

转型为国内最大新媒体电视服务商

广电信息重大资产重组预案点评

报告关键点:

- 资产重组完成后,公司主体为国内最大的IPTV运营服务商百事通
- 大股东东方传媒为国内规模最大的广电机构之一
- IPTV、手机电视和互联网视频是三网融合的确切收益环节,行业竞争加剧

报告摘要:

- 事件:** 广电信息拟通过股份转让,剥离非新媒体业务;以现金及向东方传媒非公开发行股份购买东方传媒持有的百视通技术51.8%股权、文广科技100%股权、广电制作100%股权、信投股份21.3%股份,同时,向除东方传媒外九家百视通其他股东非公开发行股份购买其持有的百视通48%股权。资产重组完成后,将实现公司主营业务向IPTV、手机电视、互联网视频等新媒体业务的全面转型。
- 百事通是国内最大、最早的IPTV服务商。** 2009年百视通在IPTV的市占率超过80%;手机电视据全国前三。09年其收入主要分四个部分: 1) IPTV收入2.57亿元,占比73%; 2) 广告收入5875万元,占比17%; 3) 手机电视收入2100万元,占比6%; 4) 互联网视频收入1430万元,占比4%。公司从2003年介入IPTV,布局较早,假设按照每户20元的ARPU值计算,公司目前的用户数有可能已达到1000万户以上。
- 大股东东方传媒为国内规模最大的广电机构之一。** 东方传媒控股股东为上海广播电视台,最终控制人为上海市国资委,2009年收入规模56亿,净利润8亿。拥有国内一流的内容制作、播出能力,为百事通提供了丰富的内容版权库。
- 与电信运营商分成比例低于市场预期,未来存在提升空间。** 公司目前与运营商的收入分成比例较低,仍处于产业链的弱势地位,低于市场预期的3:7或者4:6的分成比例。预计未来随着渠道竞争加剧,公司凭借大股东的内容平台优势,存在分成比例提升的空间。
- IPTV、手机电视和互联网视频是三网融合的确切收益环节,行业竞争加剧。** 2010年初,国家明确三网融合方案,推进电信网、广播电视网、互联网三网融合。融合最直接的结果是加快了广电和电信业务的互相渗透和各自带宽的建设。三网融合前,IPTV基数较小,预计随着三网融合的推进,IPTV行业将进入快速发展期。但同时也要注意,随着试点继续,不断增加IPTV牌照,行业规模扩大同时,竞争亦将激烈。
- 首次覆盖给予“增持-A”评级。** 摊薄后,公司2010年、2011年、2012年EPS分别为0.21元、0.27元、0.32元,对应PE为39倍、31倍、26倍;给予2011年新媒体相关主营业务45-50倍目标PE,创投公司带来的投资收益20倍PE,目标价格区间10.3-11.2元。
- 主要风险:** IPTV竞争加剧,扩张速度放缓;原有IPTV区域竞争加剧,份额缩小。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,436.1	2,348.1	843.0	1,011.6	1,315.1
Growth(%)	-13.0%	-31.7%	-64.1%	20.0%	30.0%
净利润	-991.4	35.4	241.1	294.7	356.5
Growth(%)	-6392.5%	-103.6%	580.7%	22.2%	21.0%
毛利率(%)	6.5%	6.3%	35.0%	32.5%	31.0%
净利润率(%)	-28.9%	1.5%	28.6%	29.1%	27.1%
每股收益(元)	-1.40	0.05	0.32	0.27	0.32
每股净资产(元)	1.70	1.69	1.94	1.91	2.23
市盈率	-6.6	184.5	29.0	34.7	28.7
市净率	5.4	5.5	4.8	4.8	4.1
净资产收益率(%)	-78.0%	2.3%	16.7%	12.8%	13.3%

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

11.00元

期限:

3个月 上次预测:

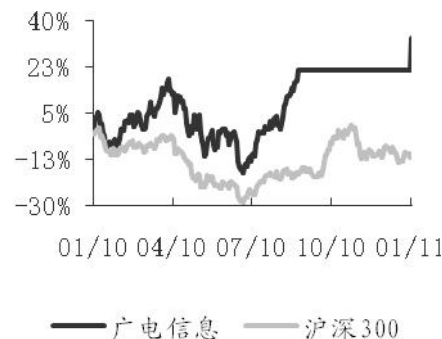
现价(2011年01月11日): 9.22元

报告日期:

2011-01-12

总市值(百万元)	6,535.73
流通市值(百万元)	6,535.73
总股本(百万股)	708.86
流通股本(百万股)	708.86
12个月最低/最高	5.47/9.22元
十大流通股东(%)	44.81%
股东户数	72,162

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.20	11.54	44.99
绝对收益	10.03	10.03	33.39

侯利

行业分析师

021-68763972

houli@essence.com.cn

执业证书编号

S1450209070220

王禹媚

联系人

010-66581635

wangym@essence.com.cn

表1: 广电信息10-12年盈利预测

	2010E	2011 E	2012 E
收入	843	1,012	1,315
主营业务净利润	168	218.8	273.5
投资收益	70	77.1	84.8
归属母公司净利润	238	296	358
摊薄后 EPS	0.21	0.27	0.32
PE	39	31	26
总股本	1,110		

数据来源: 安信证券研究中心

表2: 以2011年盈利为基准的目标价

主营业务目标 PE	45	50
投资收益目标 PE	20	20
目标价	$0.2 \times 45 + 0.07 \times 20 = 10.3$	$0.2 \times 50 + 0.07 \times 20 = 11.2$

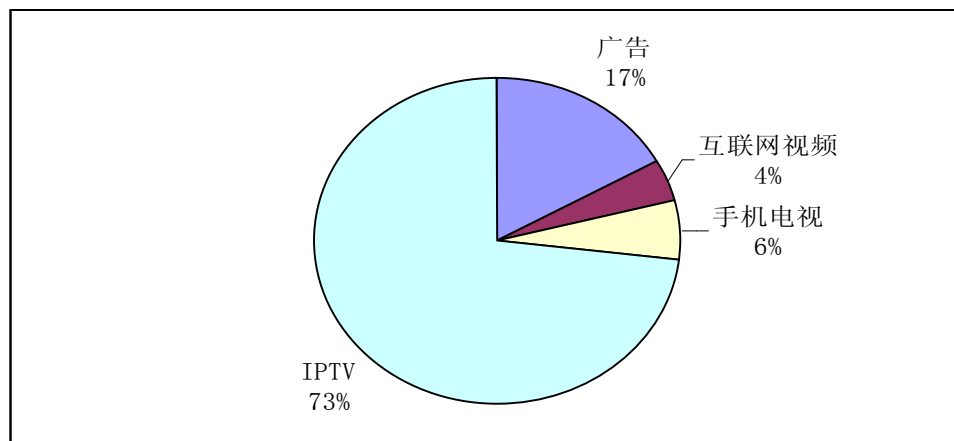
数据来源: 安信证券研究中心

表3: 资产重组前后, 广电信息股东变化

股东名称	重大资产重组前		重大资产重组后	
	股票数量(股)	持股比例	股票数量(股)	持股比例
仪电集团	299,452,717	42.24%	40,000,000	3.60%
东方传媒	43,484	0.01%	461,903,454	41.61%
同方股份	0	0%	63,717,065	5.74%
恒盛嘉业	0	0%	37,498,038	3.38%
智慧创奇	0	0%	10,780,491	0.97%
成都元泓	0	0%	14,270,130	1.29%
上海通维	0	0%	15,422,957	1.39%
TCL 创动	0	0%	6,356,128	0.57%
深圳博汇源	0	0%	2,991,119	0.27%
上海诚贝	0	0%	30,023,079	2.70%
上海联和	0	0%	17,620,225	1.59%
A 股流通股股东	409,368,352	57.75%	409,368,352	36.88%
合计	708,864,553	100%	1,109,951,038	100.00%

数据来源: 安信证券研究中心, 公司公告

图1: 百事通收入构成



数据来源: 安信证券研究中心, 公司公告

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-1-11	
						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
利润表												
	2008	2009	2010E	2011E	2012E							
营业收入	3,436.1	2,348.1	843.0	1,011.6	1,315.1	成长性						
减: 营业成本	3,211.8	2,200.5	548.0	682.8	907.4	营业收入增长率	-13.0%	-31.7%	-64.1%	20.0%	30.0%	
营业税费	13.7	15.8	3.8	5.1	7.2	营业利润增长率	-2747.7%	-100.5%				
销售费用	125.4	169.5	33.7	40.5	52.6	净利润增长率	-6392.5%	-103.6%				
管理费用	327.6	193.6	50.6	70.8	92.1	EBITDA 增长率	-375.5%	-121.4%				
财务费用	162.1	84.5	-15.9	-27.5	-35.8	EBIT 增长率	-567.6%	-110.6%				
资产减值损失	625.7	-265.6				NOPLAT 增长率	-587.3%	-113.7%				
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-34.2%	-39.5%				
投资和汇兑收益	29.6	54.8	70.1	77.1	84.8	净资产增长率	-53.0%	0.3%				
营业利润	-1,000.6	4.7				利润率						
加: 营业外净收支	9.8	28.1	1.0	-1.0	1.0	毛利率	6.5%	6.3%	35.0%	32.5%	31.0%	
利润总额	-990.8	32.7				营业利润率	-29.1%	0.2%				
减: 所得税	4.2	3.2	29.3	31.5	37.6	净利润率	-28.9%	1.5%	28.6%	29.1%	27.1%	
净利润	-991.4	35.4	241.1	294.7	356.5	EBITDA/营业收入	-21.1%	6.6%	35.1%	30.5%	27.3%	
						EBIT/营业收入	-24.4%	3.8%	32.9%	28.6%	25.9%	
资产负债表												
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	运营效率						
货币资金	383.1	674.9	1,512.7	2,220.1	2,616.3	固定资产周转天数	35	52	152	120	89	
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	64	-10	-115	-50	-49	
应收帐款	978.9	208.6	196.5	204.6	229.8	流动资产周转天数	236	222	648	789	765	
应收票据	17.4	7.1	29.8	14.6	23.1	应收帐款周转天数	111	88	80	67	56	
预付帐款	65.9	69.4	66.6	63.6	61.2	存货周转天数	40	38	57	22	21	
存货	280.0	209.3	57.7	65.5	89.6	总资产周转天数	513	550	1,175	926	866	
其他流动资产	0.1	-0.0	-0.1	-0.0	0.1	投资资本周转天数	242	226	272	48	25	
可供出售金融资产	71.2	13.5	-	-	-	投资回报率						
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	-78.0%	2.3%	16.7%	12.8%	13.3%	
长期股权投资	1,222.2	1,219.8	20.0	20.0	20.0	ROA	-25.3%	0.9%	11.7%	9.7%	10.0%	
投资性房地产	569.5	448.6	-	-	-	ROIC	-29.9%	6.2%	22.5%	157.3%	288.7%	
固定资产	307.3	364.7	345.8	331.0	315.7	费用率						
在建工程	0.4	7.0	4.8	3.5	2.7	销售费用率	3.6%	7.2%	4.0%	4.0%	4.0%	
无形资产	16.6	18.2	17.0	16.0	15.0	管理费用率	9.5%	8.2%	6.0%	7.0%	7.0%	
其他非流动资产	14.5	3.4	7.7	8.0	8.2	财务费用率	4.7%	3.6%	-1.9%	-2.7%	-2.7%	
资产总额	3,927.1	3,244.5	2,258.4	2,946.8	3,381.7	三费/营业收入	17.9%	19.1%	8.1%	8.3%	8.3%	
短期债务	1,594.8	970.0	10.0	10.0	10.0	偿债能力						
应付帐款	793.1	537.3	132.3	166.7	220.7	资产负债率	67.5%	60.6%	30.0%	24.8%	24.4%	
应付票据	44.9	6.2	13.0	9.2	12.1	负债权益比	207.9%	153.7%	42.9%	33.0%	32.3%	
其他流动负债	195.5	358.3	375.0	401.9	452.4	流动比率	0.65	0.62	3.29	4.11	4.12	
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	0.55	0.51	3.19	4.01	4.00	
其他非流动负债	8.6	78.7	112.0	106.7	94.0	利息保障倍数	-5.17	1.06	-17.42	-10.53	-9.52	
负债总额	2,651.5	1,965.6	678.0	731.1	826.2	分红指标						
少数股东权益	71.8	84.4	108.0	97.8	81.1	DPS(元)	-	-	-	-	-	
股本	708.9	708.9	759.1	1,110.0	1,110.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
留存收益	495.0	485.7	713.3	1,008.0	1,364.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
股东权益	1,275.6	1,279.0	1,580.3	2,215.7	2,555.5							
现金流量表												
	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	-994.9	29.5	241.1	294.7	356.5	EPS(元)	-1.40	0.05	0.32	0.27	0.32	
加: 折旧和摊销	123.5	76.7	18.8	18.9	19.0	BVPS(元)	1.70	1.69	1.94	1.91	2.23	
资产减值准备	625.7	-265.6	-	-	-	PE(X)	-6.6	184.5	29.0	34.7	28.7	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.4	5.5	4.8	4.8	4.1	
财务费用	162.6	87.1	-15.9	-27.5	-35.8	P/FCF	-35.1	48.1	28.4	29.0	26.3	
投资收益	-29.6	-54.8	-70.1	-77.1	-84.8	P/S	1.9	2.8	8.3	10.1	7.8	
少数股东损益	-3.5	-5.9	23.5	-10.2	-16.7	EV/EBITDA	-3.8	30.8	19.2	26.7	21.8	
营运资金的变动	58.5	946.3	-202.1	55.3	39.6	CAGR(%)	-165.9%	125.8%	4.0%	2.3%	-12.4%	
经营活动产生现金流量	-45.9	740.6	-4.7	254.0	277.8	PEG	0.0	1.5	7.3	15.3	-2.3	
投资活动产生现金流量	318.1	107.7	1,281.3	75.0	82.7	ROIC/WACC	-3.0	0.6	2.3	15.8	28.9	
融资活动产生现金流量	-380.3	-517.1	-887.4	378.4	35.8	REP	-0.5	6.9	15.3	4.9	3.6	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，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。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

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

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034