



滕文飞
021-53519888-1969
tengwenfei@shzq.com
执业证书编号：S0870510120025

国际化的家庭娱乐平台运营商

基本数据 (2013Q3)

| | |
|-------------------|-------------|
| 报告日股价 (元) | 41.97 |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 15.46/52.76 |
| 总股本 (百万股) | 1113.74 |
| 无限售 A 股/总股本 | 75.00% |
| 流通市值 (亿元) | 350.67 |
| 每股净资产 (元) | 3.22 |
| PBR (X) | 13.03 |
| DPS (2013H1, 元) | 10 派 0.5 |

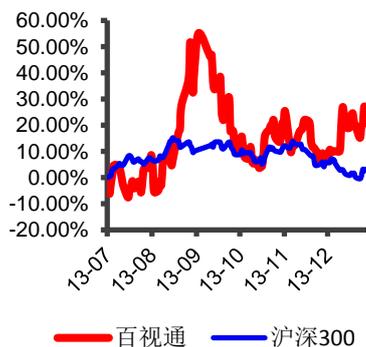
主要股东 (2013Q3)

| | |
|---------------|--------|
| 上海东方传媒集团有限公司 | 41.92% |
| 上海诚贝投资咨询有限公司 | 2.68% |
| 上实集团及其全资附属子公司 | 8.85% |

收入结构 (2013H1)

| | |
|----------|--------|
| IPTV | 73.06% |
| 设备销售及租赁 | 10.36% |
| 舞美演艺策划制作 | 5.40% |
| 手机电视 | 4.43% |

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：TWF14-CR01

首次报告日期：2013年9月24日

相关报告：

投资摘要

估值与投资建议

公司12年每股收益为0.46元，预计13年为0.64元，以当前收盘价41.97元计算，静态、动态市盈率分别为91.24倍和65.58倍。考虑到传媒行业13年市盈率中值40.24倍。公司目前的估值水平高于行业平均水平。公司是上海新媒体行业龙头企业，随着公司股权激励的顺利实施，以及集团内资产整合的预期，公司未来的业绩有望保持快速增长。我们给予公司合理估值区间为38.40-41.60元，相当于13年PE60-65倍。综合考虑绝对估值和相对估值，我们维持公司“谨慎增持”评级。

有望成为集团内新媒体整合平台

集团内资产主要包括动漫产业、财经资讯、电影制作等，按并购概率排序的话，目前比较适合参与整合的资产有：炫动传播、第一财经、上影集团等。按照13年新华传媒出售炫动传播5.5%股权时的交易价格来看，炫动传播整体估值在25亿元。而第一财经和上影集团体量都远大于炫动传播，不排除未来单独上市可能。上影集团2011年主营业务收入20亿元，净利润1.94亿元，按照当前传媒电影上市公司估值，整体约120亿元。我们认为集团内具体整合的对象仍存在很大的不确定性。

集团外同样具有机会

公司先后与微软及迪士尼成立合资公司。通过与微软的合作，公司有望打造新一代家庭游戏娱乐产品和家庭娱乐服务中心，推进公司在游戏产业领域的布局。公司与迪士尼将共同开展迪士尼相关服务、产品及内容在中国大陆地区的数字技术咨询业务。有了微软、迪士尼这样的合作伙伴，在国际化方面，百视通将具有更广阔的发展空间。

主要风险

IPTV用户规模增长未达预期；
资产整合进度低于市场预期；
家庭娱乐平台发展低于预期的风险。

数据预测与估值

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2027.75 | 2861.97 | 3808.44 | 5051.49 |
| 年增长率 | 51.84% | 41.14% | 33.07% | 32.64% |
| 归属于母公司的净利润 | 516.47 | 708.65 | 976.81 | 1309.16 |
| 年增长率 | 45.44% | 37.21% | 37.84% | 34.02% |
| 每股收益 (元) | 0.464 | 0.636 | 0.877 | 1.175 |
| PER (X) | 90.51 | 65.96 | 47.85 | 35.70 |

注：有关指标按当年股本摊薄

目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 一、估值与投资建议..... | 4 |
| 1.1 DCF 绝对估值：合理估值 46.92 元/股..... | 4 |
| 1.2 相对估值：合理估值区间 38.40-41.60 元..... | 4 |
| 二、公司概况：国内首家新媒体上市企业..... | 5 |
| 2.1 国内领先的 IPTV 运营商..... | 5 |
| 2.2 公司股权结构..... | 5 |
| 三、公司业务经营状况分析..... | 6 |
| 3.1 收入、利润增速保持较快增长..... | 6 |
| 3.2 IPTV 是主要的收入来源..... | 7 |
| 四、“五大三化”的发展战略..... | 8 |
| 4.1 有望成为新媒体整合平台..... | 8 |
| 4.2 多屏互动的业务模式..... | 8 |
| 4.3 业务整合路径..... | 9 |
| 4.3.1 文广集团内的整合路径..... | 10 |
| 4.3.2 集团外同样具有机会..... | 12 |
| 4.4 股权激励迈出重要一步..... | 13 |
| 五、盈利预测..... | 13 |
| 5.1 预测假设..... | 13 |
| 5.2 盈利预测..... | 13 |
| 六、风险提示..... | 14 |
| 6.1 IPTV 用户规模增长未达预期..... | 14 |
| 6.2 资产整合进度低于市场预期..... | 14 |
| 6.3 家庭娱乐平台发展低于预期的风险..... | 14 |
| 七、附表..... | 15 |

图

| | |
|-----------------------|----|
| 图 1 公司股东结构图..... | 6 |
| 图 2 公司近年来的收入变化..... | 7 |
| 图 3 公司近年来利润变化..... | 7 |
| 图 4 公司今年来的收入构成变化..... | 7 |
| 图 5 百视通组织结构图..... | 8 |
| 图 6 xboxone 销量..... | 12 |

表

| | |
|------------------------------------|----|
| 表 1 DCF 估值..... | 4 |
| 表 2 敏感性分析..... | 4 |
| 表 3 公司业绩预测..... | 5 |
| 表 4 百视通参控股公司情况..... | 9 |
| 表 5 集团业务分类..... | 10 |
| 附表 1 公司分业务增速与毛利率预测（单位：百万元人民币） | 15 |
| 附表 2 公司财务预测与估值..... | 15 |

一、估值与投资建议

1.1 DCF 绝对估值：合理估值 46.92 元/股

我们用两阶段 DCF 绝对估值法，假设 2013-2017 年为明确预测期，2018 年起为永续增长阶段，永续增长率为 1.5%。根据 DCF 估值模型计算的公司合理价值为 46.92 元。

表 1 DCF 估值

| | | | |
|---------|--------|---------|--------------|
| Rf | 3.50% | 永续增长率 | 1.50% |
| Rm | 10.00% | 预测期现值 | 541,451.42 |
| β 系数 | 0.68 | 过渡期现值 | 920,071.82 |
| Ke | 7.93% | 永续期现值 | 3,770,300.64 |
| Kd | 5.22% | 企业价值 | 5,231,823.88 |
| 税率 | 20.00% | 股权价值 | 5,226,189.55 |
| D/(D+E) | 20.00% | 总股本(万股) | 111,373.61 |
| WACC | 7.18% | 每股价值(元) | 46.92 |

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 2 敏感性分析

| WACC | 永续增长率(g) | | | | | | | | | | |
|--------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 0.93% | 1.02% | 1.13% | 1.24% | 1.36% | 1.50% | 1.65% | 1.82% | 2.00% | 2.20% | 2.42% |
| 4.46% | 83.39 | 85.31 | 87.55 | 90.17 | 93.28 | 97.00 | 101.51 | 107.06 | 114.02 | 122.98 | 134.86 |
| 4.90% | 73.09 | 74.55 | 76.23 | 78.20 | 80.50 | 83.23 | 86.50 | 90.46 | 95.34 | 101.46 | 109.33 |
| 5.39% | 64.16 | 65.27 | 66.55 | 68.03 | 69.75 | 71.77 | 74.16 | 77.02 | 80.49 | 84.76 | 90.12 |
| 5.93% | 56.40 | 57.24 | 58.21 | 59.32 | 60.61 | 62.11 | 63.88 | 65.96 | 68.46 | 71.49 | 75.22 |
| 6.52% | 49.61 | 50.26 | 50.99 | 51.83 | 52.80 | 53.92 | 55.23 | 56.76 | 58.58 | 60.75 | 63.38 |
| 7.18% | 43.67 | 44.16 | 44.72 | 45.36 | 46.09 | 46.92 | 47.90 | 49.03 | 50.35 | 51.92 | 53.80 |
| 7.89% | 38.45 | 38.83 | 39.25 | 39.73 | 40.28 | 40.91 | 41.63 | 42.47 | 43.44 | 44.59 | 45.94 |
| 8.68% | 33.86 | 34.15 | 34.47 | 34.83 | 35.25 | 35.72 | 36.26 | 36.88 | 37.59 | 38.43 | 39.41 |
| 9.55% | 29.82 | 30.04 | 30.28 | 30.55 | 30.86 | 31.22 | 31.62 | 32.08 | 32.61 | 33.22 | 33.93 |
| 10.51% | 26.26 | 26.42 | 26.60 | 26.81 | 27.04 | 27.30 | 27.60 | 27.94 | 28.33 | 28.78 | 29.30 |
| 11.56% | 23.11 | 23.24 | 23.37 | 23.53 | 23.70 | 23.90 | 24.12 | 24.37 | 24.66 | 24.99 | 25.36 |

数据来源：上海证券研究所

1.2 相对估值：合理估值区间 38.40-41.60 元

公司 12 年实现每股收益为 0.46 元，预计 13 年为 0.64 元，以 1 月 24 日收盘价 41.97 元计算，静态、动态市盈率分别为 91.24 倍和 65.58 倍。考虑到传媒行业上市公司 13 年市盈率中值 40.24 倍。公司目前的估值水平高于行业平均水平。公司是上海新媒体行业龙头企业，随着公司股权激励的顺利实施，以及集团内资产整合的预期，公司未来的业绩有

望保持快速增长。我们给予公司合理估值区间为 38.40-41.60 元，相当于 13 年 PE60-65 倍。综合考虑绝对估值和相对估值，我们维持公司，“未来六个月内，谨慎增持”评级。

表 3 公司业绩预测

| 指标 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入(百万元) | 1335.47 | 2027.75 | 2861.97 | 3808.44 | 5051.49 |
| 增长率 | -37.43% | 51.84% | 41.14% | 33.07% | 32.64% |
| 净利润(百万元) | 355.10 | 516.47 | 708.65 | 976.81 | 1309.16 |
| 增长率 | 234.43% | 45.44% | 37.21% | 37.84% | 34.02% |
| 摊薄后每股收益(元) | 0.319 | 0.464 | 0.636 | 0.877 | 1.175 |

数据来源：上海证券研究所

二、公司概况：国内首家新媒体上市企业

2.1 国内领先的 IPTV 运营商

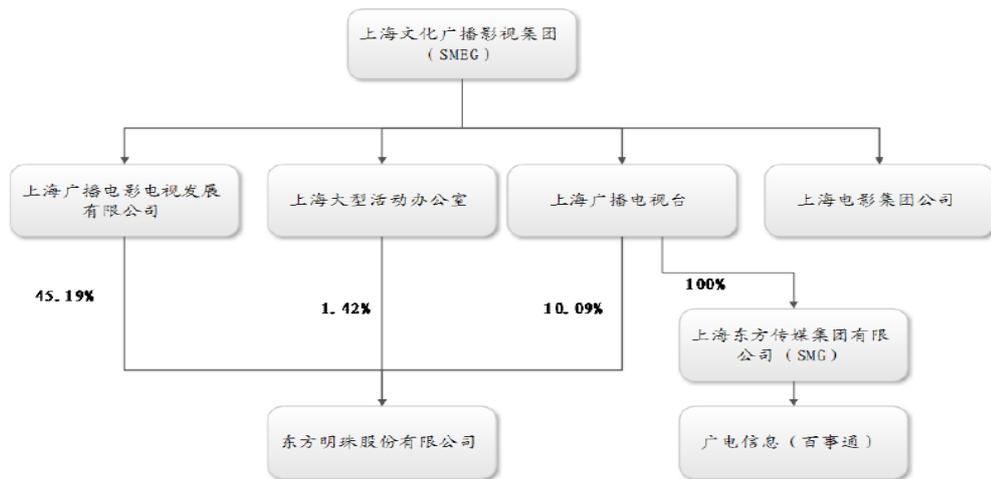
百视通公司成立于 2005 年 11 月，由东方宽频等股东发起设立。公司大股东为上海东方传媒集团（SMG），主营 IPTV、手机电视、网络电视、互联网电视等新媒体业务，业务覆盖到大陆 20 多个省市及东南亚。目前，百视通的主要收入来源为 IPTV 业务，截止到 2013 年三季度，该业务收入占比达到 73.06%；公司业务还包括设备销售及租赁（占比 10.36%）、舞美演艺策划制作（占比 5.4%）、及手机电视业务（占比 4.43%）。

2.2 公司股权结构

公司股东东方传媒作为上海广播电视台的运营业务平台，是集广播电视节目制作经营、新媒体运营服务及传媒相关业务于一体的媒体产业集团。是全国第一家获得国家广电总局正式批准的推进广播电视制播分离改革的单位。

公司下属有百视通网络电视技术有限公司、上海文广科技发展（集团）有限公司、上海广电影视制作有限公司三家全资子公司，并投资入股众多网络企业。

图 1 公司股东结构图



数据来源：定期报告 上海证券研究所

三、公司业务经营状况分析

3.1 收入、利润增速保持较快增长

2011-2013 年，公司业绩保持较快增速。从收入增速看，2011 年公司实现收入 13.35 亿元人民币，同比增长 43.04%；实现净利润 3.55 亿元，增长 37.73%；2012 年公司实现收入 20.28 亿元人民币，同比增长 51.84%；实现净利润 5.16 亿元，增长 45.44%。盈利增长来源主要为两个方面，一是 IPTV 用户数保持增长，带来 IPTV 收入规模增长，同时公司为保持用户粘性，适当增加了版权和节目内容采购投入，二是加大拓展了舞美演艺策划制作业务，在 SMG 以外市场份额持续提升，该业务毛利率有所提高。

2013 年 1-9 月，公司累计实现营业收入人民币 17.42 亿元，同比增长 20.47%；实现归属于母公司股东的净利润人民币 4.98 亿元，同比增长 27.07%。

图 2 公司近年来的收入变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 3 公司近年来的利润变化

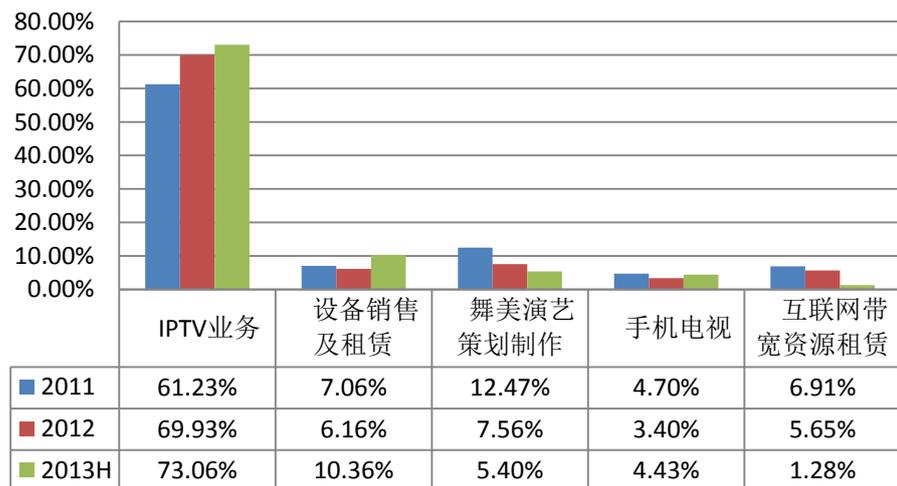


数据来源: Wind 上海证券研究所

3.2 IPTV 是主要的收入来源

2013 年 1-6 月, 公司 IPTV 业务实现营业收入 8.23 亿元, 同比增长 32.56%, 毛利率 60.59%, 占比达到 73.06%。设备销售及租赁业务收入 1.17 亿元, 同比增长 165.75%, 毛利率-1.35%, 占比 10.36%。毛利率下滑较大主要由于公司加大了拓展新兴市场的力度。舞美演艺策划制作业务实现营业收入 6084 万元, 同比下降 36.46%, 毛利率为 52.50%, 占比 5.40%。收入下降是由于同期业务总量有所减少, 但毛利率有较大幅度提高。手机电视业务收入 4986 万元, 同比增长 112.79%, 毛利率为 44.04%, 占比 4.43%。

图 4 公司近年来的收入构成变化



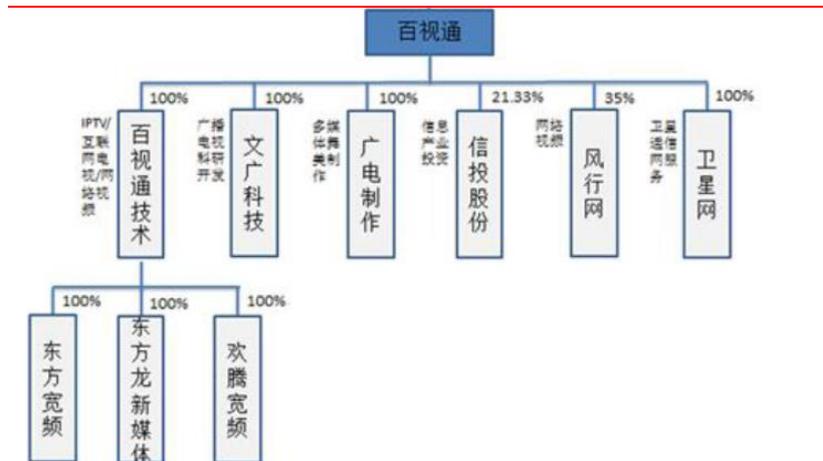
数据来源: WIND, 上海证券研究所

四、“五大三化”的发展战略

4.1 有望成为新媒体整合平台

根据 SMG 的“iso1000”战略目标，百视通制定了“五大三化”（大产业、大平台、大应用、大投资、大市场；国际化、证券化、开放化）总体战略。初步建成“百视云”平台、OTT 二代产品投产、覆盖全国主要中心城市的 CDN 网络建设、动态码率系统、跨屏运营服务系统、增值服务系统等重大项目的建设与应用。一方面加强已建设合资公司支持与产业协同；一方面要通过多种投资方式，在国内外范围内实施产业链上下游收购、兼并、重组、股权投资，整合新媒体资源，加强公司新媒体产业链建设。

图 5 百视通组织结构图



数据来源：公司公告；上海证券研究所

4.2 多屏互动的业务模式

百视通有望创造一种结合传统电视、IPTV、互联网机顶盒、互联网一体机、手机、PAD、PC 等 7 种收视渠道互相渗透交叉的广告“联发模式”，提供“全屏”覆盖，为广告客户创造独特价值。目前，国内仅有 SMG 百视通具备这种整合能力。另外，打通 SMG 和百视通渠道后，风行广告的单位创收能力也将大幅拉升。“台网融合”将打造一个无时无刻、无处不在、无所不包的全媒体电视。目前，对于百视通和风行来说，PC、Pad、手机、电视四屏全部打通，PC、网页和软件播放打通，同时支持直播和点播两种业务；让用户积极参与互动，真正做到节目多屏立体式传播。而后公司的发展重点，将逐步转向内容方面。

表 4 百视通参控股公司情况

| 参控公司 | 参控关系 | 参股比例 (%) |
|-------------------|------|----------|
| 上海广电影视制作有限公司 | 子公司 | 100.00 |
| 上海文广科技(集团)有限公司 | 子公司 | 100.00 |
| 百视通在线(开曼)有限公司 | 子公司 | 100.00 |
| 百视通网络电视技术发展有限责任公司 | 子公司 | 100.00 |
| 上海明珠广播电视科技有限公司 | 孙公司 | 60.00 |
| 上海视云网络科技有限公司 | 孙公司 | 51.00 |
| 上海新兴媒体信息传播有限公司 | 孙公司 | 50.11 |
| 百视通国际(香港)有限公司 | 孙公司 | 100.00 |
| 百视通国际(新加坡)有限公司 | 孙公司 | 70.00 |
| 上海山德电器维修站有限公司 | 孙公司 | 100.00 |
| 上海东华广播电视网络有限公司 | 孙公司 | 28.00 |
| 上海东方龙新媒体有限公司 | 孙公司 | 100.00 |
| 上海广电演出有限公司 | 孙公司 | 75.00 |
| 上海文广奥迪欧音频科技有限公司 | 孙公司 | 58.82 |
| 上海欢腾宽频信息技术有限公司 | 孙公司 | 100.00 |
| 上海广播电视设备维修站有限公司 | 孙公司 | 100.00 |
| 池上兼松(上海)维修站有限公司 | 孙公司 | 100.00 |
| 南京东华网络有限公司 | 孙公司 | 100.00 |
| 上海东方广播电视技术有限公司 | 孙公司 | 100.00 |
| 上海东方宽频传播有限公司 | 孙公司 | 100.00 |
| 百视通新媒体国际(香港)有限公司 | 孙公司 | 70.00 |
| 百视通国际(开曼)有限公司 | 孙公司 | 100.00 |
| 上海交大海外教育发展有限公司 | 联营企业 | 28.00 |
| 济南广电移动电视有限公司 | 联营企业 | 38.00 |
| 上海今夜娱乐文化演出影视有限公司 | 联营企业 | 20.00 |
| 风行网络有限公司 | 联营企业 | 35.00 |
| 上海欢流传媒有限公司 | 联营企业 | 34.00 |
| 上海东方数据广播有限公司 | 联营企业 | 28.00 |
| 上海市信息投资股份有限公司 | 联营企业 | 21.33 |
| 上海练塘水木文化发展有限公司 | 联营企业 | 32.00 |
| 北京同方易豪科技有限公司 | 联营企业 | 15.65 |
| 上海广龙科技有限公司 | 联营企业 | 25.00 |
| 河北广电传媒技术公司 | 联营企业 | 40.00 |

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

4.3 业务整合路径

百视通目前主要以三种新兴媒体业务为主,分别为 IPTV、网络视频和手机电视业务。我们认为随着公司多屏业务的逐渐成熟,丰富的内容是当前公司最需要的,并购整合应以此为主。综合考虑当前百视通自己拥有的资源以及集团内相关资源,我们认为百视通的资产整合可分为集团内和集团外两条路径。

4.3.1 文广集团内的整合路径

上海文化广播影视集团（简称文广集团）是以文化广播影视为主业的新闻文化集团，兼营旅游、宾馆、演出、会展等相关产业。文广集团拥有一批重要的广播电视传统媒体和 IP 电视等新媒体。同时又是全国重要的影视剧生产基地，多年来拍摄制作了大量优秀的影视剧，在国内外屡获殊荣。此外，集团拥有一批高水平的文艺表演团体和丰富的文化娱乐资源。集团旗下的东方明珠（集团）股份有限公司是中国第一家文化类上市公司，名列中国最具发展潜力上市公司 50 强；百视通是广电系统新媒体企业上市第一股，用户规模达 1000 万，全球第一。

表 5 集团业务分类

| 业务分类 | 具体业务内容 |
|---------|---|
| 旅游观光 | 东方明珠电视塔、上海国际会议中心、银星皇冠假日酒店、东方绿舟、东方绿舟宾馆、七重天宾馆、东方明珠国际旅行社 |
| 海外业务 | 上海电视广播集团有限公司（STR）、上海广龙科技有限公司 |
| 电视频道 | 东方卫视、新闻综合、星尚频道、电视剧频道、第一财经、五星体育、纪实频道、娱乐频道、艺术人生频道、外语频道、东方购物频道、哈哈少儿频道、炫动卡通频道、东方电影频道 |
| 广播频率 | 990 新闻广播、交通广播、戏剧曲艺广播、故事广播、五星体育广播、东方都市广播、动感 101.7、LOVE RADIO103.7、第一财经广播、经典音乐广播、东广新闻资讯广播、浦江之声广播电台 |
| 新媒体 | 东方网、百视通、SITV、东方宽频、看看新闻网、东方明珠数字电视 |
| 平面媒体 | 天天新报、第一财经日报、每周广播电视报、城市导报、上海电视、第一财经周刊、星尚画报、哈哈少儿画报、好运 MONEY+、电影故事、东方电影杂志、世界电影之窗、电影新作、卡通王 |
| 影视产业 | 上海电影（集团）有限公司、上海美术电影制品厂、上海电影译制厂、上海科学教育电影制品厂、上海电影技术厂、上海联合电影院线、上海东方影视发行有限责任公司、上海影视乐园、上海尚世影业公司、上海美术设计公司 |
| 演艺产业 | 上海话剧艺术中心、上海评弹团、上海歌舞团、东方青春舞蹈团、上海淮剧团、上海木偶剧团、上海滑稽剧团、上海杂技团、上海轻音乐团、上海爱乐乐团、上海马戏学校、梅赛德斯奔驰文化中心、上海马戏城、上海美琪大戏院、兰心大戏院、上海宛平艺苑、艺海剧院、上海人民大舞台、ERA-时空之旅、镜界、上海文化信息票务中心 |
| 电影节电视节 | 上海国际电影节、上海电视节 |
| 物业管理 | 文广实业 |
| 电视、网络购物 | 东方 CJ、在上海、爱酒网 |
| 科技开发 | 上海市广播科学研究所、上海文广科技有限公司、上海东方数据广播有限公司、上海广电影视制作有限公司、上海明珠广播电视科技有限公司、上海东方广播电视技术有限公司、上海东华广播电视网络有限公司 |

数据来源: smeg 公司网站 上海证券研究所

SMG 目前拥有 11 个广播频率、15 个电视频道、15 个数字电视付费频道、10 种报纸杂志, 以及 IPTV、手机电视、网络视频、互联网电视等新媒体平台; 业务涵盖内容制作、媒体运营、互动传播、在场演出、家庭购物及文化传媒产业投资等多个领域。集团内资产主要包括动漫产业、财经资讯、电影制作等, 按并购概率排序的话, 目前比较适合参与整合的资产有:

炫动传播: 公司为上海东方传媒集团有限公司 (SMG) 控股企业, 系 SMG 动漫儿童板块, 是国家动漫产业基地、国家重点动漫企业、国家文化出口重点企业, 业务覆盖动漫全产业链。公司以动漫和教育为双核, 形成了动漫创投、媒体运营、产业拓展三大核心业务板块。公司是中国最大的少儿全媒体经营者, 除向“哈哈少儿频道”、“炫动卡通频道”、“动漫秀场频道”等知名播出平台提供内容外, 还拥有平面媒体《哈哈画报》和《炫动漫》。

第一财经: 第一财经是上海东方传媒集团有限公司 (SMG) 旗下的财经版块, 创办于 2003 年 7 月, 致力于为中国广大投资者和商界、经济界人士, 以及全球华人经济圈提供实时、严谨、专业的财经新闻和信息服务, 立志成为中国最大的全媒体金融与商业信息服务集团。第一财经目前已经成为中国规模最大、品种最完整的财经媒体集团, 拥有电视、日报、广播、杂志、网站、研究院、无线、新闻社及第一财经信息服务业务。

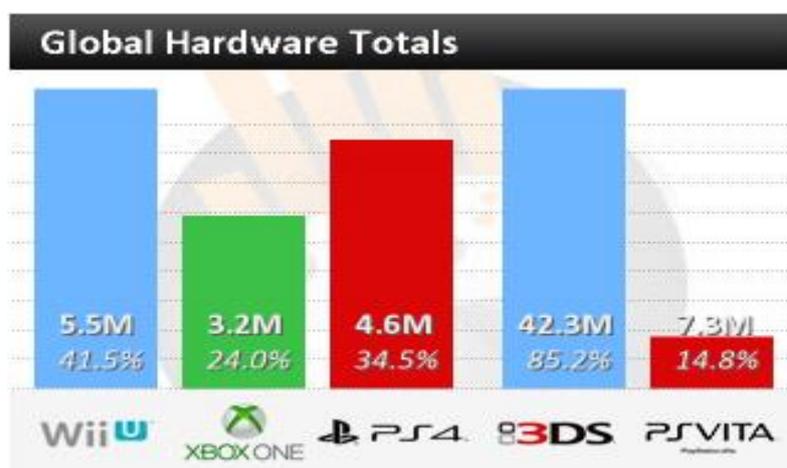
上海电影 (集团) 有限公司: 上海电影 (集团) 有限公司 (简称上影集团) 由上海电影制片厂、上海美术电影制片厂、上海电影译制厂、上海科学教育电影制片厂、上海电影技术厂、上海联和电影院线、上海东方影视发行公司、上海东方电影频道、上海影视乐园、上海美术设计公司、银星皇冠假日酒店等单位组成, 是目前中国最具规模和实力的现代电影集团之一。

按照 13 年新华传媒出售炫动传播 5.5% 股权时的交易价格来看, 炫动传播 2013 年 1-5 月营业收入为 3.83 亿, 净利润为 6836.99 万元, 整体估值在 25 亿元。而第一财经和上影集团体量都远大于炫动传播, 不排除未来单独上市可能。上影集团 2011 年主营收入 20 亿元, 净利润 1.94 亿元, 按照当前传媒电影上市公司估值, 整体约 120 亿元。总体上我们认为集团内具体整合的对象仍存在很大的不确定性。

4.3.2 集团外同样具有机会

作为新媒体上市公司的代表,集团外的并购重组机会相对更加重要。我们认为公司未来将涉及多个相关传媒领域的投资。其中家用机领域是重中之重。2013年,百视通与微软共同投资7900万美元(约合4.83亿元人民币)成立新公司。其中,百视通投入4029万美元(约合2.46亿元人民币),持股51%;微软公司投入3871万美元(约合2.37亿元人民币),持股49%。新公司将在新一代家庭游戏娱乐技术、终端、内容、服务等领域展开全面合作,打造新一代家庭游戏娱乐产品和家庭娱乐服务中心,推进公司在游戏产业领域的布局。这符合公司多屏互动的战略定位,也为公司iptv业务带来新的可能。

图6 xboxone 销量



数据来源: VGC;上海证券研究所

公司也与迪士尼成立合资公司,合资公司总投资规模预计800万美元(约合4904万人民币),本次合资公司注册资本400万美元,约合人民币2452万元,其中百视通控股51%,迪士尼持股49%。百视通新媒体股份有限公司现金出资204万美元,约合人民币1250.52万元;迪士尼公司通过其下属的全资子公司, TWDC Shanghai Enterprises 现金出资196万美元,约合人民币1201.48万元。百视通与迪士尼深度合作目标是充分发挥双方在专业技术、技能、经验及营销策略等方面优势,通过成立合资公司共同开展围绕百视通和迪士尼相关服务、产品及内容在中国大陆地区的数字技术咨询业务。通过与国际媒体集团的强强联合,将有助于百视通未来的快速发展。有了微软、迪士尼这样的合作伙伴,在国际方面,百视通具有更广阔的发展空间。

4.4 股权激励迈出重要一步

公司公布中长期激励基金方案，计划以超额利润分享为激励方式，基于公司当年净利润增量的一定比例计提激励基金，逐年分批发放。激励方案为：1) 上市公司基于当年实现的净利润增量提取一定比例的激励基金，提取的数额不超过净利润增量的 20%；2) 激励对象原则上包括公司的执行董事、高级管理层以及所有在职的正式员工。

根据激励方案，岗位层级在 12 级以上（包括 12 级）的激励对象，激励奖金按奖金银行的模式进行滚动发放（激励奖金计入个人奖金银行账户，之后按照账户余额的 1/3 向激励对象支付激励奖金）；岗位层级在 10 级和 11 级的激励对象分三批匀速发放（每批发放奖金总额的 1/3），从而使得公司中高层核心员工实际激励时间在 3 年以上，有助于提升核心团队的稳定性，推动公司持续稳定发展。

核心团队是财富的创造者，应该给他们分享劳动成果的权力。国有企业原有观念必须被打破，国有文化系统的 001 号工程，需要人立个标杆。目前国有文化企业上市公司中，数家曾提及计划实施人才激励，而百视通在这一领域再次走在前列。我们认为百视通公司在集团内部整合起的作用不言而喻，看好未来集团内外资产围绕公司平台进行整合的计划。

五、盈利预测

5.1 预测假设

- 1、IPTV 用户规模保持增长；
- 2、产品毛利率稳定；
- 3、公司长期规划进展顺利，持续扩大规模。

5.2 盈利预测

我们预计 2013 年~2015 年公司的收入增长分别为 41.14%、33.07% 和 32.64%；净利润增长分别为 37.21%、37.84% 和 34.02%；摊薄后每股收益分别为 0.64 元，0.88 元和 1.18 元。

六、风险提示

6.1 IPTV 用户规模增长未达预期

IPTV 业务目前仍是公司主要的收入来源,随着多媒体播控平台竞争的日益激烈,若 IPTV 业务发展情况未达预期,将对公司的收入和利润有不同程度的影响。

6.2 资产整合进度低于市场预期

公司作为文广集团新媒体资产的整合平台,由于资产整合存在较大的不确定性,若进度低于市场预期,将对公司产生较大影响。

6.3 家庭娱乐平台发展低于预期的风险

公司与微软及迪士尼都成立了合资公司,逐步打造家庭娱乐产业链。若实际发展低于预期,将对公司业绩产生影响。

七、附表

附表 1 公司分业务增速与毛利率预测 (单位: 百万元人民币)

| 分业务收入测算 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| IPTV 业务 | 1,418.10 | 2,268.96 | 3,063.10 | 4,135.18 |
| 手机电视 | 68.89 | 103.34 | 134.34 | 174.64 |
| 舞美演艺策划制作 | 153.38 | 184.06 | 220.87 | 254.00 |
| 设备销售及租赁 | 124.87 | 162.33 | 211.03 | 263.79 |
| 互联网带宽资源租赁 | 114.63 | 143.29 | 179.11 | 223.89 |
| 合计 | 2,027.75 | 2,861.97 | 3,808.44 | 5,051.49 |
| 分业务成本测算 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| IPTV 业务 | 646.99 | 1,066.41 | 1,470.29 | 2,067.59 |
| 手机电视 | 33.28 | 51.67 | 69.85 | 90.81 |
| 舞美演艺策划制作 | 123.83 | 147.24 | 172.28 | 198.12 |
| 设备销售及租赁 | 108.05 | 137.98 | 173.04 | 216.31 |
| 互联网带宽资源租赁 | 91.89 | 128.96 | 161.20 | 201.50 |
| 合计 | 1,129.38 | 1,532.26 | 2,046.66 | 2,774.32 |
| 分业务增速 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| IPTV 业务 | 73.40% | 60.00% | 35.00% | 35.00% |
| 手机电视 | 8.55% | 50.00% | 30.00% | 30.00% |
| 舞美演艺策划制作 | -7.92% | 20.00% | 20.00% | 15.00% |
| 设备销售及租赁 | 32.36% | 30.00% | 30.00% | 25.00% |
| 互联网带宽资源租赁 | 24.06% | 25.00% | 25.00% | 25.00% |
| 分业务毛利率 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| IPTV 业务 | 54.38% | 53.00% | 52.00% | 50.00% |
| 手机电视 | 51.68% | 50.00% | 48.00% | 48.00% |
| 舞美演艺策划制作 | 19.27% | 20.00% | 22.00% | 22.00% |
| 设备销售及租赁 | 13.47% | 15.00% | 18.00% | 18.00% |
| 互联网带宽资源租赁 | 19.84% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |

数据来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司财务预测与估值

财务和估值数据摘要

| 单位:百万元 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2134.21 | 1335.47 | 2027.75 | 2861.97 | 3808.44 | 5051.49 |
| 增长率 (%) | -9.11% | -37.43% | 51.84% | 41.14% | 33.07% | 32.64% |
| 归属母公司股东净利润 | 106.18 | 355.10 | 516.47 | 708.65 | 976.81 | 1309.16 |
| 增长率 (%) | 199.76% | 234.43% | 45.44% | 37.21% | 37.84% | 34.02% |
| 每股收益 (EPS) | 0.095 | 0.319 | 0.464 | 0.636 | 0.877 | 1.175 |
| 每股股利 (DPS) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 每股经营现金流 | 0.077 | 0.492 | 0.829 | 0.361 | 1.134 | 0.801 |
| 销售毛利率 | 8.16% | 49.69% | 44.30% | 48.79% | 50.01% | 50.43% |
| 销售净利率 | 4.91% | 26.63% | 24.55% | 23.87% | 24.72% | 24.98% |

| | | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 净资产收益率 (ROE) | 8.23% | 13.72% | 16.74% | 18.68% | 20.48% | 21.53% |
| 投入资本回报率 (ROIC) | 4.97% | 21.36% | 36.58% | 46.26% | 55.35% | 100.43% |
| 市盈率 (P/E) | 440.22 | 131.63 | 90.51 | 65.96 | 47.85 | 35.70 |
| 市净率 (P/B) | 36.22 | 18.05 | 15.15 | 12.32 | 9.80 | 7.69 |
| 股息率 (分红/股价) | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |

报表预测

| 利润表 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2134.21 | 1335.47 | 2027.75 | 2861.97 | 3808.44 | 5051.49 |
| 减: 营业成本 | 1960.02 | 671.88 | 1129.38 | 1465.61 | 1903.72 | 2504.17 |
| 营业税金及附加 | 14.78 | 51.19 | 72.46 | 102.27 | 136.10 | 180.52 |
| 营业费用 | 61.84 | 84.37 | 82.54 | 116.50 | 155.03 | 205.63 |
| 管理费用 | 180.77 | 181.55 | 236.77 | 334.18 | 444.69 | 589.84 |
| 财务费用 | 41.57 | -8.21 | -20.79 | -41.65 | -60.77 | -85.45 |
| 资产减值损失 | 9.83 | 1.41 | 11.70 | 7.65 | 7.65 | 7.65 |
| 加: 投资收益 | 182.78 | 46.42 | 38.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 48.19 | 399.69 | 554.12 | 877.41 | 1222.03 | 1649.13 |
| 加: 其他非经营损益 | 61.99 | 8.66 | 29.22 | 33.29 | 33.29 | 33.29 |
| 利润总额 | 110.18 | 408.36 | 583.34 | 910.70 | 1255.32 | 1682.43 |
| 减: 所得税 | 5.31 | 52.71 | 85.54 | 227.67 | 313.83 | 420.61 |
| 净利润 | 104.87 | 355.65 | 497.79 | 683.02 | 941.49 | 1261.82 |
| 减: 少数股东损益 | -1.31 | 0.55 | -18.68 | -25.63 | -35.32 | -47.34 |
| 归属母公司股东净利润 | 106.18 | 355.10 | 516.47 | 708.65 | 976.81 | 1309.16 |
| 资产负债表 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 货币资金 | 459.50 | 1427.58 | 1813.53 | 2285.86 | 3640.57 | 4650.91 |
| 应收和预付款项 | 249.88 | 310.98 | 283.62 | 549.43 | 556.88 | 909.52 |
| 存货 | 147.88 | 114.78 | 128.19 | 187.11 | 222.44 | 316.29 |
| 其他流动资产 | 0.00 | 0.00 | 14.64 | 14.64 | 14.64 | 14.64 |
| 长期股权投资 | 1249.00 | 766.65 | 983.71 | 983.71 | 983.71 | 983.71 |
| 投资性房地产 | 434.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产和在建工程 | 302.39 | 242.77 | 361.30 | 293.25 | 225.20 | 157.15 |
| 无形资产和开发支出 | 14.22 | 110.77 | 143.74 | 86.14 | 28.54 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 4.30 | 18.98 | 17.24 | 16.06 | 14.89 | 14.89 |
| 资产总计 | 2861.90 | 2992.49 | 3745.96 | 4416.20 | 5686.84 | 7047.10 |
| 短期借款 | 665.00 | 5.00 | 1.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 759.31 | 316.74 | 587.24 | 575.72 | 904.87 | 1003.31 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 67.21 | 2.81 | 16.37 | 16.37 | 16.37 | 16.37 |
| 负债合计 | 1491.52 | 324.55 | 604.88 | 592.09 | 921.24 | 1019.68 |
| 股本 | 708.86 | 1113.74 | 1113.74 | 1113.74 | 1113.74 | 1113.74 |
| 资本公积 | 1637.66 | 1107.77 | 1088.64 | 1088.64 | 1088.64 | 1088.64 |
| 留存收益 | -1056.05 | 367.49 | 882.38 | 1591.03 | 2567.85 | 3877.01 |
| 归属母公司股东权益 | 1290.47 | 2589.00 | 3084.76 | 3793.41 | 4770.23 | 6079.39 |

| | | | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 少数股东权益 | 79.91 | 78.94 | 56.32 | 30.70 | -4.62 | -51.97 |
| 股东权益合计 | 1370.38 | 2667.94 | 3141.09 | 3824.11 | 4765.60 | 6027.42 |
| 负债和股东权益合计 | 2861.90 | 2992.49 | 3745.96 | 4416.20 | 5686.84 | 7047.10 |
| 现金流量表 | 2010A | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 经营性现金净流量 | 85.36 | 547.42 | 923.04 | 402.54 | 1263.07 | 892.10 |
| 投资性现金净流量 | 117.97 | 319.12 | -518.38 | 24.97 | 24.97 | 24.97 |
| 筹资性现金净流量 | -335.35 | 11.52 | -8.70 | 44.82 | 66.67 | 93.28 |
| 现金流量净额 | -133.82 | 875.66 | 394.17 | 472.33 | 1354.71 | 1010.34 |

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|-------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。