

资产重组正式获批带来三大看点

事件

2011年11月30日广电信息公告，公司重大资产重组正式获得证监会核准。

研究结论

1) 预计2011年用户增长符合预期。在前次报告中，我们预测百视通2011年均结算用户为654万。根据此次公告披露财务数据，我们估计百视通前四个月实现结算用户214万，预计全年实现600万以上规模概率较大。考虑到下半年电信运营商不断加大宽带扩容和IPTV推广力度，公司用户增长存在超预期可能。

2) 版权采购协议利好公司长远发展。东方传媒一直是公司重要的版权内容来源。根据此次披露的采购协议，百视通未来每年度向东方传媒及其下属公司支付的视听节目内容、数字电视频道节目内容的版权采购费用，合计不超过当年度百视通全部版权采购成本的25%，且不超过当年度百视通运营成本（运营成本=营业成本+管理费用+销售费用）的10%。我们认为这一协定保护了公司利益。从长远看，设置采购比例上限有助于公司节约不菲版权成本。

3) 未来存在资产注入和兼并扩张可能。根据公告披露，本次重组完成后，广电信息将成为上海广播电视台、东方传媒从事IPTV、手机电视、互联网视频等新媒体技术服务和市场营销业务的唯一平台。在条件满足时，广电信息将和上海广播电视台、东方传媒下属适合市场化经营的相关业务进行整合。公司也在积极推进收购兼并和对外扩张合作，从而完善产品布局、延长产业链以及降低运营成本。

我们预计公司将于完成全部资产交割后公布2011年报。我们看好公司广阔发展前景以及平台发展模式蕴藏的巨大潜力，预计11-13年EPS为0.35元，0.56元，0.74元，维持公司买入评级。



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

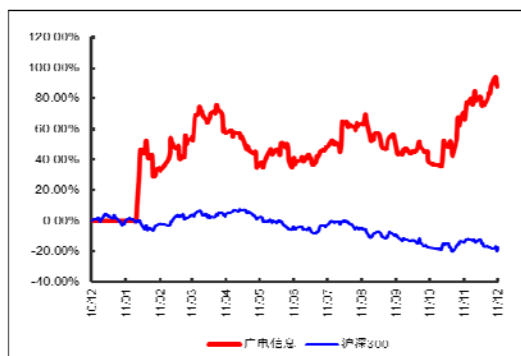
021-63325888-6123

mengwei@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年12月1日)	15.80元
目标价格	16.80元
总股本/A股(百万股)	709/ 709
A股市值(亿元)	112
国家/地区	中国
行业	新媒体
报告发布日期	2011年12月2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声明。

预计 2011 年用户增长符合预期，存在超预期可能

市场关注公司用户增长情况。在前次报告中，我们预测百视通 2011 年均结算用户为 654 万。根据此次公告披露财务数据，2011 年前 4 个月百视通实现业务 2.6 亿元。我们据此估算用户规模实际增长情况。具体方法如表 1 所示。我们估计百视通前四个月实现结算用户 214 万，预计全年实现 640 万概率较大。考虑到下半年电信运营商加大了 IPTV 推广力度，公司用户增长存在超预期可能。

表 1 百视通用户增长测算模型

1、百视通整体业务收入按地区拆分如下：			
整体业务收入 (万元)	2009	2010	2011 (1-4 月)
北部	2835	2728	916
华东	25755	35034	16910
华南	4804	9361	5087
中部	582	1232	1171
西部	1142	3721	2058
合计	35118	52076	26143
2、我们按比例折算出 IPTV 业务收入：			
IPTV 业务收入 (万元)	2009	2010	2011 (1-4 月)
北部	2448	2549	881
华东	22235	32737	16260
华南	4148	8747	4892
中部	502	1151	1126
西部	986	3477	1979
合计	30318	48661	25137
3、根据营收推断用户规模，假设用户 ARPU 值为 10 元/月，用户规模=年营收/ (12*ARPU)			
用户规模 (万户)	2009	2010	2011 (1-4 月)
北部	24	23	8
华东	215	292	141
华南	40	78	42
中部	5	10	10
西部	10	31	17
合计	293	434	218

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

版权采购协议利好公司长远发展

百视通在提供新媒体技术服务和市场营销服务的过程中，需要从公司控股股东东方传媒及下属企业采购各类节目的新媒体版权并接受相关广告制作、采购设备以及新媒体增值业务等服务，此类交易将构成关联交易。

东方传媒一直是公司重要的版权内容来源。百视通与东方传媒及下属公司、文广互动等签署了《网络视听业务合作协议》、《视听节目内容合作协议》等系列协议。根据协议约定，百视通技术向东方传媒及东方传媒下属公司购买新媒体视频版权，需将其从全国所有网络运营商处取得的 IPTV 业务基本包收视费分成收入（扣除应缴营业税后）的 2% 作为视听节目内容合作费用。百视通技术向文广互动取得数字电视频道内容授权，需于 2011 年度支付 1320 万元，此后支付价格原则上每年上涨 10%。

为了保护公司在关联交易中的利益，交易双方约定，百视通每年度向东方传媒及其下属公司支付的视听节目内容、数字电视频道节目内容的版权采购费用，合计不超过当年度百视通技术全部版权采购成本的 25%，且不超过当年度百视通技术营运成本（营运成本=营业成本+管理费用+销售费用）的 10%。

从长远看，我们认为设置采购比例上线有助于节约不菲版权成本。按照我们的模型测算，2011 年公司支付给东方传媒及其下属公司的版权费用为 1446 万，占百视通运营成本比例为 3%，占版权成本比例为 21%；支付给文广互动的版权费用为 1320 万，占百视通运营成本比例为 2.8%，占版权成本比例为 19.3%。考虑到版权摊销的规模效应，我们预计百视通营收增长将快于版权成本的上升。若以 2% 计算，则向东方传媒支付的版权成本将超过全部版权成本的 25%。因此，实际采购额将低于这一比例，从而帮助公司节约不菲费用。

表 2 关联交易采购对公司的影响分析

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
支付给东方传媒及下属公司的版权费用	1,446	2,514	3,416	4,805	6,390
占运营成本比例	3.0%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%
占版权成本比例	21.2%	25.2%	25.4%	27.8%	30.0%
若占版权成本降至 25%，则节约开支：	0	24	48	486	1,060
支付给文广互动的版权费用	1,320	1,452	1,597	1,757	1,933
占运营成本比例	2.8%	1.8%	1.4%	1.1%	0.9%
占版权成本比例	19.3%	14.6%	11.9%	10.2%	9.1%

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

未来存在资产注入和兼并扩张可能

根据公告披露，本次重组完成后，广电信息将成为上海广播电视台、东方传媒从事 IPTV、手机电视、互联网视频等新媒体技术服务和市场营销业务的唯一平台。在国家行业政策许可、行业主管部门批准及符合上市条件的前提下，将广电信息和上海广播电视台、东方传媒下属适合市场化经营的相关业务进行整合。考虑到东方传媒及其主要下属企业除上市公司外，仍从事七大板块的经营业务，未来存在将其它新媒体业务注入上市公司的可能。

同时公司也在积极推进收购兼并和对外扩张合作，从而完善产品布局、延长产业链以及降低运营成本。目前初步考虑的收购兼并以及对外合作的目标主要包括：流媒体传输、内容搜索和发布技术领域、新媒体配套服务领域以及与硬件厂商在新媒体软硬件一体化领域的合资合作。

表 3 东方传媒及其主要下属企业经营的业务内容（除上市公司外）

经营业务类型	业务内容	经营主体
娱乐板块业务	娱乐类型电视节目制作及其配套服务；东方娱乐传媒	东方娱乐传媒等
少儿卡通板块业务	少儿动漫类型电视节目制作及其配套服务；	上海炫动传播
财经板块业务	财经类型电视节目制作	第一财经
电视购物业务	电视购物服务	东方购物
体育板块业务	体育类型电视节目制作	五星体育
纪实板块业务	纪实类型电视节目制作	-

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

盈利预测与评级

我们预计公司将于完成全部资产交割后公布 2011 年报。我们看好公司广阔发展前景以及平台发展模式蕴藏的巨大潜力，预计 11-13 年 EPS 为 0.35 元，0.56 元，0.74 元，维持公司买入评级。

风险因素

光纤到户不及预期风险、政策不确定性风险

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
流动资产	1,154	1,560	2,293	3,216	营业收入	940	1,290	1,922	2,542
现金	815	1,115	1,662	2,396	营业成本	466	571	769	994
应收账款	142	194	290	383	营业税金及附加	36	49	73	97
其它应收款	17	25	37	48	营业费用	75	102	152	202
预付账款	6	8	11	14	管理费用	173	193	288	381
存货	172	218	294	376	财务费用	-3	-14	-20	-30
其他	1	-	-	-	资产减值损失	5	5	5	5
非流动资产	1,215	1,226	1,262	1,313	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	859	859	859	859	投资净收益	78	70	73	77
固定资产	253	240	227	215	营业利润	267	453	727	970
无形资产	91	123	174	239	营业外收入	14	-	-	-
其他	12	4	2	0	营业外支出	6	-	-	-
资产总计	2,368	2,786	3,555	4,529	利润总额	275	453	727	970
流动负债	343	368	505	635	所得税	12	59	95	126
短期借款	5	5	5	5	净利润	263	394	633	844
应付账款	114	122	165	223	少数股东损益	5	8	13	18
其他	224	241	334	406	归属于母公司净利润	258	386	619	826
非流动负债	8	7	6	6	EBITDA	400	522	821	1,089
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.23	0.35	0.56	0.74
其他	8	7	6	6					
负债合计	351	374	511	641					
少数股东权益	34	42	56	74					
股本	1,114	1,114	1,114	1,114					
资本公积	1,323	1,323	1,323	1,323					
留存收益	-453	-67	552	1,378					
归属母公司股东权益合计	1,983	2,369	2,988	3,814					
负债和股东权益	2,368	2,786	3,555	4,529					
现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	172	316	605	829	主要财务比率				
净利润	263	394	633	844	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
折旧摊销	136	83	114	149	成长能力				
财务费用	2	-14	-20	-30	营业收入	35.8%	37.2%	49.1%	32.3%
投资损失	-78	-70	-73	-77	营业利润	43.9%	69.4%	60.5%	33.4%
营运资金变动	-160	-80	-48	-58	归属于母公司净利润	39.1%	49.3%	60.5%	33.4%
其他	10	4	0	0	获利能力				
投资活动现金流	-218	-30	-78	-125	毛利率	50.4%	55.8%	60.0%	60.9%
资本支出	-74	-102	-152	-202	净利率	27.5%	27.5%	29.9%	32.2%
长期投资	18	2	-	-	ROE	13.0%	16.3%	20.7%	21.7%
其他	-162	70	73	77	ROIC	12.5%	15.8%	20.2%	21.0%
筹资活动现金流	70	13	20	30	偿债能力				
短期借款	-	-	-	-	资产负债率	14.8%	13.4%	14.4%	14.2%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	336.1%	424.0%	454.5%	506.9%
短期借款	-	-	-	-	速动比率	285.9%	364.7%	396.2%	447.7%
短期借款	-69	-	-	-	营运能力				
其他	139	13	20	30	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
现金净增加额	22	300	547	734	应收账款周转率	9.9	7.7	7.9	7.6
					应付账款周转率	5.1	4.8	5.4	5.1
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.2	0.3	0.6	0.7
					每股经营现金流	0.2	0.3	0.5	0.7
					每股净资产	1.8	2.1	2.7	3.4
					估值比率				
					P/E	49.9	33.4	20.8	15.6
					P/B	6.5	5.4	4.3	3.4
					EV/EBITDA	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

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