

2017年12月16日

东方明珠 (600637.SH)

与中国电信深化合作，基于家庭娱乐深化“娱乐+”布局

事件：

12月15日，公司与中国电信签署《战略合作协议》，双方将围绕家庭娱乐持续创新，进一步加深IPTV业务领域合作；同时公司与中国电信集团旗下唯一一家A股上市公司号百控股(600640.SH)、号百信息签署《战略合作协议》，各方将在视频业务、游戏业务、住家服务业务、会员积分及广告等方面深度合作。

■**战略层面与中国电信深化合作，协同广电系及电信系资源优势。**此前公司已与腾讯、微软等各方巨头签署战略合作协议，充分利用合作伙伴资源及内容优势，此次与中国电信战略合作将进一步强化协同合力。双方将围绕家庭娱乐持续创新，聚焦于IPTV、手机电视、互联网电视、终端硬件、电视购物、游戏娱乐、海外业务等领域，深化“娱乐+”生态布局。

■**与电信集团旗下号百控股、号百信息深度合作。**此次公司将与号百控股、号百信息围绕家庭娱乐在视频业务、游戏业务、住家服务业务、会员积分及广告业务等具体层面深度合作。

(1) 视频业务合作立足于电信品牌天翼视讯，并积极探索内容IP培育及运营。天翼视讯系号百控股旗下互联网视频内容平台，未来公司将优先成为其手机电视集成播控及内容服务合作伙伴，共享手机用户多层次产品收益。号百控股旗下品牌天翼阅读及爱动漫拥有丰富内容IP，未来双方将积极探索影视、综艺内容IP培育及运营，预计可强化公司内容优势。

(2) 游戏业务方面，号百控股旗下炫彩互动拥有“爱游戏”及“中国游戏中心”两大核心平台型产品群，公司将利用自身游戏资源优势，为其提供手机及电视游戏产品，预计将强化公司游戏内容变现能力。

(3) 住家服务及会员方面，公司与号百信息合作提供住家会员服务，并利用自身全媒体渠道优势为该服务提供长期流量入口，共享会员积分体系，丰富会员权益及服务体验。

■**投资建议：**短期媒体渠道业务业绩稳步释放，IPTV、OTT、有线数字付费电视营收预计将保持较高增速；长期公司将立足于全媒体渠道近亿级及线下千万级用户流量，依托大股东SMG资源，拔高内容优势，打通线上线下变现闭环。此次公司与中国电信战略合作将进一步强化短期逻辑及长期逻辑。考虑国际广告计提减值准备及出售国际广告影响后，我们预计公司17/18/19年净利润分别为29亿、32.01亿、35.52亿，对应EPS1.10/1.21/1.34元，参考同类可比公司给予18年20倍目标PE，对应目标价24.20元，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**市场竞争恶化、与中国电信合作不及预期、各业务协同效应无法发挥等风险。

公司快报

证券研究报告

互联网

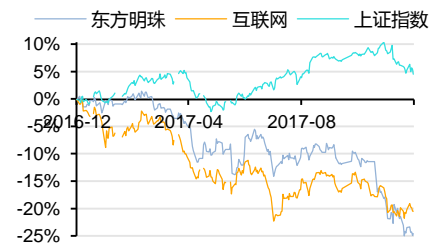
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**24.2元**
股价(2017-12-15) **17.35元**

交易数据

总市值(百万元)	45,825.73
流通市值(百万元)	27,792.05
总股本(百万股)	2,641.25
流通股本(百万股)	1,601.85
12个月价格区间	17.25/23.69元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.01	-14.61	-28.86
绝对收益	-7.02	-17.22	-24.1

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

东方明珠：加速业务结构优化及战略整合，控股股东及高管增持彰显信心/焦娟	2017-11-13
东方明珠：依托多渠道优势及内容资源，业绩平稳增长/焦娟	2017-08-30
东方明珠：引进头部主机游戏《索尼克力量》，深化“娱乐+”生态布局/焦娟	2017-07-21
东方明珠：东方明珠：入股盖亚互娱，布局手游及电竞/焦娟	2017-06-23
东方明珠：东方明珠：全媒体+强内容+变现路径	

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	18,529.7	19,445.5	20,417.8	22,459.5	24,930.1
净利润	2,906.7	2,934.0	2,900.2	3,201.4	3,552.3
每股收益(元)	1.10	1.11	1.10	1.21	1.34
每股净资产(元)	9.47	10.03	11.02	12.04	13.28
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	18.7	18.5	18.7	17.0	15.3
市净率(倍)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
净利润率	15.7%	15.1%	14.2%	14.3%	14.2%
净资产收益率	11.6%	11.1%	10.0%	10.1%	10.1%
股息收益率	1.1%	1.7%	0.0%	0.9%	0.5%
ROIC	117.1%	20.4%	12.2%	24.3%	21.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,529.7	19,445.5	20,417.8	22,459.5	24,930.1	成长性					
减:营业成本	13,926.1	14,357.6	15,395.0	16,622.3	18,348.5	营业收入增长率	522.3%	4.9%	5.0%	10.0%	11.0%
营业税费	323.5	464.0	487.2	488.0	577.1	营业利润增长率	387.3%	4.1%	-21.8%	39.2%	11.3%
销售费用	975.2	944.6	1,125.0	1,170.2	1,296.4	净利润增长率	270.1%	0.9%	-1.2%	10.4%	11.0%
管理费用	1,228.6	1,203.2	1,306.7	1,438.7	1,545.7	EBITDA 增长率	274.9%	3.7%	-17.0%	30.9%	9.8%
财务费用	-30.4	-62.9	-66.0	-72.6	-80.6	EBIT 增长率	416.2%	3.2%	-22.2%	39.9%	11.3%
资产减值损失	114.6	115.6	681.0	115.4	115.2	NOPLAT 增长率	362.5%	4.2%	-22.6%	40.2%	11.2%
加:公允价值变动收益	0.4	-43.6	-43.6	-43.6	-43.6	投资资本增长率	499.8%	28.9%	-29.6%	28.9%	-31.3%
投资和汇兑收益	1,603.0	1,363.6	1,483.3	1,423.4	1,453.4	净资产增长率	479.1%	6.4%	9.8%	9.4%	10.3%
营业利润	3,595.5	3,743.3	2,928.6	4,077.4	4,537.5	利润率					
加:营业外净收支	300.5	247.7	987.1	260.9	267.5	毛利率	24.8%	26.2%	24.6%	26.0%	26.4%
利润总额	3,896.0	3,991.0	3,915.6	4,338.3	4,805.0	营业利润率	19.4%	19.3%	14.3%	18.2%	18.2%
减:所得税	805.6	794.7	794.7	872.2	970.6	净利润率	15.7%	15.1%	14.2%	14.3%	14.2%
净利润	2,906.7	2,934.0	2,900.2	3,201.4	3,552.3	EBITDA/营业收入	23.8%	23.5%	18.6%	22.1%	21.9%
						EBIT/营业收入	19.2%	18.9%	14.0%	17.8%	17.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	30	49	46	39	33
货币资金	10,129.3	8,028.5	15,615.2	15,132.1	23,858.4	流动营业资本周转天数	64	133	93	83	76
交易性金融资产	2.1	4.0	-	-	-	流动资产周转天数	255	415	426	441	471
应收帐款	2,867.7	3,597.4	3,450.0	4,159.6	4,366.2	应收帐款周转天数	36	60	62	61	62
应收票据	288.9	533.6	197.5	494.7	130.6	存货周转天数	23	35	28	32	30
预付帐款	766.0	1,300.8	592.8	948.3	970.2	总资产周转天数	406	667	675	655	652
存货	2,163.8	1,645.4	1,577.7	2,367.3	1,730.8	投资资本周转天数	164	307	281	241	207
其他流动资产	6,273.7	7,268.3	4,546.1	5,907.2	5,226.7	投资回报率					
可供出售金融资产	3,007.6	2,113.7	2,113.7	2,113.7	2,113.7	ROE	11.6%	11.1%	10.0%	10.1%	10.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	8.7%	7.8%	8.3%	7.9%
长期股权投资	2,926.1	5,856.4	6,210.4	7,852.5	8,850.5	ROIC	117.1%	20.4%	12.2%	24.3%	21.0%
投资性房地产	428.7	648.3	663.3	673.3	678.3	费用率					
固定资产	2,654.5	2,670.2	2,504.4	2,347.0	2,182.7	销售费用率	5.3%	4.9%	5.5%	5.2%	5.2%
在建工程	118.2	90.7	133.5	128.1	89.0	管理费用率	6.6%	6.2%	6.4%	6.4%	6.2%
无形资产	1,980.4	2,092.7	1,463.3	824.9	174.3	财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
其他非流动资产	1,672.0	946.7	739.8	-1,007.2	-1,990.8	三费/营业收入	11.7%	10.7%	11.6%	11.3%	11.1%
资产总额	35,279.0	36,796.6	39,807.8	41,941.5	48,380.6	偿债能力					
短期债务	1,153.9	105.0	-	-	-	资产负债率	23.5%	22.0%	20.8%	17.7%	21.3%
应付帐款	2,972.4	3,833.8	5,526.5	3,466.6	7,075.0	负债权益比	30.8%	28.2%	26.2%	21.5%	27.1%
应付票据	299.0	621.0	219.5	412.5	386.4	流动比率	3.32	2.86	3.25	4.05	3.62
其他流动负债	2,357.4	3,259.3	2,246.4	3,276.2	2,567.9	速动比率	3.00	2.65	3.05	3.72	3.45
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-117.33	-58.55	-43.37	-55.16	-55.31
其他非流动负债	1,516.9	265.6	276.2	270.9	273.5	分红指标					
负债总额	8,299.6	8,084.7	8,268.6	7,426.2	10,302.7	DPS(元)	0.23	0.34	-	0.19	0.10
少数股东权益	1,976.8	2,223.1	2,443.9	2,708.7	2,990.8	分红比率	20.8%	30.6%	0.0%	15.3%	7.7%
股本	2,626.5	2,641.7	2,641.3	2,641.3	2,641.3	股息收益率	1.1%	1.7%	0.0%	0.9%	0.5%
留存收益	21,088.9	23,553.9	26,454.0	29,165.4	32,445.9						
股东权益	26,979.4	28,711.9	31,539.2	34,515.3	38,077.9						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	3,090.3	3,196.3	2,900.2	3,201.4	3,552.3	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	879.9	918.2	933.4	962.3	994.7	EPS(元)	1.10	1.11	1.10	1.21	1.34
资产减值准备	114.6	115.6	-	-	-	BVPS(元)	9.47	10.03	11.02	12.04	13.28
公允价值变动损失	-0.4	43.6	-43.6	-43.6	-43.6	PE(X)	18.7	18.5	18.7	17.0	15.3
财务费用	68.5	68.9	-66.0	-72.6	-80.6	PB(X)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
投资损失	-1,603.0	-1,363.6	-1,483.3	-1,423.4	-1,453.4	P/FCF	-7.2	-23.6	6.9	-154.3	6.2
少数股东损益	183.6	262.3	220.8	264.8	282.1	P/S	2.9	2.8	2.7	2.4	2.2
营运资金的变动	-7,530.2	-572.3	4,626.8	-4,504.7	4,440.0	EV/EBITDA	20.2	11.8	10.1	7.9	5.7
经营活动产生现金流量	994.1	2,291.6	7,088.3	-1,615.8	7,691.5	CAGR(%)	3.9%	6.3%	63.8%	3.9%	6.3%
投资活动产生现金流量	-8,351.6	-2,509.7	1,335.8	1,297.0	1,352.0	PEG	4.8	3.0	0.3	4.3	2.4
融资活动产生现金流量	7,829.1	-1,571.5	-837.4	-164.3	-317.1	ROIC/WACC	11.2	2.0	1.2	2.3	2.0
						REP	0.5	1.5	2.5	1.0	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟、王中骁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034