

入股英超运营公司强化内容优势，海外布局加码

公司简报

◆事件

公司公告一系列董事会决议，内容涉及采购娱乐节目、体育赛事新媒体播映权，投资 Super Sports Media 并购买英超六个赛季版权，向百视通香港增资 3,515 万美元，拓展海外业务。

◆打造丰富体育版权库资源提升平台价值，海外业务布局发力

公司近期明显加强与众多内容商的合作，包括海润、BBC、东方广播等，此次入主英超并获得英超全赛事版权将进一步丰富其体育版权库资源，打造亚太最大的体育版权库；我们认为内容资源是平台运营的核心，丰富内容不但能够提升现有用户的粘性，还有助于打造 IPTV、互联网电视、手机电视等收费产品从而提升盈利点，公司在 NBA 运作方面的经验有望得到成功复制；随着用户规模的进一步增长，平台价值将面临巨大的提升空间。

公司对海外公司增资加大对海外业务的布局，我们判断海外业务的拓展已取得积极的突破，公司正有节奏的朝着既有的规划在推进，此举有助于改变市场对于其海外业务的预期，预计今年海外业务的收入规模将迈入新的台阶，同时更多的海外地区的拓展也有望取得积极的成效。

◆发挥原有业务优势，模式多元化、渠道多元化保障用户持续增长

我们认为公司作为领先的互联网电视服务运营商将充分受益电视智能化的发展趋势，其基于电视屏的运营已经形成规模优势和探索出成熟的商业模式，开发出众多成功的产品有效延伸内容价值；公司的经营战略充分结合公司原有业务的优势，丰富的产品线标清（高清）IPTV\OTT\IOTV 等可以满足多层次的需求，未来在全国范围内结合不同市场的特点和实际情况发展不同的产品；在渠道推广方面，B2B 和 B2C 的同时推进，多元化的产品形态、业务模式和推广渠道保障公司用户服务数量的持续增长。

◆盈利预测&投资建议：

公司在市场、内容、技术、运营方面形成了领先优势，推进“一云多屏”全方位布局电视屏、网络视频、手机电视等奠定其业务长期发展基础，维持 2013-2015 年 EPS 分别为 0.65、0.89、1.2 元，考虑到其业务发展面临更广阔的空间，多元化的业务模式的持续推进，同时围绕产业链业务布局有望实质性推进，业绩存在超预期可能，上调 6-12 个月目标价 32-35 元。

◆风险提示：政策风险、新业务进展不及预期

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 指标 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入（百万元） | 1335 | 2028 | 3411 | 4697 | 6155 |
| 营业收入增长率 | -37.43% | 51.84% | 68.23% | 37.69% | 31.03% |
| 净利润（百万元） | 355 | 516 | 725 | 990 | 1337 |
| 净利润增长率 | 234.43% | 45.44% | 40.34% | 36.65% | 35.03% |
| EPS（元） | 0.32 | 0.46 | 0.65 | 0.89 | 1.20 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 13.72% | 16.74% | 19.03% | 20.95% | 22.42% |
| P/E | 88 | 60 | 43 | 31 | 23 |

买入（维持）

当前价/目标价：28.00/32-35 元

目标期限：6-12 个月

分析师

张良卫（执业证书编号：S0930511080002）
021-22169049
zhangliangwei@ebsec.com

孙金霞（执业证书编号：S0930512120002）
021-22169042
sunjin@ebsec.com

联系人

市场数据

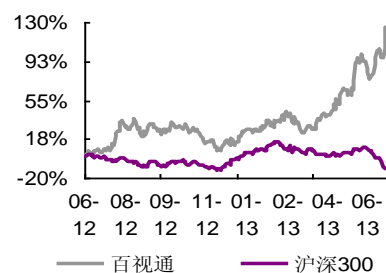
总股本(亿股)：11.14

总市值(亿元)：311.85

一年最低/最高(元)：12.41/29.20

近 3 月换手率：83.17%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|--------|
| 相对 | 31.57 | 79.67 | 124.35 |
| 绝对 | 14.84 | 67.87 | 113.75 |

相关研报

合资公司成立消除政策疑虑，业务发展空间进一步打开

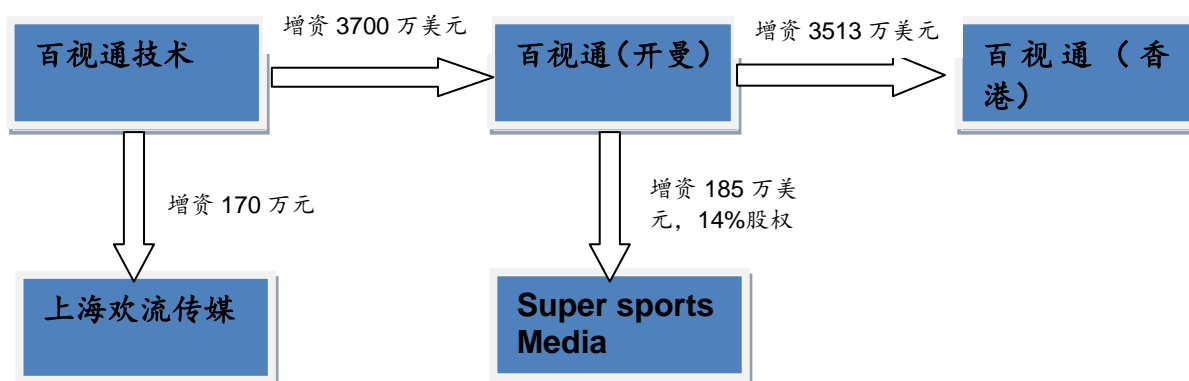
..... 2013-05-19
业绩符合预期，视频服务运营商平台价值显著

..... 2013-04-29
业绩符合预期，OTT 启航，长期平台价值显著

..... 2013-03-28

对于“百视通香港”增资部分主要用于拓展海外业务以及储备营运资金，以支撑互联网电视、IPTV、云网络电视系统等相关海外业务，向海外消费者提供互联网电视机顶盒、版权内容、用户界面、电子节目指南、内容分布式网络、媒体资产管理和内容管理系统以及相关的设备销售、管理和咨询服务等，公司的海外业务拓展正迈入良性的循环轨迹，打开公司业务和市值的发展空间，未来有望成为公司收入构成中重要的一个环节。

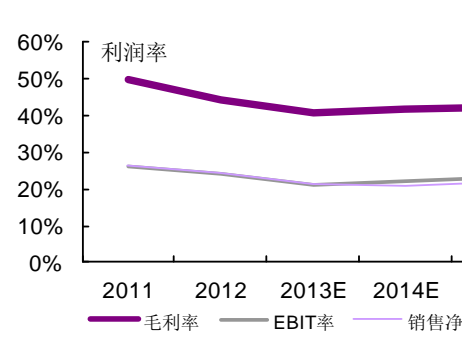
图 1：百视通此次增资方案图示



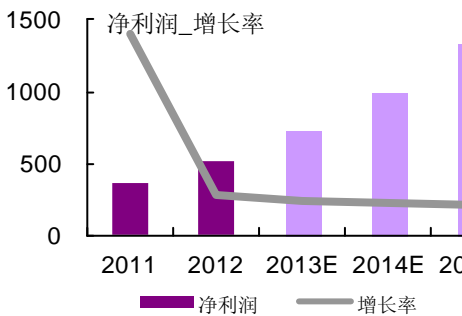
资料来源：公司公告

董事会审议，同意授权公司经营管理层采购涉及多年度的部分娱乐节目、体育赛事新媒体播映权等内容资源，单个合同采购价格不超过人民币 2 亿元。此举意味着公司管理团队在版权采购方面拥有更大的自由度，以更加灵活的机制应对市场的挑战，更好顺应了娱乐节目、体育赛事等内容市场的特点，在竞争激烈的数字媒体领域保持公司领先的内容优势并加快抢占更多稀缺资源，后续我们仍有望看到在版权采购方面的陆续动作的推进。

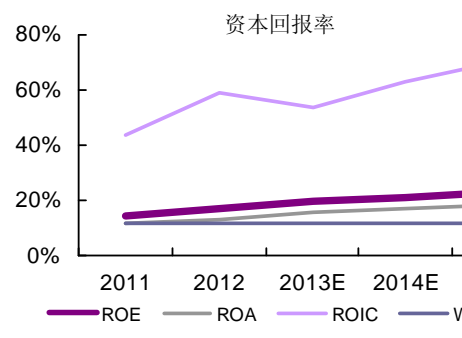
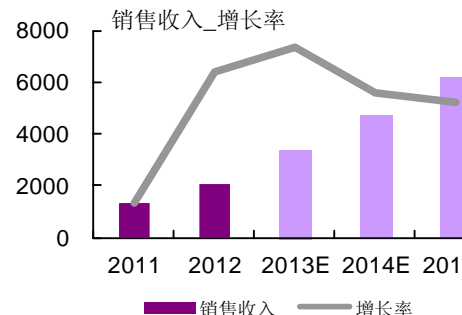
公司通过增资super sports media获得14%的股权，并与之签署《英超新媒体播映协议》，已获得英超2013年至2018年合计六个赛季内容资源在中国大陆（注：不包括香港、澳门及台湾地区）新媒体电视屏独占许可使用权，拥有在手机电视、网络视频等新媒体领域的部分权利，进一步丰富其体育赛事的版权资源。公司基于电视屏已经找到运作体育赛事的成功模式，因此加大体育赛事版权采购力度将有望推动平台价值不断提升从而提升公司业绩。



| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 营业收入 | 1335 | 2028 | 3411 | 4697 | 6155 |
| 营业成本 | 672 | 1129 | 2012 | 2726 | 3545 |
| 折旧和摊销 | 170 | 229 | 157 | 102 | 76 |
| 营业税费 | 51 | 72 | 123 | 169 | 222 |
| 销售费用 | 84 | 83 | 188 | 235 | 308 |
| 管理费用 | 182 | 237 | 358 | 517 | 646 |
| 财务费用 | -8 | -21 | -36 | -30 | -37 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 46 | 38 | 40 | 30 | 40 |
| 营业利润 | 400 | 554 | 796 | 1100 | 1499 |
| 利润总额 | 408 | 583 | 830 | 1134 | 1532 |
| 少数股东损益 | 1 | -19 | 1 | 2 | 3 |
| 归属母公司净利润 | 355.10 | 516.47 | 724.83 | 990.48 | 1337.50 |



| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 总资产 | 3116 | 3883 | 4694 | 5882 | 7429 |
| 流动资产 | 1972 | 2371 | 3292 | 4542 | 6134 |
| 货币资金 | 1545 | 1943 | 2532 | 3490 | 4748 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 192 | 230 | 387 | 533 | 698 |
| 应收票据 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他应收款 | 102 | 14 | 24 | 34 | 44 |
| 存货 | 115 | 128 | 234 | 320 | 419 |
| 可供出售投资 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 767 | 984 | 1004 | 1024 | 1044 |
| 固定资产 | 239 | 358 | 312 | 265 | 217 |
| 无形资产 | 111 | 144 | 67 | 31 | 15 |
| 总负债 | 448 | 742 | 827 | 1095 | 1401 |
| 无息负债 | 443 | 741 | 827 | 1095 | 1401 |
| 有息负债 | 5 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 2668 | 3141 | 3867 | 4787 | 6028 |
| 股本 | 1114 | 1114 | 1114 | 1114 | 1114 |
| 公积金 | 1108 | 1089 | 1161 | 1260 | 1394 |
| 未分配利润 | 367 | 884 | 1536 | 2355 | 3460 |
| 少数股东权益 | 79 | 56 | 57 | 59 | 62 |



| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------------|------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| 经营活动现金流 | 545 | 923 | 568 | 1009 | 1312 |
| 净利润 | 355 | 516 | 725 | 990 | 1337 |
| 折旧摊销 | 170 | 229 | 157 | 102 | 76 |
| 净营运资金增加 | 227 | -112 | 589 | 347 | 392 |
| 其他 | -207 | 289 | -903 | -430 | -494 |
| 投资活动产生现金流 | 319 | -518 | -14 | -8 | 9 |
| 净资本支出 | -178 | -337 | -34 | -18 | -11 |
| 长期投资变化 | 767 | 984 | -20 | -20 | -20 |
| 其他资产变化 | -269 | -1165 | 40 | 30 | 40 |
| 融资活动现金流 | 12 | -9 | 35 | -43 | -63 |
| 股本变化 | 405 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | -660 | -4 | -1 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | -459 | 297 | 87 | 268 | 306 |
| 净现金流 | 873 | 394 | 589 | 958 | 1258 |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------------------------|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | -37.43% | 51.84% | 68.23% | 37.69% | 31.03% |
| 净利润增长率 | 234.43% | 45.44% | 40.34% | 36.65% | 35.03% |
| EBITDA 增长率 | -1212.62% | 39.56% | 21.09% | 30.19% | 31.24% |
| EBIT 增长率 | -474.65% | 42.00% | 45.36% | 44.56% | 36.78% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 88 | 60 | 43 | 31 | 23 |
| PB | 12 | 10 | 8 | 7 | 5 |
| EV/EBITDA | 57 | 40 | 33 | 24 | 18 |
| EV/EBIT | 84 | 58 | 40 | 27 | 19 |
| EV/NOPLAT | 98 | 68 | 45 | 31 | 22 |
| EV/Sales | 22 | 14 | 8 | 6 | 4 |
| EV/IC | 42 | 40 | 24 | 19 | 15 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 49.69% | 44.30% | 41.02% | 41.96% | 42.40% |
| EBITDA 率 | 38.85% | 35.71% | 25.70% | 24.30% | 24.34% |
| EBIT 率 | 26.10% | 24.41% | 21.09% | 22.14% | 23.11% |
| 税前净利润率 | 30.58% | 28.77% | 24.32% | 24.15% | 24.89% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 26.59% | 25.47% | 21.25% | 21.09% | 21.73% |
| ROA | 11.41% | 12.82% | 15.46% | 16.87% | 18.05% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 13.72% | 16.74% | 19.03% | 20.95% | 22.42% |
| 经营性 ROIC | 43.34% | 58.96% | 53.24% | 62.94% | 70.17% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 4.46 | 3.27 | 4.06 | 4.21 | 4.43 |
| 速动比率 | 4.20 | 3.09 | 3.77 | 3.91 | 4.13 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 517.80 | 2441.01 | - | - | - |
| 有形资产/有息债务 | 599.33 | 2952.14 | - | - | - |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.32 | 0.46 | 0.65 | 0.89 | 1.20 |
| 每股红利 | 0.00 | 0.00 | 0.07 | 0.09 | 0.12 |
| 每股经营现金流 | 0.49 | 0.83 | 0.51 | 0.91 | 1.18 |
| 每股自由现金流(FCFF) | 0.06 | 0.40 | 0.16 | 0.59 | 0.83 |
| 每股净资产 | 2.32 | 2.77 | 3.42 | 4.24 | 5.36 |
| 每股销售收入 | 1.20 | 1.82 | 3.06 | 4.22 | 5.53 |

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

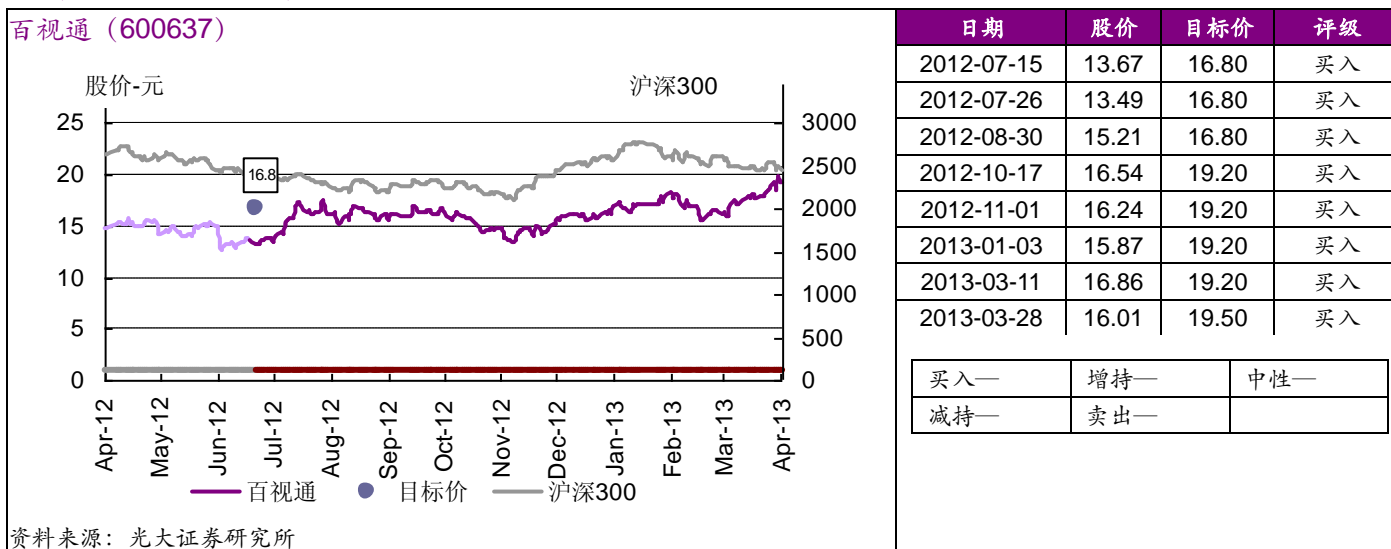
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

张良卫，上海交通大学管理学硕士、南京大学学士，09 年毕业后进入证券行业，曾先后就职于湘财证券、国金证券，2011 年加入光大证券研究所，从事传媒行业研究，对行业和公司研究形成自身的特色和深刻理解，研究力求客观、预测前瞻性强，行业资源丰富。2012 年分获新财富、水晶球（公募类）及第一财经最佳分析师第四名、第三名，第四名，同时获得 2012 年搜狐金罗盘奖。

孙金霞，牛津大学工商管理硕士，浙江大学经济学学士。2001-2009 年任职于新华社海内外机构，积累了丰富的传媒实业经验，在业内有广泛的联系与资源。2009 年获英国政府全额奖学金赴牛津大学深造，2010 年加盟光大证券研究所，现主要从事互联网与传媒行业研究，2012 年新财富最佳分析师传播与文化行业第四名团队、卖方分析师水晶球奖（公募类）传播与文化行业第三名团队及第一财经最佳分析师第四名团队核心成员。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 销售交易部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 |
|-------|-----------|---------------|-------------|--|
| 北京 | 王汗青(总经理) | 010-56513035 | - | wanghq@ebscn.com |
| | 孙威(执行董事) | 010-56513038 | - | sunwei@ebscn.com |
| | 郝辉 | 010-56513031 | - | haohui@ebscn.com |
| | 黄怡 | 010-56513050 | - | huangyi@ebscn.com |
| | 梁晨 | 010-56513153 | - | liangchen@ebscn.com |
| 上海 | 严非(执行董事) | 021-22169086 | - | yanfei@ebscn.com |
| | 周薇薇 | 021-22169087 | - | zhouww1@ebscn.com |
| | 徐又丰 | 021-22169082 | - | xuyf@ebscn.com |
| | 韩佳 | 021-22169491 | - | hanjia@ebscn.com |
| | 冯诚 | 021-22169083 | - | fengcheng@ebscn.com |
| | 任静雯 | 021-22169131 | - | renjingwen@ebscn.com |
| | 席代昭 | 021-22167056 | - | xidz@ebscn.com |
| | 黎晓宇(副总经理) | 0755-83553559 | - | lix1@ebscn.com |
| 深圳 | 黄鹏华(执行董事) | 0755-83553249 | - | huanglh@ebscn.com |
| | 李潇 | 0755-83559378 | - | lixiao1@ebscn.com |
| | 罗德锦 | 0755-83551458 | - | luodj@ebscn.com |
| | 濮维娜(副总经理) | 021-62152373 | 13611990668 | puwn@ebscn.com |
| 上海 | 顾超 | 021-22167106 | 18616658309 | guchao@ebscn.com |
| | 计爽 | 021-22167101 | 18621181721 | jishuang@ebscn.com |
| 北京 | 朱林 | 010-59046212 | 18611386181 | zhulin1@ebscn.com |
| | 徐放 | 010-56513051 | 18618469955 | xufang@ebscn.com |
| 国际业务 | 陶奕 | 021-62152393 | 18018609199 | taoyi@ebscn.com |
| | 戚德文 | 021-22169152 | 13585893550 | qidw@ebscn.com |

| | | | | |
|--|-----|--------------|-------------|--|
| | 顾胜寒 | 021-22167094 | 18352760578 | gush@ebscn.com |
|--|-----|--------------|-------------|--|