险

- 传媒板块系统性风险, 用户数、增值业务不达预期。

## IPTV 业务：用户增长稳健，增值业务高增长可期

### 工信部数据：IPTV 用户、收入增长稳健

- 工信部披露 1-5 月 IPTV 用户数净增 310.8 万，同比增长 46.4%，总数达 2485 万，收入 15.8 亿，同比增长 42.9%，用户及收入增长稳健。
  - 6 月 19 日，工信部首次披露 IPTV 用户数及收入增速：1-5 月，IPTV 用户净增 310.8 万，同比增长 46.4%，总用户达到 2485.1 万；收入同比增长 42.9%，达到 15.8 亿元；用户及收入增长稳健。
  - 此外，1-5 月，互联网宽带用户净增 948 万，达到 1.79 亿，家庭宽带接入用户占比提高 2%至 83.6%，其中 4M 以上带宽接入用户占总用户的比重达到 70.7%，提前 8 个月完成 2013 年目标，8M 宽带用户占比达到 16.9%，各地开展 IPTV 业务的基础已经具备。
- 预计 2013 年中期百视通 IPTV 用户有望达到近 300 万，全年超 600 万是大概率事件。
  - 去年中期，百视通 IPTV 收入 6.2 亿，用户数在 1200-1300 万之间，若 1-5 月用户数为 1200 万，占工信部披露用户数的 70%；保守预计 13 年 1-5 月净增用户中 70%归属于百视通，则净增 220 万，预计 13 年上半年用户数有望达到近 300 万。
  - 工信部在披露用户的同时提到三网融合今年将从试点进入到全面推广阶段，因百视通和中国电信一直拥有良好的合作关系，预计用户发展速度在合资公司成立之后只会加快；而中国联通方面在今年也有了较为积极的布局，据股东会交流，联通 2013 年的目标是 170-200 万之间，公司会积极配合发展用户。
  - 在上次研报中我们对 IPTV 结算用户数的预测是 582 万，从目前全国的发展情况来看，全年超越 600 万是大概率事件。

### 广告和增值业务高增长可期

- 在用户快速增长的前提下，百视通增值业务仅有 10%占比，其空间远远未被挖掘，在多项策略的确保下，高增长可期。
  - 据公司介绍，2012 年增值业务增长 100%，整体收入 2 亿左右，和电信运营商平均 5:5 分成，增值收入主要来源是视频点播，排在前三的分别是大片、儿童教育和体育，占比预计 10%，保守估计未来三年占比达到 30%；增值业务的持续高增长将来自：（1）新用户增加；（2）原有用户拓展；（3）新内容引进；（4）客户营销和体验的改变；广告业务去年只在上海，今年开始慢慢在全国布局。
  - 在体验上百视通后台也做了诸多努力：（1）内容实现一次性生产，多种封装格式，在电视、手机上实现多屏应用；（2）因电视很难像 PC 实现搜索，好内容会沉没，成立专门的产品经理团队，定时将有价值内容实现推送；（3）广告业务的投放将根据采集到用户的习惯、爱好进行精准投放；（4）未来肯定是内容竞争，会持续引进优质片源，目前除电视剧外应该所有的片库都做到了第一。
  - 过去两年百视通已实现广告、增值业务连续翻番，但增值业务占比仅有 10%，而发展最好的有线运营商天威视讯都能将增值业务做到和基本收视费齐平，在多项策略的确保下，我们认为持续高增长可期。

### 关注下半年 OTT 业务进展

- 2013 年下半年百视通将继续在 OTT 领域进行布局，不论是新品发布、渠道拓展、还是应用商店正式上线，百视通平台运营商地位确立；OTT 和 IPTV 两条路并行，将带来电视产业革命，也给公司带来更大机遇。

- **新品发布:** 6月27日, 小红升级版将发布, 值得期待。
- **渠道拓展:** 除了之前的国美, 将在更多的主流渠道上做 B2C 布局; B2B (电信运营商推广) 上是绝对领先。
- **OTT 应用商店正式上线:** 采取三种方式: (1) 用户将自己的产品传至平台; (2) 和百视通合作做定制化产品; (3) 提供开放的 SDK, 用户自己做开发然后上传到百视通平台。
- **盈利方式:** 前向收费+后向收费+广告收费是最理想模式。
- 不论是新品发布、渠道拓展、还是应用商店正式上线, 百视通平台运营商确立; 单纯从 IPTV 一项业务来说, 我们认为公司潜力还远待挖掘, 而两条路并行将给公司带来更大的机遇。

### 盈利预测及投资建议

- 维持前期盈利预测, 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, 维持“买入”评级, 目标价 30 元。

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)					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	1,335	2,028	2,881	3,816	4,829	货币资金	1,545	1,943	2,407	3,125	4,164
增长率	-37.4%	51.8%	42.1%	32.5%	26.6%	应收款项	296	244	434	575	728
主营业务成本	-672	-1,129	-1,538	-1,987	-2,461	存货	115	128	168	218	270
% 销售收入	50.3%	55.7%	53.4%	52.1%	51.0%	其他流动资产	16	55	48	62	76
毛利	664	898	1,344	1,829	2,368	流动资产	1,972	2,371	3,057	3,979	5,237
% 销售收入	49.7%	44.3%	46.6%	47.9%	49.0%	% 总资产	63.3%	61.1%	64.5%	68.1%	71.4%
营业税金及附加	-51	-72	-101	-134	-169	长期投资	768	985	986	985	985
% 销售收入	3.8%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	固定资产	243	361	613	852	1,079
营业费用	-84	-83	-115	-153	-193	% 总资产	7.8%	9.3%	12.9%	14.6%	14.7%
% 销售收入	6.3%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	115	146	79	47	31
管理费用	-182	-237	-346	-439	-531	非流动资产	1,130	1,498	1,681	1,887	2,097
% 销售收入	13.6%	11.7%	12.0%	11.5%	11.0%	% 总资产	36.3%	38.6%	35.5%	32.3%	28.6%
息税前利润 (EBIT)	346	507	782	1,104	1,475	<b>资产总计</b>	<b>3,116</b>	<b>3,883</b>	<b>4,737</b>	<b>5,847</b>	<b>7,334</b>
% 销售收入	25.9%	25.0%	27.1%	28.9%	30.5%	短期借款	5	1	0	0	0
财务费用	8	21	25	27	30	应付款项	317	587	694	902	1,123
% 销售收入	-0.6%	-1.0%	-0.9%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	121	136	329	387	449
资产减值损失	-1	-12	-15	-17	-20	流动负债	443	725	1,023	1,289	1,572
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	1
投资收益	46	38	25	30	35	其他长期负债	6	17	0	0	0
% 税前利润	11.4%	6.6%	3.0%	2.6%	2.3%	<b>负债</b>	<b>448</b>	<b>742</b>	<b>1,023</b>	<b>1,289</b>	<b>1,573</b>
营业利润	400	554	817	1,144	1,520	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,589</b>	<b>3,085</b>	<b>3,662</b>	<b>4,507</b>	<b>5,672</b>
营业利润率	29.9%	27.3%	28.3%	30.0%	31.5%	少数股东权益	79	56	51	51	51
营业外收支	9	29	25	20	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,116</b>	<b>3,883</b>	<b>4,737</b>	<b>5,847</b>	<b>7,334</b>
税前利润	408	583	842	1,164	1,540						
利润率	30.6%	28.8%	29.2%	30.5%	31.9%	<b>比率分析</b>					
所得税	-53	-86	-126	-175	-231		2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税率	12.9%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	<b>每股指标</b>					
净利润	356	498	715	990	1,309	每股收益	0.319	0.464	0.647	0.889	1.176
少数股东损益	1	-19	-5	0	0	每股净资产	2.325	2.770	3.288	4.047	5.092
归属于母公司的净利润	355	516	720	990	1,309	每股经营现金净流	0.489	0.828	0.670	1.008	1.291
净利率	26.6%	25.5%	25.0%	25.9%	27.1%	每股股利	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
						<b>回报率</b>					
						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%
						<b>增长率</b>					
						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%
						<b>资产管理能力</b>					
						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
						<b>偿债能力</b>					
						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	1	3	20	27	32
增持	0	0	1	6	9
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	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
3 2013-06-14	买入	24.79	28.00 ~ 30.00

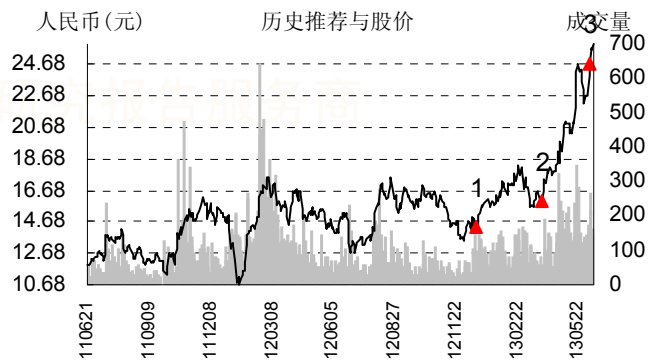
来源：国金证券研究所

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**

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