

今天看IPTV爆发,未来看第四屏主导者

研究结论

● “光纤到户”实施为IPTV提供产业动力,驱动IPTV市场高成长

网络扩容是IPTV发展的先导因素。政策鼓励下,各电信运营商提出规模宏大的宽带改造和光纤到户计划,“十二五”期间累计投资将过亿,覆盖用户超过1亿。

为兑现收益和降低宽带用户离网率,电信运营商有充分动力来推动IPTV业务。借助电信运营商庞大的宽带用户基数和强大营销能力,IPTV市场迎来高速增长期。我们预计2015年全国IPTV用户规模将达5080万户。

● 公司具有先发优势和集控平台核心能力,行业地位稳固

我们认为百视通领先的市场地位足够稳固。百视通核心优势有二:全国性内容运营牌照在IPTV试点阶段具有极大稀缺性,且后续增发可能性小;作为内容集成商,在两大核心能力(播控平台运营能力、EPG等技术服务能力)上短期内不可能被对手超越。

市场担心百视通发展的可持续性。但我们认为百视通行业地位稳固:1)适当竞争可激发产业活力,市场增量足以让各方受益。其它厂商在播控平台运营能力尚需提高,不足以取代百视通行业领先地位。双方出于差异化的需求还存在分工合作的可能。2)地方广电与百视通实质是产业链上下游关系。百视通已经采取了更为灵活、务实的市场策略,通过让利等形式与地方广电一起拓展市场,并取得实际成效。

● 短期看好IPTV订阅收入高增长,中长期广告及增值业务具备爆发潜力

用户规模的增加保障IPTV订阅收入增长。预计2012年公司年均结算用户达到988万户,订阅收入达到12.6亿,同比增74%。同时,广告及增值业务在用户突破千万后具备爆发潜力。预计广告收入将由目前约8000万,增至2013年的2.5亿,增幅207%。长远来看,百视通在基于电视的服务产业链中占据关键位置,具备拓展多元业务(如电子商务、电子支付)以及整合电视端内容服务(包括IPTV、智能电视、互联网电视)的潜力,未来将成为第四屏产业链的主导者。

● 首次给予公司买入评级,目标价16.8元。预计公司11-13年的EPS分别为0.35、0.56、0.74元。基于公司广阔的业务发展空间和未来预期的高成长,给予2012年30倍PE,对应目标价16.8元,首次给予公司买入评级。

● 风险因素:光纤到户不及预期风险、政策风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周军

021-63325888-6127

zhoujun@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210060004

联系人

孟玮

021-63325888-6123

mengwei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2011年10月17日) 12.43元

目标价格 16.80元

总股本/A股(百万股) 709/709

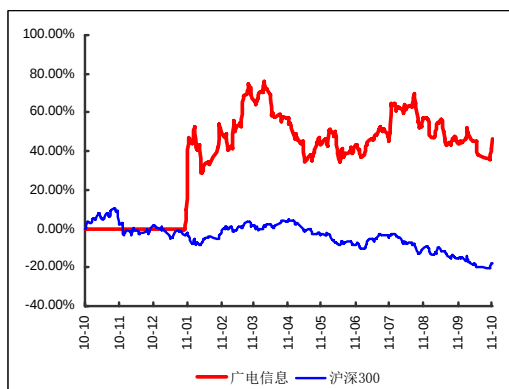
A股市值(亿元) 82.09

国家/地区 中国

行业 新媒体

报告发布日期 2011年10月18日

股价表现



财务预测

单位:百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	940	1290	1922	2542
同比(%)	36%	37%	49%	32%
归属母公司净利润	258	386	619	826
同比(%)	39%	49%	61%	33%
毛利率(%)	50%	56%	60%	61%
ROE(%)	13%	16%	21%	22%
每股收益(元)	0.23	0.35	0.56	0.74
P/E(倍)	49.9	33.4	20.8	15.6
P/B(倍)	6.5	5.4	4.3	3.4
EV/EBITDA(倍)	30.2	23.2	14.7	11.1

资料来源:公司数据(重组后备考数据),东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

IPTV 市场在“光纤到户”驱动下迎来高增长	4
技术基础：网络带宽扩容是 IPTV 的先导因素	4
产业动力：电信运营商实施“光纤到户”助推 IPTV 行业高速增长	4
公司具有先发优势和集控平台核心能力，是行业增长最大受益者	6
IPTV 是高门槛行业，先发优势十分重要	6
具备集控平台核心能力，在平台运营、研发、版权储备等方面远超竞争对手	6
采取灵活务实的市场策略，行业地位稳固	7
公司业务有高成长性，三年营收复合增长率接近 40%	8
当前看，IPTV 用户订阅收入增长有保障	8
中期看，广告及多元化的增值业务可期	10
长期看，公司占据产业链关键位置，是未来第四屏的主导者	12
盈利预测与公司估值	14
风险分析	16
附录：重组后公司业务介绍	17

图表目录

图 1 从中国历次网络带宽扩容看 IPTV 发展态势	4
图 2 光纤到户相关政策及运营商发展规划	5
图 3 百视通在 IPTV 内容集控平台核心环节的优势	7
图 4 情景预测——2015 年中国 IPTV 用户规模	8
图 5 2009—2015 年中国 IPTV 用户增长及对宽带用户渗透率预测	9
图 6 2009—2015 年百视通 IPTV 年均结算用户增长预测	9
图 7 2010—2015 年百视通订阅用户构成及 ARPU 值	10
图 8 2009 年百视通广告收入及结构	11
图 9 2009—2015 年百视通 IPTV 广告收入增长预测	12
图 10 百视通的平台化发展模式	13
图 11 百视通近三年营收、利润增长及 2010 年营收构成	18
表 1 试点期间 IPTV 内容服务牌照持有公司	6
表 2 百视通与优酷广告价格对比	11
表 3 电视、个人电脑、手机和平板电脑的业务丰富程度比较	12
表 4 广电信息绝对估值基本假设	14
表 5 广电信息可比公司 2011 年至 2013 年 PE	15
表 6 广电信息绝对估值基本假设	16
表 7 广电信息绝对估值敏感性分析	16
表 8 广电信息重组后资产组成及主要经营范围	17
表 9 百视通业务类型及盈利模式	17

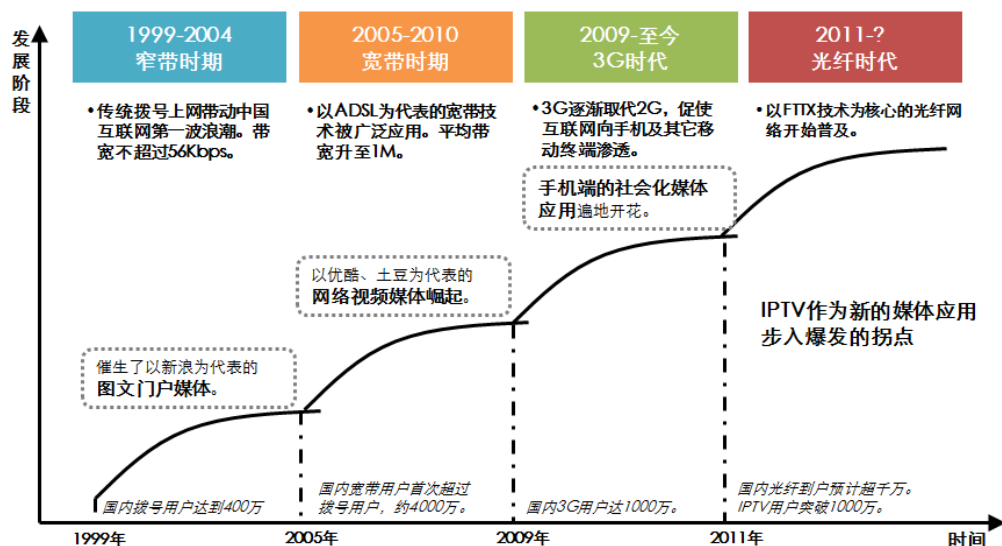
IPTV 市场在“光纤到户”驱动下迎来高增长

技术基础：网络带宽扩容是 IPTV 的先导因素

网络传输速率决定了信息传播形态。从历史看，每一次网络传输技术革新和网络带宽扩容，都引发了一种媒体应用的爆发。例如，传统拨号上网（窄带）带动了中国互联网第一波浪潮，催生了以新浪为代表的图文新闻门户；土豆、优酷等视频网站的崛起，受益于 ADSL 技术在 2005 年前后迅速普及。

反向来看，判断一种应用临近爆发，应首先观察其先导因素——新的网络传输技术的普及状况；其中用户绝对数量和渗透比率是良好的观测指标。我们通过梳理中国网络发展历史发现，历次新应用爆发的拐点，往往在其先导网络技术的用户规模从百万增至千万时出现。根据 Geoffrey Moore 的技术采纳生命周期模型，这正是其国内市场由早期采纳者（Early Adopters）向早期主流用户（Early Majority）扩张的关键阶段。当前，以 FTTX 技术为核心的光纤网络技术已非常成熟，进入普及阶段。国内光纤到户覆盖规模预计至 2011 年底将超千万。随着中国光纤时代的来临，以 IPTV 为代表的基于三网融合的新媒体应用，其爆发增长的技术条件和用户基础已完全具备。

图 1 从中国历次网络带宽扩容看 IPTV 发展态势



资料来源：东方证券研究所

产业动力：电信运营商实施“光纤到户”助推 IPTV 行业高速增长

三网融合背景下，宽带提升作为国家信息化战略被写进“十二五规划”。为了推动战略实施，工信部联合相关部委于今年 3 月发布《关于推进光纤宽带网络建设的意见》。三大电信运营商也提出了规模宏大的宽带改造和光纤到户计划。其中，电信提出了“宽带中国·光网城市”战略。联通投资百亿实施全国宽带升级提速工程。铁通方面，中国移动计划 2011 年给予铁通 150 亿元宽带业务投资支持。

图 2 光纤到户相关政策及运营商发展规划



资料来源：东方证券研究所整理

“光纤到户”战略的总投资规模在千亿级别，对 IPTV 行业是巨大利好和助推引擎：

首先，投资主要由电信运营商承担。电信运营商为了回收成本、兑现收益，有充足的动力开发新业务作为盈利增长点。在当前带宽条件下，普通互联网应用足以顺畅使用，市场发展比较充分，进一步挖掘的空间有限。而 IPTV、视频通讯等需求广泛且对带宽要求高的应用有巨大市场潜力。

其次，用户离网率是电信运营商核心 KPI，而发展 IPTV 有助于维持宽带用户使用黏性，降低离网率。IPTV 节目选择多、互动性强，在功能和体验上优于传统有线电视；并且资费便宜，电信运营商往往将其与电话、网络打包成三重业务推送给用户，因而分摊到 IPTV 的订阅费不多，性价比高，因此对宽带用户非常有吸引力。IPTV 具有使用黏性强、转换成本高的特点，用户安装后将被长期锁定。

再次，广电系统改造有线电视线路，直接威胁固网运营商的核心利益，倒逼运营商加速宽带升级和 IPTV 推广来锁定用户。在广电监管部门不遗余力推动下，一些有实力的有线电视运营商开始启动下一代广播电视网（NGB）建设。例如，上海计划未来三年完成 500 万户 NGB 建设，家庭平均接入带宽达 30 兆以上（优于电信运营商预计于 2013 年实现的 20 兆带宽计划）。依托 NGB，有线电视可以开展高速宽带、高清互动电视、视频通讯等三网融合全业务。电信运营商虽然在宽带覆盖的优势依然稳固，但出于应对 NGB 建设对其核心利益带来的威胁，必将加速宽带升级和 IPTV 推广来提前锁定用户。

因此，借助电信运营商强大的市场营销能力，国内 IPTV 用户将迅速得以积累。相关内容服务商也将在电信运营商带动下迎来业绩高成长。尤其是根据中国电信明确提出的针对南方城市的宽带覆盖目标，在 IPTV 试点阶段，百视通所覆盖的主要试点地区（上海、广东、江苏等）光纤到户普及速度将有望快于全国其他地区，从而有利于百视通更快的获得收益。

公司具有先发优势和集控平台核心能力，是行业增长最大受益者

IPTV 是高门槛行业，先发优势十分重要

IPTV 行业高门槛体现为两方面：

首先，基于电视的内容平台受到国家严格管控，政策壁垒高。IPTV 内容服务牌照具有稀缺性。在试点阶段，仅百视通技术、央视国际拥有全国性内容牌照，被允许在全国范围与电信运营商展开合作；另有地方性牌照4张。我们推断即使试点结束，为了避免广电系统的内部过度竞争，以及考虑到地方广电经营实力，增发全国性牌照的数量有限。

其次，IPTV 服务的上下游产业链之间耦合性很强。电信运营商与广电内容服务提供商之间，在数据交换、系统对接、分成模式、终端设备、用户体验等环节有深入配合，这保证了二者合作的长期性和紧密性。因此先行布局的企业具有更大的优势。从当前市场格局看，百视通拥有过半用户份额，居市场领先地位。

表 1 试点期间 IPTV 内容服务牌照持有公司

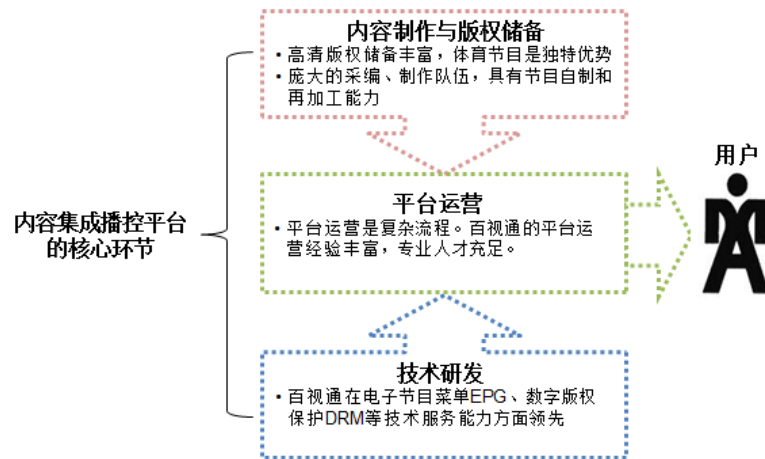
	持有公司	申请主体	牌照性质
1	央视国际 (CNTV)	中央电视台	全国性
2	百视通 (BesTV)	上海电视台	全国性
3	杭州华数	浙江和杭州电视台	区域性
4	湖南电视台	湖南电视台	区域性
5	中国国际广播电台	中国国际广播电台	区域性
6	中央人民广播电台	中央人民广播电台	区域性
注：南方传媒于 2010 年放弃 IPTV 牌照，不列入统计			

资料来源：互联网，东方证券研究所整理

具备集控平台核心能力，在平台运营、研发、版权储备等方面远超竞争对手

百视通处于 IPTV 产业链中内容集成商的位置，负责内容集成播控平台整体运营。内容集成播控有三个核心环节：技术研发、平台运营、内容制作与版权储备。经过多年积累，百视通在这些环节上具备突出的竞争力，建立了一整套较为成熟的运作模式。这是竞争对手短期内无法超越的。

图3 百视通在IPTV内容集控平台核心环节的优势



资料来源：东方证券研究所

✓ 技术研发能力

百视通在内容集成播控平台的相关技术方面具有领先优势。以EPG为例，EPG是IPTV系统的关键组成部分，为用户提供各种业务的入口服务。国内一些厂商虽然开发了EPG，但大都标准各异，缺乏广泛的适用性。百视通相较于业内EPG技术成熟度更高，各项技术和服务标准比较完善规范。百视通还曾向法国电信提供技术输出，为其定制基于EPG管理系统的技术产品。

✓ 平台运营能力

百视通的平台运营经验丰富，专业人才充足。平台运营是一个复杂流程，通常包括内容的加工、审核和分发、增值业务开发以及用户行为监控与分析等环节；一方面要有足够专业人员来保证内容符合管理规范 and 市场需求，另一方面需要良好的合作经验以协调维护平台上下游关系。平台运营能力是百视通的核心竞争力。

✓ 内容制作和版权储备实力

百视通拥有庞大的采编、制作队伍，具有节目自制和再加工能力。同时版权储备丰富；特别是注重对高清版权积累，为后续推广高清服务奠定了基础。

百视通还与版权方、发行方建立了广泛的合作，除了依托东方传媒旗下内容资源，主要供应商还包括TVB、索尼、NBA、华纳兄弟、迪士尼等传媒企业，从而保障持续稳定的内容供给。百视通在体育赛事有独特优势，拥有未来4年NBA全赛季的直播、点播新媒体版权，以及2010年至2013年英超的全高清、全赛事版权。

采取灵活务实的市场策略，行业地位稳固

IPTV面临多方博弈格局。各省市特点不一，要在电信、广电之间的寻求利益均衡。以往，百视通采取了直接对接地方电信的“1+1”模式，取得了良好效果。但在进一步扩张中，面临其它厂商的压力（主要是

央视国际)和地方广电的反弹，市场担心其模式是否可持续，并维持领先地位。

我们认为，市场不必过分担心央视国际对百视通的抑制。相反，引入适当竞争会进一步激发产业活力。首先，IPTV 是新兴行业，新厂商加入有助于共同开发庞大的空白市场和探索创新的业务模式。市场空间远未触及天花板，用户增量（2 年内用户规模有 1 倍以上成长空间）产生的收益足以让各方受益。同时由于牌照限制，类似于网络视频行业过度竞争的局面不会出现，这保证了企业利润增长的稳定。其次，在播控平台运营环节上，央视国际的运营能力和技术水平尚需提高，不足以取代百视通行业领先地位。双方出于差异化的需求还存在分工合作的可能。

市场还担心百视通的“1+1”模式绕开了地方广电会遭遇阻力。但应该看到，地方广电与百视通实质是产业链上下游关系，百视通对播控平台主导地位不变。随着各方关系理顺，将大大推动百视通在全国各地区的扩张。据我们了解到，百视通相较以往已经采取了更为灵活、务实的市场策略，通过让利等形式与地方广电一起拓展市场，并取得实际成效。

因此，我们认为百视通的行业地位依然稳固。

公司业务有高成长性，三年营收复合增长率接近 40%

当前看，IPTV 用户订阅收入增长有保障

我们预计，随着全国宽带升级和光纤到户大力推进，IPTV 增长步入快车道。考虑到电信运营商通常采取 IPTV 与宽带升级的捆绑营销策略，IPTV 用户占总宽带用户的比例（渗透率）是可靠的判断指标。

由于 IPTV 是新兴业务，可借鉴历史依据少，我们采用情景预测方法，综合考虑人均收入、带宽接入、政策管制等因素，根据不同情景下 IPTV 对宽带渗透率变化情况，来预测用户规模：

- ✓ 乐观情况，我们采取上海市作为参照。上海是国内人均收入最高、宽带条件最好、IPTV 目前发展最充分的城市。2010 年上海市 IPTV 用户为 130 万，宽带用户 487 万，渗透率为 26.7%。假设 5 年内全国 IPTV 对宽带渗透率接近上海水平，则 2015 年全国 IPTV 用户有望增至 6538 万。
- ✓ 中性情况，增加江苏和广东两个 IPTV 发展较早的试点省份作参考。2010 年江苏、广东 IPTV 用户分别为 170 万、110 万，IPTV 对宽带渗透率分别为 16.2%、7.9%。三地平均为 16.9%。假设 5 年内全国 IPTV 对宽带渗透率接近此平均水平，据此测算，2015 年全国 IPTV 用户将达到 5080 万，5 年复合增长率为 46.6%。
- ✓ 悲观情况，采纳江苏和广东的平均水平作参照。对应 2015 年全国 IPTV 用户为 3481 万。

总体上，我们预计 2015 年 IPTV 用户规模介于 3481 万和 6538 万之间，我们采纳中性情景预测值。

图 4 情景预测——2015 年中国 IPTV 用户规模

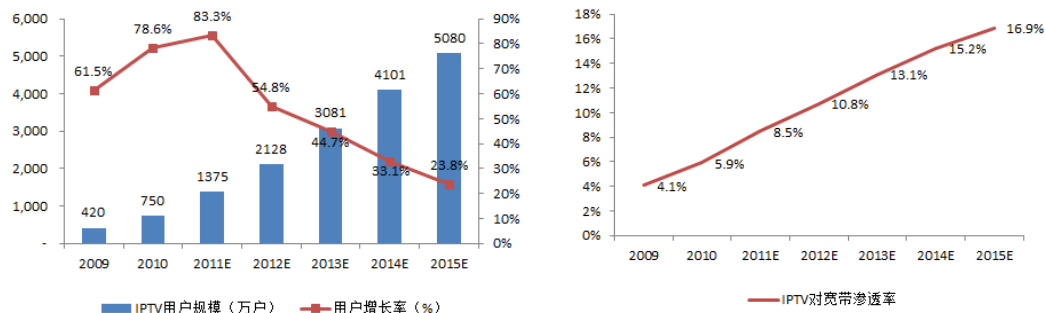
情景	重点因素变化	参照对象	2015 年 IPTV 用户规模
乐观	宽带升级与光纤到户达到或超出预期，接入带宽明显提高 政策持续向好	上海	6538 万
中性	宽带升级与光纤到户达到预期，接入带宽明显提高 政策平稳，无重大负面影响	上海、江苏、广东	5080 万
悲观	宽带升级与光纤到户不及预期，接入带宽	江苏、广东	3481 万

提高缓慢

政策发生变化，对市场产生重大负面影响

资料来源：东方证券研究所

图 5 2009–2015 年中国 IPTV 用户增长及对宽带用户渗透率预测



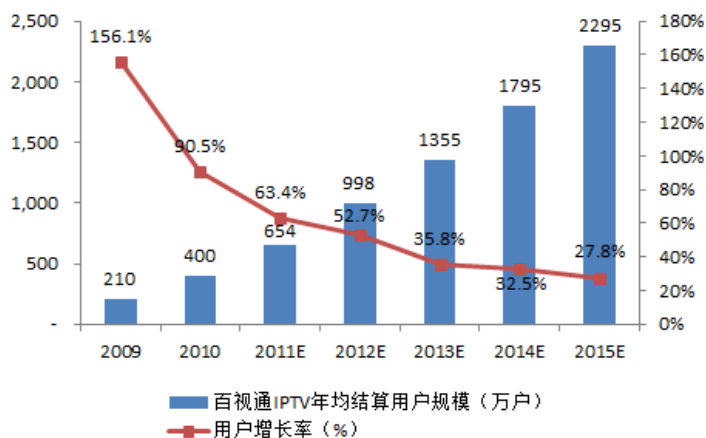
资料来源：东方证券研究所

用户高速增长将驱动百视通的 IPTV 订阅收入增加。根据我们的测算，按照年末结算用户口径计算，2010 年百视通的市场份额为 64.3%。考虑到全国性内容牌照的稀缺性以及公司综合竞争优势，百视通在试点阶段有能力维持半数以上份额；2012 年后，市场竞争更加充分，份额降至 50% 左右。

基于此假设，我们预计 2011 年百视通 IPTV 年均结算用户将达 654 万户，同比 2010 年增 63.4%；至 2015 年达到 2295 万，5 年复合增长率为 41.8%。

我们在这里强调，公司年均结算用户是计算 IPTV 订阅收入的准确依据。市场容易混淆年均与年末结算用户概念的区别（年均结算用户是年初、年末结算用户数的平均值），进而导致预测偏差。我们严谨的核算了百视通年均、年末结算用户及其市场整体用户的关系，以准确预测订阅收入增长。

图 6 2009–2015 年百视通 IPTV 年均结算用户增长预测

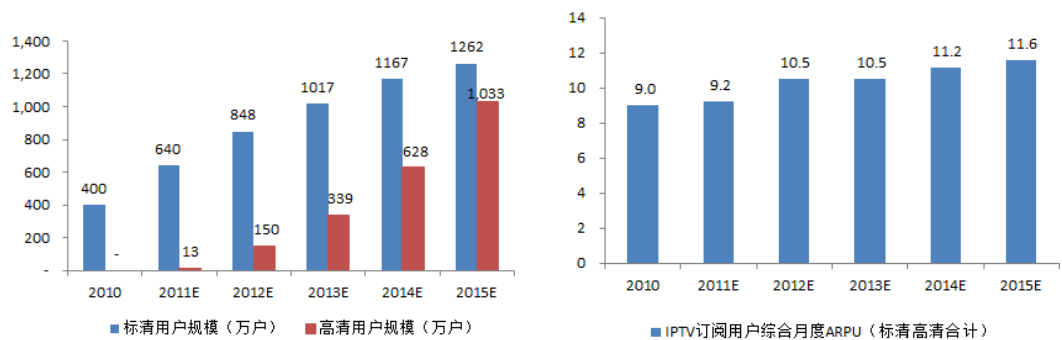


资料来源：东方证券研究所

同时，我们看好高清业务取代标清。原因在于：1) 高清节目具备更佳的收视体验和提高增值收入可能性。2) 阻碍高清普及的带宽瓶颈将被解决。目前国内高清业务发展最大障碍是带宽不足。比如为用户提供DVD效果的IPTV业务，用户至少需要2兆下行接入带宽（采用MPEG-4或更高压缩率的编码）；通常在10兆或以上带宽，高清信号才可与数据、音频流畅并行。按照电信运营商光纤到户的规划，2年内全国将具备大规模普及IPTV高清业务的基础。

百视通现有用户基本是标清信号，相应户均 ARPU 为 8-10 元/月（即从电信运营商获得的结算分成）。百视通已开始小规模试验高清信号。高清信号升级后，户均 ARPU 约为 20 元/月。我们预计百视通高清用户占总体比例有望从 2010 的零基础增至 2015 年的 45%，户均 ARPU 由于成本摊销的规模效应和竞争的激烈逐步下降。综合来看，用户综合月度 ARPU（标清、高清合计）将从 2010 年的 9 元提高至 2015 年的 12 元左右。

图 7 2010-2015 年百视通订阅用户构成及 ARPU 值



资料来源：东方证券研究所

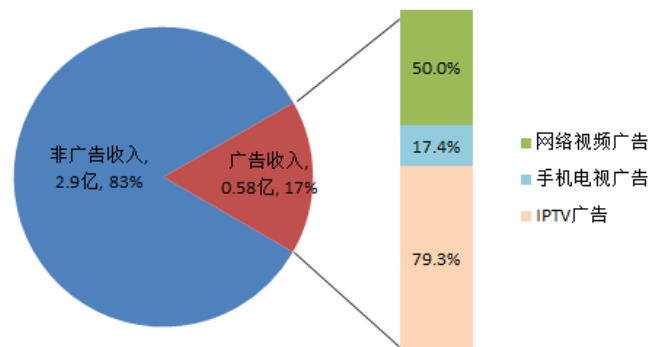
中期看，广告及多元化的增值业务可期

除了基本订阅服务，百视通在前向、后向收费业务方面均有较大扩展空间。

后向收费业务主要是广告。我们认为目前市场低估了 IPTV 广告的潜力。与有线电视、网络视频相比，IPTV 广告最大的优势在于：1) 用户属性高端、IPTV 主要绑定了电信宽带用户中消费能力较强的中高端用户。百视通进行的一项调研显示，IPTV 主流用户为中青年男性、大专以上学历占 40% 以上。以上海为例，所调查对象平均家庭月收入 8643 元、月消费为 4578 元，大大超过传统电视及网络视频用户。2) 可精准量化投放效果。IPTV 是一种主动可追踪的技术，广告投放时可以精准统计用户的点击、播放次数，并按照 CPM（每千人展示成本）售卖。从广告业发展趋势看，广告预算逐渐向品牌属性高、效果可量化的新媒体转移。IPTV 广告正迎合的这一趋势。

百视通广告业务尚处于培育阶段，业务范围仅限于上海一地。用户规模不足和品牌影响力小制约了业务发展。但这一瓶颈有望在未来 1-2 年得以突破。同时，百视通依托东方传媒的资源，在广告客户资源方面具有先天优势。后势增长空间广阔。

图 8 2009 年百视通广告收入及结构



资料来源：公司财务报告，东方证券研究所整理

根据我们的预测，2013 年百视通用户规模将超过千万；并且试点阶段结束，IPTV 服务会进一步辐射全国范围。百视通平台届时将具备全国性的媒体影响力。从我们了解到的情况，公司未来有加大广告销售力度和团队建设的准备。基于此，我们看好广告业务成为推动公司业绩中期增长的动力。

为了估算广告业务收入增长，我们假设如下：

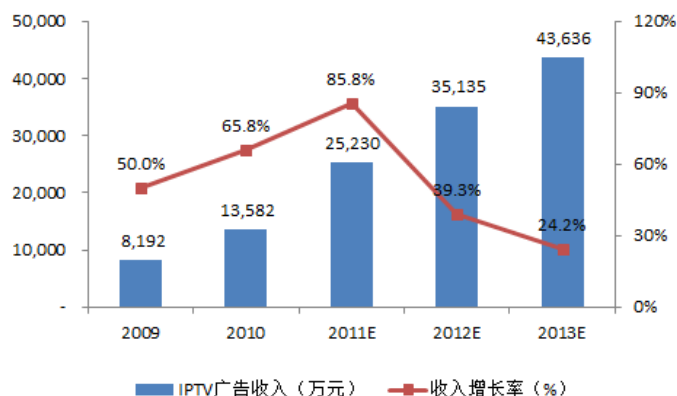
- 1) 百视通广告主要采取 CPM 结算，因此广告收入=平均广告有效展示次数*平均价格
 - 2) 广告有效展示与用户规模同步增长。我们非常保守的假设老用户带来的广告点击比例固定；新用户活力不及老用户，点击仅为老用户五分之一。
 - 3) 同等用户规模下，IPTV 广告价值不低于网络视频，但目前广告价位较低。以国内最大的视频网站优酷对比，百视通在类似广告位的刊例价格仅为优酷 25%-70%，接近于优酷两年前的水平。我们认为，百视通的广告价位将随媒体价值提升而上涨。保守估计，当前平均广告价格到 2015 年至少有 3 倍增长空间。
- 据此预测，百视通广告收入将由目前不足 8000 万，增至 2015 年的 4.4 亿，5 年复合增长率为 51.5%，成为百视通收入重要组成部分。需要指出的是，我们的测算较为保守，实际收入可能更高。

表 2 百视通与优酷广告价格对比

百视通刊例价 (元/CPM)		优酷刊例价 (元/CPM)		价格高出比例
TVC 广告 (30 秒)	200	TVC 广告 (30 秒)	300-600	50%-200%
暂停页面	80	暂停图片	150	87.5%
首页背景图	5	首页 banner	20	300%

资料来源：东方证券研究所

图 9 2009–2015 年百视通 IPTV 广告收入增长预测



资料来源：东方证券研究所

前向收费（不包括基本订阅）主要指各种增值业务。公司对增值业务开发一直不遗余力，其增值业务目前包括影视点播、家庭 KTV、电视购物、家庭教育、视频通话等类型。以点播为例，百视通借鉴国外“按部收费 (PPV)”方式推出“首映”（最新院线片）和“看大片”（热播影片）的组合包 10 元/月，单点一部影片的收费是 3-8 元不等。基于电视的点播服务播放环境舒适，且资费便宜、支付便利，相对网络视频点播性价比更高，易于被中高端用户接受。假如十分之一用户尝试包月点播，则人均月结 ARPU 值可提高 1 元。但是考虑到当前百视通增值业务处于起步期，收入规模少且不稳定，我们没有单独测算增值业务。

长期看，公司占据产业链关键位置，是未来第四屏的主导者

电视在“四屏”（电视、个人电脑、手机、平板电脑）中市场开发不充分，业务机会多。终端日益多元化的今天，四个屏幕（电视、个人电脑、平板电脑、手机）对日常生活影响最为广泛。其中，个人电脑、平板电脑、手机均处于比较开放的产业环境中，竞争激烈，产业链高度发达；传统的电视产业则受到严格的政策管制，市场开发并不充分。但是三网融合背景下，IPTV、互联网电视等视频服务的出现，为开发基于电视端的多元业务提供了良好机会。

表 3 电视、个人电脑、手机和平板电脑的业务丰富程度比较

	传统电视	个人电脑	手机	平板电脑
视频服务	成熟	高速发展	起步	起步
图文阅读	无	成熟	高速发展	高速发展
应用软件	无	成熟	高速发展	高速发展
电子商务	无	高速发展	起步	起步
金融支付	无	高速发展	起步	起步

资料来源：东方证券研究所

百视通在基于电视的服务产业链中占据关键位置，商业空间广阔。在国内管制环境下，对于任何基于电视的视频服务（包括 IPTV、智能电视、互联网电视等），内容集成播控平台不可或缺。由于内容牌照只颁发给广电企业，这屏蔽了硬件厂商或电信运营商主导电视服务产业链的可能性。百视通作为拥有全视频业务牌照的集控平台运营商，在产业链中起到了“承上”（了解用户的需求，与上游内容提供方保持良好关系）和“启下”（向下游整合、推荐内容服务）的关键作用，其地位类似于电视端的苹果 App Store。依托地位优势，百视通除了继续完善视频业务，还可向电子商务/支付平台发展，拓展更多盈利手段，商业空间广阔。

长远来看，百视通的平台优势可进一步延伸至互联网电视和智能电视领域，成为第四屏的主导者。百视通一直致力于构建跨终端的内容服务平台，充分发挥内容的规模优势。我们尤其看好百视通在互联网电视和智能电视领域的布局。百视通的互联网电视业务与康佳、海尔、夏普等彩电厂商有深入合作；同时正在着手研发智能电视操作系统的大规模内容分发模块，并联合联想等硬件厂商研发了多款前瞻性的智能电视终端。通过不断增强在内容集成和分发平台的核心能力，巩固与产业链上下游的合作关系，百视通有能力最终掌控整个电视端的视频节目、增值业务及智能应用的接入播控权，从而成为第四屏的主导者。

图 10 百视通的平台化发展模式



资料来源：东方证券研究所

盈利预测与公司估值

我们预测公司未来五年盈利，核心假设如下：

- 1) 2010 年百视通 IPTV 用户额为 64.3%。假设在试点阶段维持半数以上份额；2012 年后，市场竞争更加充分，份额降至 50%左右。用户结构方面，高清用户占总体比例从 2010 的零基础增至 2015 年的 45%。
- 2) 标清服务户均 ARPU 目前为 8-10 元/月，未来保持稳定。高清户均 ARPU 约为 20 元/月，由于成本摊销的规模效应和竞争的激烈逐步下降。
- 3) 广告有效展示与用户规模同步增长。假设老用户带来的广告点击比例固定；新用户为老用户五分之一；广告平均广告价格从当前到 2015 年增长 3 倍。
- 4) 手机电视和网络视频业务目前收入规模少，对总体盈利影响较小。其中手机电视市场用户增长迅速，但盈利模式不成熟；用户 ARPU 值维持不变。网络视频行业竞争激烈，公司网络视频业务竞争力不强，年均增长 10%。
- 5) 版权成本方面，为了维持领先优势，版权采购金额逐年递增；但由于规模效应，版权摊销成本占总营收比重总体呈下降趋势。运营成本方面，考虑到高清服务的普及和公司更加强烈的营销需求，业务运营成本（高清服务运营成本大大高于标清服务）和营销成本（品牌营销和广告业务推广）快速上升。总体预测，百视通综合毛利率由 2010 年 69%下降至 2015 年 66.4%。
- 6) 文广科技和广电制作业务成长性不高，假设 2011 年营业收入同比增长 5%，至 2015 年降至 4.2%；综合毛利率稳定。

表 4 广电信息绝对估值基本假设

单位：百万	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	940	1290	1922	2542	3396	4336
百视通	521	855	1467	2066	2899	3818
其中：IPTV 订阅收入	432	723	1257	1708	2402	3195
IPTV 广告收入	55	82	135	252	351	436
文广科技	283	297	311	326	340	354
广电制作	131	137	144	150	157	164
营业成本	466	571	769	994	1,305	1,677
百视通	162	239	422	631	926	1,282
文广科技	217	234	245	256	267	279
广电制作	87	97	102	107	112	116
综合毛利率	50.4%	55.8%	60.0%	60.9%	61.6%	61.3%

资料来源：东方证券研究所

预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.35、0.56、0.74 元。我们综合选取传媒、影视制作和新媒体等行业的公司作为可比对象，2012 年平均 PE 为 28.3 倍。基于公司广阔的业务发展空间和未来预期的高成长，公司可享有高溢价，给予 2012 年 30 倍 PE，对应目标价 16.8 元，首次给予公司买入评级。

表 5 广电信息可比公司 2011 年至 2013 年 PE

股票代码	股票简称	2011E	2012E	2013E
600832	东方明珠	35.90	33.25	31.66
600037	歌华有线	30.15	25.47	21.11
000917	电广传媒	18.43	16.20	14.55
300133	华策影视	38.27	27.08	19.96
002400	省广股份	29.67	21.62	16.56
300058	蓝色光标	38.65	24.75	18.29
002238	天威视讯	37.51	33.90	30.46
300027	华谊兄弟	47.00	30.40	22.04
600831	广电网络	43.66	36.06	29.23
300079	数码视讯	24.54	18.24	13.60
000665	武汉塑料	15.73	11.67	8.65
002292	奥飞动漫	42.71	32.35	23.97
300059	东方财富	42.83	31.02	22.62
300104	乐视网	43.53	29.23	20.32
601519	大智慧	69.54	53.05	20.36
	平均	37.21	28.29	20.89

资料来源：wind，东方证券研究所

同时，广电信息盈利模式确定，未来业务增长可期。所以我们选择 DCF 方法对公司估值进行验证。我们采用三阶段 DCF 估值模型，假设：2011-2015 年为第一阶段，公司呈现高速增长态势；2016-2020 年公司业务成熟，业务增长与行业用户增长同步，根据我们测算其年均增速从 16.8%将降至 3.9%；此后以 2% 增速永续增长。DCF 绝对估值公司内在价格为 17.17 元，与 PE 估值法的差异微小（2.2%），验证了我们 PE 估值的合理性。

表 6 广电信息绝对估值基本假设

无风险收益率	3.8%	以中国 10 年期国债收益率为标准选取
风险溢价	7.1%	根据 2003 至今沪深 300 收益率计算
T	13.0%	百视通享受税收优惠
Kd	5.5%	
永续增长率	2.0%	
个股 Beta	0.97	近两年相对市场 Beta 值—wind
目标资本结构 (D/D+E)	10.0%	
Ke	10.7%	
WACC	10.2%	

资料来源：wind，东方证券研究所

表 7 广电信息绝对估值敏感性分析

WACC	永续增长率 Gn(%)					
	0%	1%	2%	3%	4%	5%
6.2%	26.48	29.74	34.56	42.44	57.59	98.79
7.2%	22.52	24.68	27.68	32.11	39.35	53.27
8.2%	19.55	21.05	23.04	25.79	29.87	36.52
9.2%	17.24	18.32	19.70	21.52	24.06	27.81
10.2%	15.39	16.19	17.19	18.46	20.14	22.48
11.2%	13.89	14.49	15.23	16.14	17.32	18.87
12.2%	12.64	13.11	13.66	14.34	15.19	16.27
13.2%	11.59	11.95	12.38	12.90	13.52	14.30

资料来源：东方证券研究所

风险分析

宽带升级和光纤到户不及预期风险

IPTV 发展依托于电信运营商主导的全国范围内的宽带升级和光纤到户。光纤到户若不及预期，将直接影响电信企业对 IPTV 业务的推广力度，进而影响 IPTV 用户的增长。

政策不确定性风险

三网融合在监管部门主导权及技术模式选择方面尚存在不确定性。尽管国家整体政策导向是积极温和的，但政策波动会加剧公司的经营风险，克服政策阻力需要时间。

附录：重组后公司业务介绍

公司在资产重组后，业务发生重大转型，成为中国市场极为稀缺、牌照齐全、能够覆盖 IPTV、手机电视、互联网视频、系统解决方案、有线电视等几乎所有新媒体业务领域的服务提供商。其全资拥有百事通网络技术有限公司（简称“百视通”）、上海广电影视制作有限公司（简称“广电制作”）、上海文广科技有限公司（简称“文广科技”）三家公司，并持有上海信息投资股份有限公司（简称“信投股份”）21.33%股份。公司主要经营范围如下：

表 8 广电信息重组后资产组成及主要经营范围

置入资产	经营范围
百视通	IPTV、手机电视、互联网视频及相关配套业务
广电制作	影视舞美制作
文广科技	广播电视系统平台解决方案
信投股份	投资控股东方有线网络有限公司和上海市信息管线有限公司，涉及有线电视运营、信息基础建设等业务

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

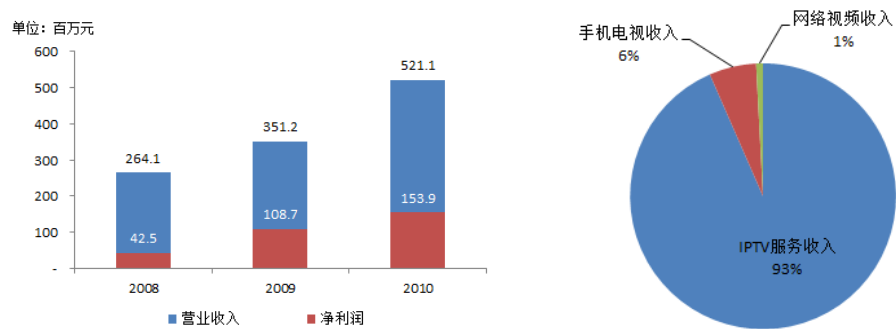
其中，百视通是公司最主要的资产构成和收入来源，百视通成立于 1995 年，是中国最早和最大的 IPTV 运营商，也是国内领先的新媒体综合服务提供商。其 2010 年全国 IPTV 用户超过 400 万，其中上海用户达 130 万，整体用户规模世界领先。百视通运营的东方手机电视，是国内第一家广电企业开办的以手机为终端的手机电视业务，2010 年全国结算用户量达到 85 万。此外，百视通还通过旗下全资子公司东方宽频运营互联网视频网站业务。

表 9 百视通业务类型及盈利模式

业务类型	盈利模式
IPTV	收视分成收入、广告、IPTV 技术服务费
手机电视	收视收入分成、广告、无线增值服务费
互联网视频	广告、版权分销、技术服务费

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

图 11 百视通近三年营收、利润增长及 2010 年营收构成



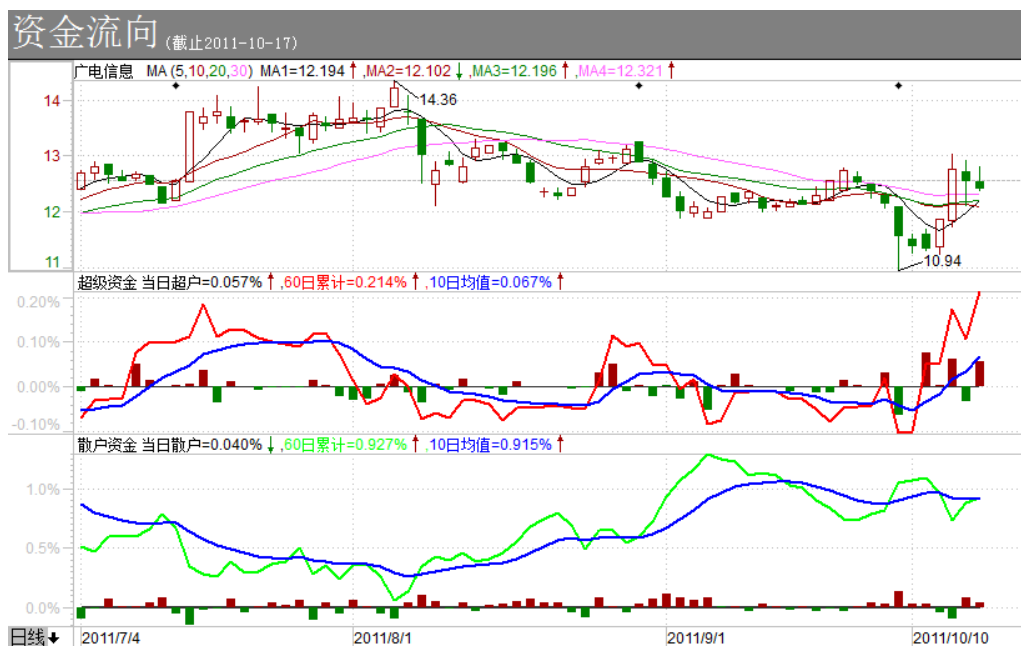
资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

附表：财务报表预测与比率分析

[illegible]

资料来源：公司数据（重组后备考数据），东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn