

日期: 2014年12月19日

行业: 传媒



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

## 新型互联网媒体集团

### 基本数据 (2014Q3)

报告日股价 (元)	39.21
12mth A 股价格区间 (元)	29.51/45.43
总股本 (百万股)	1113.74
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值 (亿元)	436.69
每股净资产 (元)	3.80
PBR (X)	13.03
DPS (2014H1, 元)	10 派 0.4

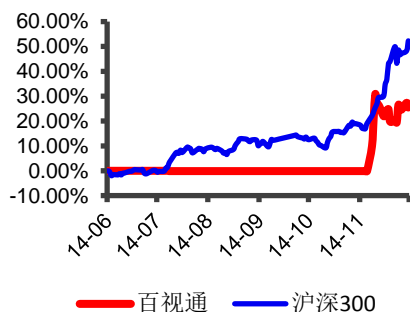
### 主要股东 (2014Q3)

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%
同方股份有限公司	2.51%

### 收入结构 (2014H1)

IPTV 及 OTT	66.29%
广告收入	12.29%
手机电视	5.83%
舞美演艺策划制作	4.80%

### 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: TWF14-CR02

首次报告日期: 2013年9月24日

### 投资摘要

#### 估值与投资建议

若整合顺利推进,我们预计2014、2015年公司的收入增长分别为32.43%和25.94%;净利润增长分别为12.80%、27.28%;新公司14、15年营收约分别为160亿、190亿元,按整合后公司备考业绩及最新股本摊薄后每股收益分别为0.94元,1.08元。以当前股价39.21元计算,市盈率分别为41.71倍和36.30倍。考虑到传媒行业上市公司14年市盈率中值34.81倍。我们维持公司,“未来六个月内,谨慎增持”评级。

#### 公司目前为国内领先的 IPTV 运营商

百视通的主要收入来源为IPTV及OTT业务,百视通是中国IPTV业务模式的开拓者与创立者。公司于2005年在上海、黑龙江启动中国最早的IPTV试点商用,逐步探索,在技术、内容、业务模式方面全面创新。百视通现服务IPTV用户超过2200万,用户规模位居全球第一。截止到2014年三季度,该业务收入占比达到66.29%;公司业务还包括广告收入(占比12.29%)、手机电视(占比5.83%)。

#### 整合方案树立传媒领域国企改革新标杆

百视通推出了整合方案。包括:(1)换股吸收合并;(2)发行股份和支付现金购买资产;(3)募集配套资金。公司将以新增股份换股吸收合并东方明珠。百视通以非公开发行股份方式购买尚世影业100%股权、五岸传播100%股权、文广互动68.0672%股权、东方希杰45.2118%股权,并以部分配套募集资金购买东方希杰38.9442%股权;同时,百视通通过向特定对象定向发行股份的方式募集配套资金,募集配套资金不超过100亿元。

#### 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。

### 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	2027.75	2637.35	3492.64	4398.64
年增长率	51.84%	30.06%	32.43%	25.94%
归属于母公司的净利润	516.47	677.35	764.08	972.51
年增长率	45.44%	31.15%	12.80%	27.28%
每股收益 (元)	0.464	0.608	0.686	0.873
PER (X)	84.50	64.49	57.16	44.91

注:有关指标按当年股本摊薄

## 目 录

一、公司概况：新型互联网媒体集团 .....	4
1.1 公司目前为国内领先的 IPTV 运营商 .....	4
1.2 公司股权结构 .....	4
二、公司业务经营状况分析 .....	5
2.1 收入、利润增速保持较快增长 .....	5
2.2 IPTV 是主要的收入来源 .....	5
三、SMG 整合方案落地 .....	6
3.1 SMG 要做传媒改革的先行者 .....	6
3.2 整合方案树立传媒领域国企改革新标杆 .....	7
3.2.1 百视通换股吸收合并东方明珠 .....	7
3.2.2 文广集团资产注入 .....	8
3.2.3 募集配套资金不超过 100 亿 .....	11
3.3 整合后更具国际化视野 .....	12
四、盈利预测 .....	13
4.1 预测假设 .....	13
4.2 盈利预测 .....	13
五、风险提示 .....	14
5.1 IPTV 及 OTT 用户规模增长未达预期 .....	14
5.2 资产整合进度低于预期 .....	14
5.3 家庭娱乐平台发展低于预期 .....	14
六、附表 .....	15

图

图 1 公司股东结构图.....	4
图 2 公司近年来的收入变化.....	5
图 3 公司近年来利润变化.....	5
图 4 公司今年来的收入构成变化.....	6
图 5 SMEG 股权结构简图.....	7
图 6 百视通整合前组织结构图.....	8
图 7 smg 组织架构图.....	10
图 8 家用机销量.....	13

表

表 1 集团业务分类.....	8
表 2 标的公司价格及盈利预期.....	11
表 3 配套募集资金对象.....	12
表 4 募投项目.....	12
表 5 公司业绩预测.....	14
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、公司概况：新型互联网媒体集团

### 1.1 公司目前为国内领先的 IPTV 运营商

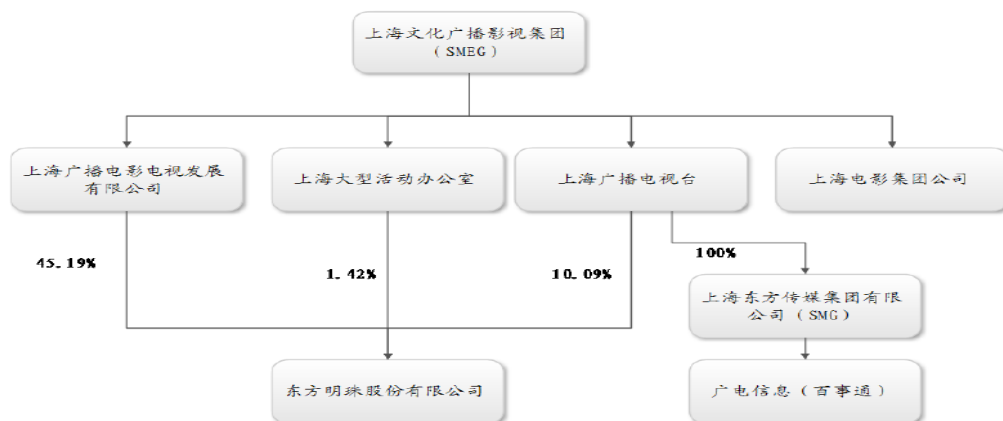
百视通公司成立于 2005 年 11 月，由东方宽频等股东发起设立。公司大股东为上海东方传媒集团 (SMG)，主营 IPTV、手机电视、网络电视、互联网电视等新媒体业务，业务覆盖到大陆 20 多个省市及东南亚。目前，百视通的主要收入来源为 IPTV 及 OTT 业务，百视通是中国 IPTV 业务模式的开拓者与创立者。公司于 2005 年在上海、黑龙江启动中国最早的 IPTV 试点商用，逐步探索，在技术、内容、业务模式方面全面创新。百视通现服务 IPTV 用户超过 2200 万，用户规模位居全球第一。截止到 2014 年三季度，该业务收入占比达到 66.29%；公司业务还包括广告收入（占比 12.29%）、手机电视（占比 5.83%）及舞美演艺策划制作（占比 4.80%）。

### 1.2 公司股权结构

百视通新媒体股份有限公司是上海文化广播影视集团有限公司 (SMG) 下属新媒体上市企业。公司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。2012 年 5 月，百视通在上海成立中国首个新媒体研究院，于 2012 年 10 月与上海交通大学联合成立“百视通大学”，启动新媒体跨界联合研发与人才培养，支撑并推进百视通产业长远发展。

图 1 公司股东结构图



数据来源：定期报告 上海证券研究所

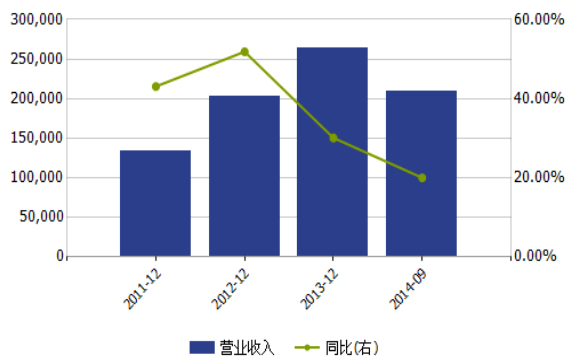
## 二、公司业务经营状况分析

### 2.1 收入、利润增速保持较快增长

2011-2014 年，公司业绩保持较快增速。从过去 3 年收入增速看，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%；2013 年公司实现收入 26.37 亿元人民币，同比增长 30.06%；实现净利润 6.77 亿元，增长 31.15%。盈利增长来源主要为两个方面，一是 IPTV 业务及 OTT 业务增长迅速，其中 IPTV 增值业务的广告和 PPV（按部点播）增长超过一倍，OTT 业务的用户数和业务收入在 2013 年有显著增；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，风行网的广告业务收入也已并入上市公司合并报表。

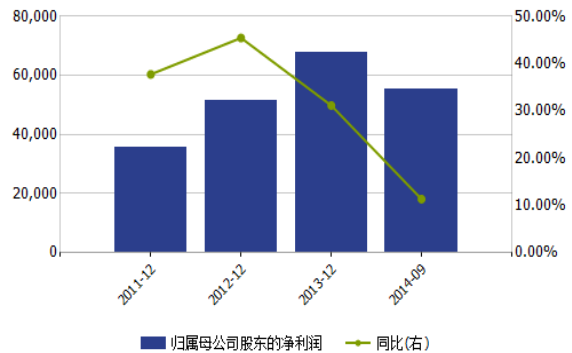
2014 年 1-9 月，公司累计实现营业收入人民币 20.9 亿元，同比增长 19.98%；实现归属于母公司股东的净利润人民币 5.55 亿元，同比增长 11.35%。

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

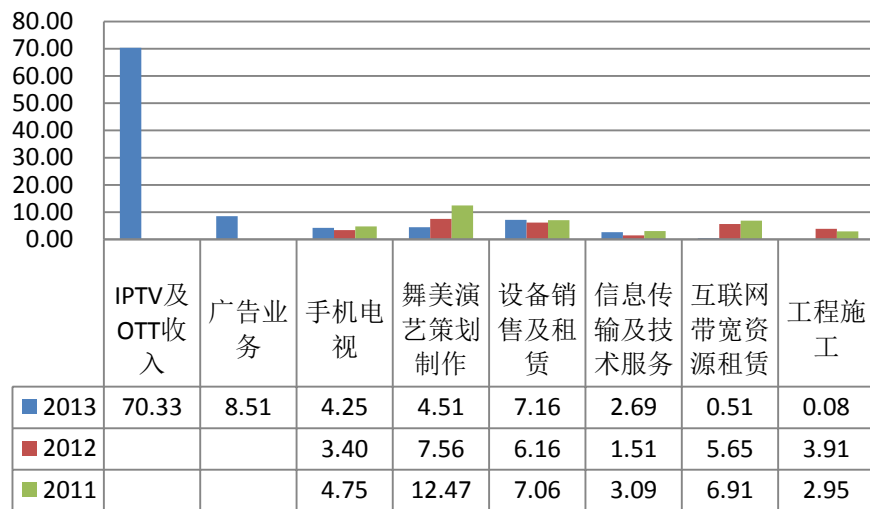


数据来源：Wind 上海证券研究所

### 2.2 IPTV 是主要的收入来源

2014 年 1-6 月，公司 IPTV 业务实现营业收入 9.55 亿元，同比增长 7%，IPTV 及 OTT 业务占比达到 73.06%。IPTV 及 OTT 业务收入持续增长，并基本维持较高的毛利率水平；广告、手机电视等增值业务收入增长较快；部分非主要业务（设备租赁及销售、互联网带宽资源租赁等）因业务调整，收入同比有所下降；舞美演艺策划制作业务因新业务拓展，毛利率有所减低，新业务的发展带动了舞美演艺策划制作总收入增长；手机电视业务因市场拓展及业务投入需要，相应投入增长，毛利率低于同期。

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

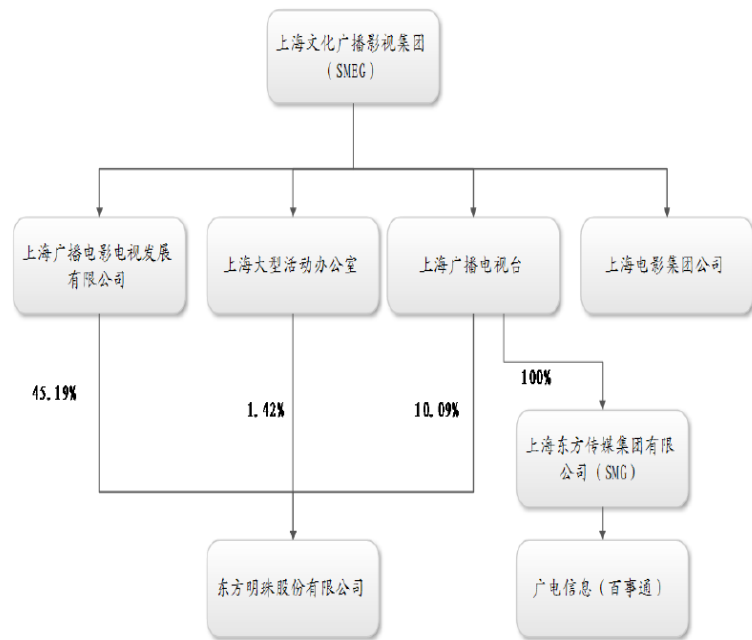
### 三、SMG 整合方案落地

#### 3.1 SMG 要做传媒改革的先行者

百视通公司大股东 SMG 初步形成了商业与金融信息服务、百视通新媒体、娱乐、动漫少儿、家庭购物等五大板块。SMG 希望从核心主业出发，主动向上下游跨界发展。集团未来 5-10 年的战略目标是：5 年内模拟市值过千亿，15 年内营业收入达千亿规模。SMG 规划：从核心主业出发，主动向上下游跨界发展，逐步实施“二三四”战略规划——“两少”（两个减少依赖——减少对传统广告业务收入、传统广播电视平台的依赖）、“三转”（转作风、转价值观、转发展模式）、“四在”——在播、在线、在场、在商。

根据 SMG 的“iso1000”战略目标，百视通制定了“五大三化”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 5SMEG 股权结构简图



数据来源: WIND; 上海证券研究所

### 3.2 整合方案树立传媒领域国企改革新标杆

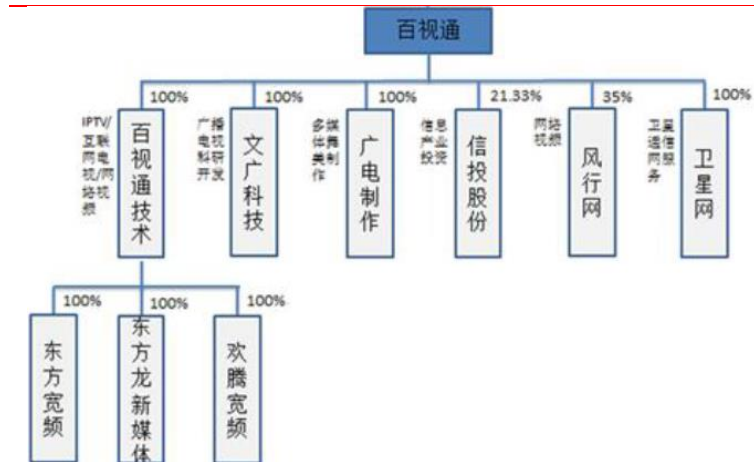
经过长时间停牌，百视通推出了整合方案。包括：（1）换股吸收合并；（2）发行股份和支付现金购买资产；（3）募集配套资金。公司将以新增股份换股吸收合并东方明珠。交易完成后，百视通将作为存续方，东方明珠将注销法人资格，其全部资产、负债、权益、业务和在册人员将并入百视通；百视通以非公开发行股份方式购买尚世影业 100% 股权、五岸传播 100% 股权、文广互动 68.0672% 股权、东方希杰 45.2118% 股权，并以部分配套募集资金购买东方希杰 38.9442% 股权；同时，百视通通过向特定对象定向发行股份的方式募集配套资金，募集配套资金不超过 100 亿元，募集资金总额不超过本次交易总额的 25%。上述股权规整事项及本次交易完成后，文广集团将持有重组后上市公司约 45.07% 的股份，仍为重组后上市公司的控股股东和实际控制人，上海市国资委仍为重组后上市公司的最终控制人。

#### 3.2.1 百视通换股吸收合并东方明珠

文广集团通过百视通新增股份换股吸收合并东方明珠的方式，实现两家上市公司整合。百视通换股价格为 32.54 元/股，东方明珠换股价格为 10.69 元/股，东方明珠与百视通的换股比例为 3.04：1。本次整合后，百视通总计新增发行股份约 15.15 亿股，其中换股吸收合并

东方明珠约发行 10.48 亿股，购买资产约发行 1.59 亿股，募集配套资金发行约 3.07 亿股。上市公司总股本约 26.28 亿股，文广集团持有其中 11.85 亿股。我们认为，整合完成后的新公司将成为 A 股传媒行业首家市值近千亿的综合传媒集团。

图 6 百视通整合前组织结构图



数据来源：公司公告、上海证券研究所

### 3.2.2 文广集团资产注入

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，并积极进行跨媒体、跨地域拓展，构建完整产业链。

表 1 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



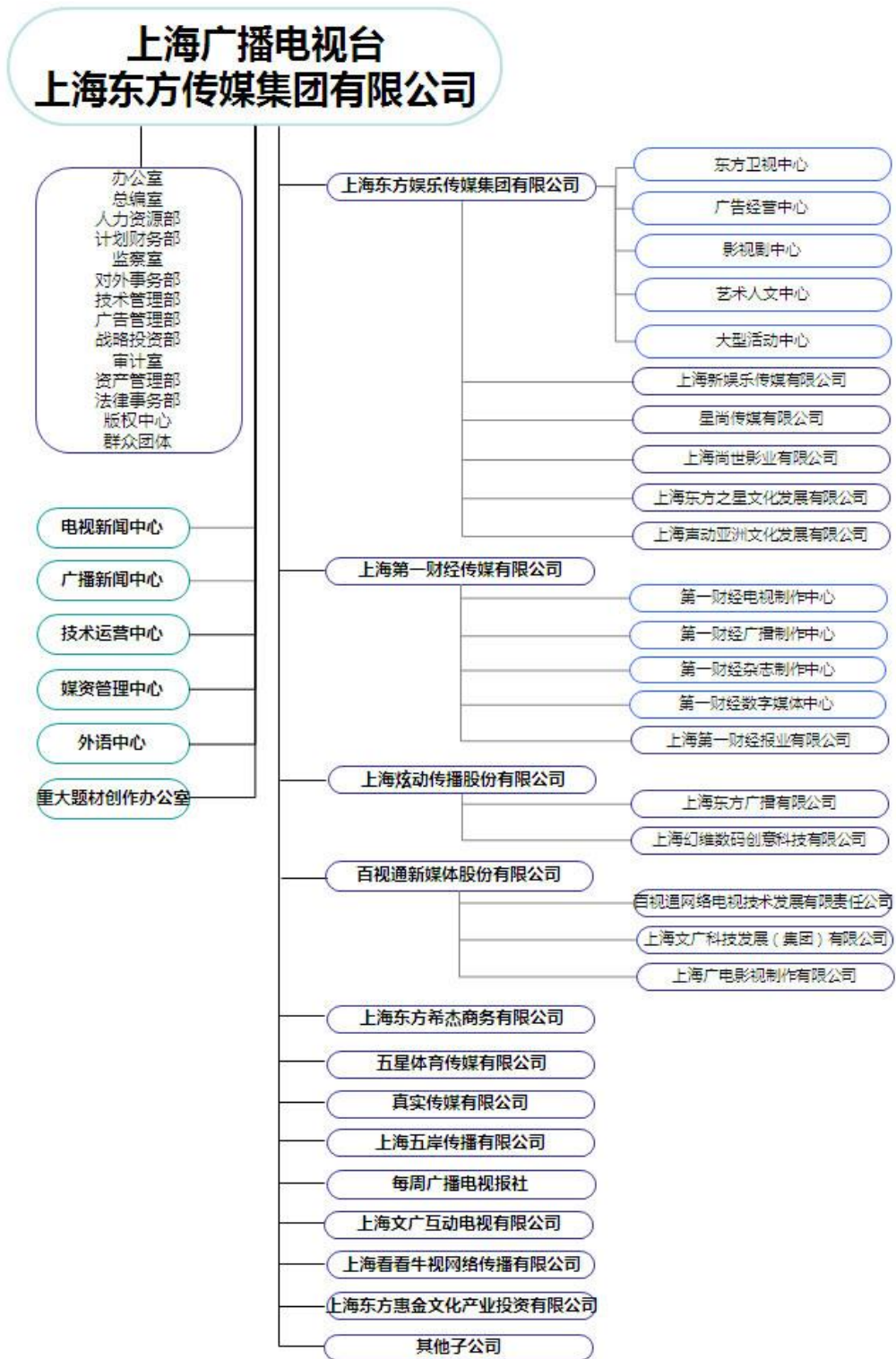
	影杂志、世界电影之窗、电影新作、卡通王
影视产业	上海电影（集团）有限公司、上海美术电影制品厂、上海电影译制厂、上海科学教育电影制品厂、上海电影技术厂、上海联合电影院线、上海东方影视发行有限责任公司、上海影视乐园、上海尚世影业、上海美术设计公司
演艺产业	上海话剧艺术中心、上海评弹团、上海歌舞团、东方青春舞蹈团、上海淮剧团、上海木偶剧团、上海滑稽剧团、上海杂技团、上海轻音乐团、上海爱乐乐团、上海马戏学校、梅赛德斯奔驰文化中心、上海马戏城、上海美琪大戏院、兰心大戏院、上海宛平艺苑、艺海剧院、上海人民大舞台、ERA-时空之旅、镜界、上海文化信息票务中心
电影节电视节	上海国际电影节、上海电视节
物业管理	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

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。集团内资产主要包括动漫产业、财经资讯、电影制作等。

本次交易百视通拟非公开发行股份购买尚世影业 100% 股权、五岸传播 100% 股权、文广互动 68.0672% 股权、东方希杰 45.2118% 股权，拟以部分配套募集资金购买东方希杰 38.9442% 股权。新公司将对集团业务进行重构整合，打造内容、平台渠道、服务三大板块为主的互联网媒体生态系统。内容业务板块在收购了影视制作商尚世影业和版权发行商五岸传播之后，通过与全球最大电视节目模式公司 Fremantle 成立合资公司来共同探索影视内容模式的研发；在平台与渠道业务板块上，新公司在将原有的云平台、OTT 及网络电视和 IPTV 继续融合的框架上，通过进一步对上海文广的数字付费电视的整合，将会使各个渠道的内容资源聚齐起来；新公司将会继续加码布局服务板块，包括数字营销与广告、文化旅游、游戏与电子竞技、新媒体购物等业务。

图 7 smg 组织架构图



数据来源：公司网站 上海证券研究所整理

收购完成后,四家公司 2015-2017 年预计贡献净利润约为 6.61 亿、7.42 亿和 8.5 亿元。交易涉及标的公司评估增值情况及未来 2 年备考

业绩如下：

**表 2 标的公司价格及盈利预期**

标的公司	主营业务	股权价值（百万）	2015、2016 年承诺利润（百万）
尚世影业	影视剧及艺人经纪	1680	140、170
五岸传播	版权发行	245	23、24
文广互动	互动传播	399	36、40
东方希杰	电视购物	6600	463、508

数据来源：公司公告 上海证券研究所

集团内资产主要包括动漫产业、财经资讯、电影制作等，未来可能参与整合的资产有：

**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。

### 3.2.3 募集配套资金不超过 100 亿

百视通向拟上海文广投资管理中心（有限合伙）、上海国和现代服务业股权投资基金合伙企业（有限合伙）、交银文化（上海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）、绿地金融投资控股集团有限公司、上海上汽投资中心（有限合伙）、上海光控股股权投资管理有限公司、长江养老保险股份有限公司、招商基金管理有限公司、国开金融有限责任公司

及中民投资资本管理有限公司等 10 名投资者非公开发行不超过 307,314,074 股以募集配套资金。

表 3 配套募集资金对象

序号	配套募集资金对象	认购金额 (亿元)	认购股份数 (股)
1	文广投资中心	32.00	98,340,503
2	上海国和基金	12.00	36,877,689
3	交银文化基金	10.00	30,731,408
4	绿地金控	10.00	30,731,408
5	上汽投资	8.00	24,585,126
6	上海光控投资	6.00	18,438,844
7	长江养老	6.00	18,438,844
8	招商基金	6.00	18,438,844
9	国开金融	5.00	15,365,704
10	中民投资本	5.00	15,365,704
合计		100.00	307,314,074

数据来源：公司公告；上海证券研究所

表 4 募投项目

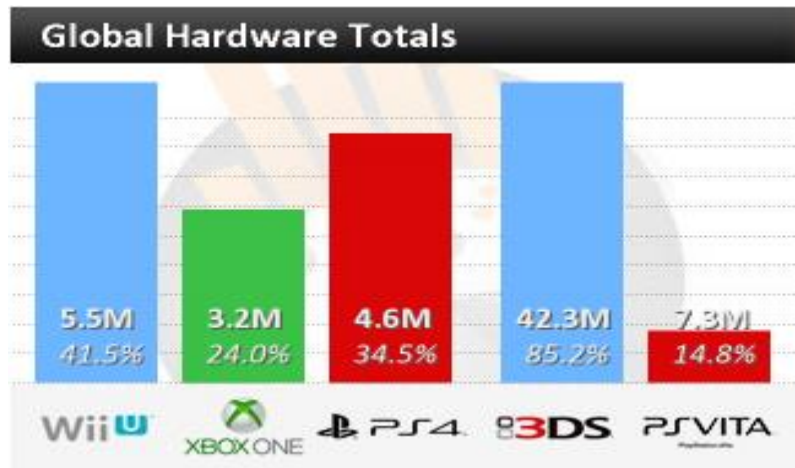
序号	名称	项目总投资金额 (亿元)	募集资金投入金额 (亿元)
1	全媒体云平台项目	9.86	9.86
2	互联网电视及网络视频项目	17.00	17.00
3	新媒体购物平台建设项目	4.18	2.95
4	版权在线交易平台项目	2.00	2.00
5	扩大电影电视剧制作产能	5.00	5.00
6	优质版权内容购买项目	20.00	20.00
7	补充流动资金	17.49	17.49
8	支付东方希杰原有股东现金对价	25.70	25.70
合计		101.23	100.00

数据来源：公司公告；上海证券研究所

### 3.3.整合后更具国际化视野

作为新媒体上市公司的代表，整合后的公司应更看重集团外的并购机会。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。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。SMG 亟待突破的领域，要形成在 XBOX、Playstation 这个行业的独特优势。同样在财经数据、财经资讯及商业金融数据领域上，新公司将与业界有独特优势的平台进行战略联手，从而取得业态的突破。利用 SMG 独特的优势，加大国际间的交流合作。

图 8 家用机销量



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。例如，通过在 2016 全球发行和迪士尼共同出品发行的记录电影《出生在中国》，从而开启双方在电影、电视、儿童漫画和技术开发领域的全面深度合作。有了微软、迪斯尼这样的合作伙伴，在国际化方面，百视通走在了前面。

## 四、盈利预测

### 4.1 预测假设

- 1、IPTV 及 OTT 用户规模保持增长；
- 2、整合顺利推进；
- 3、公司长期规划进展顺利。

### 4.2 盈利预测

若整合顺利推进，我们预计 2014、2015 年公司的收入增长分别为 32.43% 和 25.94%；净利润增长分别为 12.80%、27.28%；新公司 14、15 年营收分别为 160 亿元和 190 亿元，按整合后公司备考业绩及最新股本摊薄后每股收益分别为 0.94 元，1.08 元。以 12 月 18 日收盘价 39.21

元计算，市盈率分别为 41.71 倍和 36.30 倍。考虑到传媒行业上市公司 14 年市盈率中值 34.81 倍。随着公司以及集团内资产整合的预期兑现，公司未来的业绩有望保持快速增长。我们维持公司，“未来六个月内，谨慎增持”评级。

表 5 公司业绩预测

指标	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	1335.47	2027.75	2637.35	3492.64	4398.64
增长率	-37.43%	51.84%	30.06%	32.43%	25.94%
净利润(百万元)	355.10	516.47	677.35	764.08	972.51
增长率	234.43%	45.44%	31.15%	12.80%	27.28%
摊薄后每股收益(元)	0.319	0.464	0.608	0.686	0.873

数据来源：上海证券研究所 每股收益按整合后股本摊薄并整合收购公司备考业绩

## 五、风险提示

### 5.1 IPTV 及 OTT 用户规模增长未达预期

IPTV 及 OTT 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。

### 5.2 资产整合进度低于预期

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。

### 5.3 家庭娱乐平台发展低于预期

新公司将独占索尼及微软的国内家用机市场，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。

## 六、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	2013A	2014E	2015E
IPTV 业务	1,418.10	1,854.75	2,503.91	3,380.28
手机电视	68.89	112.12	145.76	189.48
舞美演艺策划制作	153.38	118.98	142.78	164.19
设备销售及租赁	124.87	188.75	245.38	306.72
互联网带宽资源租赁	114.63	13.35	16.69	20.86
合计	2,027.75	2,287.95	3,054.51	4,061.54
分业务成本测算	2012A	2013A	2014E	2015E
IPTV 业务	646.99	938.43	1,251.96	1,690.14
手机电视	33.28	68.58	80.17	104.22
舞美演艺策划制作	123.83	60.27	107.08	123.14
设备销售及租赁	108.05	167.12	213.48	266.85
互联网带宽资源租赁	91.89	12.84	15.85	19.82
合计	1,129.38	1,247.24	1,668.53	2,204.16
分业务增速	2012A	2013A	2014E	2015E
IPTV 业务	73.40%	38.71%	35.00%	35.00%
手机电视	8.55%	62.75%	30.00%	30.00%
舞美演艺策划制作	-7.92%	-22.43%	20.00%	15.00%
设备销售及租赁	32.36%	51.16%	30.00%	25.00%
互联网带宽资源租赁	24.06%	-88.36%	25.00%	25.00%
分业务毛利率	2012A	2013A	2014E	2015E
IPTV 业务	54.38%	49.40%	50.00%	50.00%
手机电视	51.68%	38.84%	45.00%	45.00%
舞美演艺策划制作	19.27%	49.35%	25.00%	25.00%
设备销售及租赁	13.47%	11.46%	13.00%	13.00%
互联网带宽资源租赁	19.84%	3.79%	5.00%	5.00%

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	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1335.47	2027.75	2637.35	3492.64	4398.64	5454.31
增长率 (%)	-37.43%	51.84%	30.06%	32.43%	25.94%	24.00%
归属母公司股东净利润	355.10	516.47	677.35	764.08	972.51	1213.36
增长率 (%)	234.43%	45.44%	31.15%	12.80%	27.28%	24.77%
每股收益 (EPS)	0.319	0.464	0.608	0.686	0.873	1.089
每股股利 (DPS)	0.000	0.000	0.050	0.019	0.024	0.030
每股经营现金流	0.492	0.829	0.666	0.946	0.841	1.288
销售毛利率	49.69%	44.30%	45.93%	45.93%	45.93%	45.93%
销售净利率	26.63%	24.55%	25.08%	21.36%	21.59%	21.72%

净资产收益率 (ROE)	13.72%	16.74%	18.21%	17.12%	17.98%	18.41%
投入资本回报率 (ROIC)	21.36%	36.58%	43.93%	34.01%	51.45%	65.84%
市盈率 (P/E)	122.98	84.55	64.47	57.15	44.90	35.99
市净率 (P/B)	16.87	14.16	11.74	9.78	8.07	6.63
股息率 (分红/股价)	0.000	0.000	0.001	0.000	0.001	0.001

## 报表预测

利润表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1335.47	2027.75	2637.35	3492.64	4398.64	5454.31
减: 营业成本	671.88	1129.38	1425.91	1888.33	2378.16	2948.92
营业税金及附加	51.19	72.46	48.23	0.00	0.00	0.00
营业费用	84.37	82.54	146.56	194.09	244.44	303.11
管理费用	181.55	236.77	351.47	465.45	586.19	726.87
财务费用	-8.21	-20.79	-30.76	-50.09	-76.40	-104.42
资产减值损失	1.41	11.70	21.83	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	46.42	38.43	35.11	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
<b>营业利润</b>	<b>399.69</b>	<b>554.12</b>	<b>709.23</b>	<b>994.86</b>	<b>1266.24</b>	<b>1579.83</b>
加: 其他非经营损益	8.66	29.22	61.52	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>408.36</b>	<b>583.34</b>	<b>770.74</b>	<b>994.86</b>	<b>1266.24</b>	<b>1579.83</b>
减: 所得税	52.71	85.54	109.29	248.72	316.56	394.96
<b>净利润</b>	<b>355.65</b>	<b>497.79</b>	<b>661.45</b>	<b>746.15</b>	<b>949.68</b>	<b>1184.88</b>
减: 少数股东损益	0.55	-18.68	-15.90	-17.94	-22.83	-28.48
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>355.10</b>	<b>516.47</b>	<b>677.35</b>	<b>764.08</b>	<b>972.51</b>	<b>1213.36</b>
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1427.58	1813.53	2018.42	2902.46	3888.33	5393.87
应收和预付款项	310.98	283.62	693.40	357.30	965.96	674.88
存货	114.78	128.19	143.29	311.41	261.24	448.85
其他流动资产	0.00	14.64	31.02	31.02	31.02	31.02
长期股权投资	766.65	983.71	908.20	908.20	908.20	908.20
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	242.77	361.30	425.29	346.94	268.60	190.26
无形资产和开发支出	110.77	143.74	699.28	564.15	429.02	293.90
其他非流动资产	18.98	17.24	5.70	3.94	2.19	2.19
<b>资产总计</b>	<b>2992.49</b>	<b>3745.96</b>	<b>4924.60</b>	<b>5425.43</b>	<b>6754.56</b>	<b>7943.17</b>
短期借款	5.00	1.26	198.53	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	316.74	587.24	792.26	766.42	1172.51	1209.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2.81	16.37	54.72	54.72	54.72	54.72
<b>负债合计</b>	<b>324.55</b>	<b>604.88</b>	<b>1045.50</b>	<b>821.14</b>	<b>1227.23</b>	<b>1264.21</b>
股本	1113.74	1113.74	1113.74	1113.74	1113.74	1113.74
资本公积	1107.77	1088.64	1089.51	1089.51	1089.51	1089.51
留存收益	367.49	882.38	1517.13	2260.27	3206.13	4386.24
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>2589.00</b>	<b>3084.76</b>	<b>3720.38</b>	<b>4463.52</b>	<b>5409.38</b>	<b>6589.49</b>



少数股东权益	78.94	56.32	158.71	140.77	117.95	89.46
<b>股东权益合计</b>	<b>2667.94</b>	<b>3141.09</b>	<b>3879.09</b>	<b>4604.30</b>	<b>5527.33</b>	<b>6678.95</b>
负债和股东权益合计	2992.49	3745.96	4924.60	5425.43	6754.56	7943.17
<b>现金流量表</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
经营性现金净流量	547.42	923.04	741.98	1053.42	936.12	1434.37
投资性现金净流量	319.12	-518.38	-603.91	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	11.52	-8.70	153.01	-169.38	49.75	71.17
<b>现金流量净额</b>	<b>875.66</b>	<b>394.17</b>	<b>291.56</b>	<b>884.04</b>	<b>985.87</b>	<b>1505.54</b>

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。