

证券研究报告—动态报告/公司快评

传媒

广播与电视

百视通 (600637)

重大事件快评

谨慎推荐

(维持评级)

2013年12月12日

激励计划驱动公司业绩长期稳健增长

证券分析师: 陈财茂

010-88005322

chencm@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120040

证券分析师: 刘明

010-88005319

liuming@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100002

事项:

百事通公告: 公司推出中长期激励基金计划, 以超额利润分享形式激励员工工作积极性。

评论:

■ 激励计划利于业绩稳健增长

建立员工激励长效机制, 提升股东利益。 此次百事通中长期激励基金主要内容有三方面: (1) 激励奖金池为每年计提前净利润增量的 20%, 即年度可计提的激励基金 = (当年计提前净利润 - 上年计提前净利润) × 20%; (2) 个人分配标准量化, 绩效得分和层级乘数确定员工分配系数, 以分配系数在公司总系数占比确定分配比例, 体现多劳多得、能者多得的特点; (3) 奖金提取高、中、基等不同层级的员工各有不同, 高级管理人员更注重长期, 每年滚动提取余额的 1/3, 而中层则分三年提取, 每次 1/3, 基层员工一次性提取。可以看出, 激励计划有以下意义和特点:

- **激励计划响应国企改革号召, 探索股东和员工利益匹配机制。** 在国有企业股权激励停滞的背景下, 这算作一种探索激励国有企业员工积极性的方式, 在十八届三中全会后, 国家提出国有企业改革, 很重要一点就是解决激励机制又不造成资产流失, 公司激励计划对全国的国有企业改革有积极的榜样意义。
- **激励计划有益长期业绩。** 由于业绩下滑便不享有激励奖金, 促进公司每年保持业绩增长的积极性, 股东利益和员工利益达到一致。
- **激励计划利于收购。** 如果业绩爆发性增长, 则当年奖金提取较多, 基于内生的每年增长比较有限, 外延收购的额外利润是可分配的, 也能促进利润的爆发性增长, 所以激励计划可能驱动公司做外延收购。

■ 维持“谨慎推荐”评级

维持公司 2013-15 年 EPS 预测分别为 0.61/0.79/0.99 元, 对应 PE 为 66/51/40 倍, 公司依托于上海这个改革的前沿平台, 积极进取, 陆续与微软、迪斯尼等巨头达成深度合作, 在电视游戏、娱乐集团建设等方面有着巨大的发展机会, 前景广阔, 维持“谨慎推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1943	1971	2717	3752
应收款项	244	700	945	1237
存货净额	128	266	363	481
其他流动资产	55	28	38	50
流动资产合计	2371	2966	4063	5519
固定资产	361	432	473	494
无形资产及其他	144	296	397	465
投资性房地产	23	23	23	23
长期股权投资	984	1184	1184	1184
资产总计	3883	4900	6140	7686
短期借款及交易性金融负债	1	0	0	0
应付款项	448	377	515	681
其他流动负债	275	715	974	1286
流动负债合计	725	1092	1489	1968
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	17	17	17	17
长期负债合计	17	17	17	17
负债合计	742	1109	1506	1985
少数股东权益	56	32	0	(40)
股东权益	3085	3760	4634	5741
负债和股东权益总计	3883	4900	6140	7686

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.46	0.61	0.79	0.99
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.77	3.38	4.16	5.15
ROIC	21%	31%	46%	57%
ROE	17%	18%	19%	19%
毛利率	44%	44%	44%	43%
EBIT Margin	25%	25%	24%	24%
EBITDA Margin	36%	29%	29%	28%
收入增长	52%	40%	35%	31%
净利润增长率	45%	31%	30%	27%
资产负债率	21%	23%	25%	25%
息率	0%	0%	0%	0%
P/E	86.3	66.0	51.0	40.3
P/B	14.4	11.9	9.6	7.8
EV/EBITDA	61.8	56.1	41.6	32.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2028	2839	3832	5015
营业成本	1129	1590	2165	2858
营业税金及附加	72	99	134	176
销售费用	83	114	153	201
管理费用	428	389	559	734
财务费用	(21)	(10)	(12)	(16)
投资收益	38	50	50	50
资产减值及公允价值变动	(12)	0	0	0
其他收入	191	48	99	132
营业利润	554	755	982	1245
营业外净收支	29	10	10	10
利润总额	583	765	992	1255
所得税费用	86	115	149	188
少数股东损益	(19)	(25)	(32)	(40)
归属于母公司净利润	516	675	875	1107

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	516	675	875	1107
资产减值准备	10	(12)	0	0
折旧摊销	227	119	188	241
公允价值变动损失	12	0	0	0
财务费用	(21)	(10)	(12)	(16)
营运资本变动	307	(210)	45	58
其它	(29)	(13)	(32)	(40)
经营活动现金流	1044	559	1075	1365
资本开支	(153)	(330)	(330)	(330)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(370)	(530)	(330)	(330)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0
其它融资现金流	(276)	(1)	0	0
融资活动现金流	(276)	(1)	0	0
现金净变动	398	28	745	1035
货币资金的期初余额	1545	1943	1971	2717
货币资金的期末余额	1943	1971	2717	3752
企业自由现金流	814	170	684	970
权益自由现金流	537	177	694	984

相关研究报告:

- 《百视通-600637-业绩说明纪要: 中国顶尖的付费电视运营商, 看好 OTT 前景》 ——2013-04-01
 《百视通-600637-2012 年度报告点评: “一云多屏” 战略成型, OTT 有望获得大发展》 ——2013-03-29
 《百视通-600637-2012 年三季报点评: 持续高增长, 调高盈利预期》 ——2012-10-18
 《百视通-600637-调研报告: 经营思路开阔, 多业务战略提升平台价值》 ——2012-09-17

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。