

百视通 600637.SH

政策风险被高估，预期买入良机来临

事件：近日有媒体报道，CNTV 获得三网融合第二批试点城市 IPTV 播控平台的建设权。预计受此影响，百视通股价在前两个交易日分别下跌 5.76% 和 9.34%。(http://www.techweb.com.cn/internet/2012-01-05/1138469.shtml)

我们的分析

- **第二批试点城市的 IPTV 播控平台建设方案并未确定。**第二批试点城市的 IPTV 播控平台建设方案主要有两种可能：CNTV 与百视通合作开发市场；延续第一批试点所采用的方案分城市各自发展。目前最终方案并未确定。
- **基于百视通的标杆效应和市场影响力，我们认为决策层在制定政策时会充分兼顾百视通和 CNTV 两家 IPTV 全国牌照企业的利益。**站在三网融合和文化体制改革的大背景看，百视通能够顺利上市，正是顺应了中央文化体制改革的精神和市场经济发展的必然规律，公司已成为三网融合业务标杆企业和广电体制改革的典范。基于百视通的标杆效应和市场影响力，我们认为决策层在制定政策时，会以保证三网融合进程为出发点，充分考虑市场逻辑与用户需求，充分兼顾百视通和 CNTV 两家 IPTV 全国牌照企业的利益，形成符合多方利益诉求的方案。
- **如果 CNTV 获得第二批试点城市的 IPTV 播控平台的建设权，我们从两方面分析对百视通的影响：**

1) 如果 CNTV 掌握播控环节，百视通将被排除在 IPTV 内容平台之外吗？我们分析认为，百视通运营能力对 IPTV 内容平台建设不可或缺。播控是基于监管要求设立的审核职能，并非 IPTV 内容平台核心环节。IPTV 内容平台包含平台研发、运营和维护、内容引进/采编、产品设计等诸多环节。成功运作 IPTV 内容平台的关键在于研发/运维/营销能力、内容储备以及对用户需求的把握。因此，即使 CNTV 掌握播控环节，由于其运营能力和经验的欠缺，同时考虑到百视通的综合优势以及拥有千万用户的既成事实，CNTV 可能依然要依赖百视通共同开发市场。另一方面，站在电信角度，显然也不希望内容平台的切换损害用户体验和延缓 IPTV 发展进程。因此，电信即使对接 CNTV 播控平台，可能仍倾向于选择百视通负责内容平台的日常建设与运营。事实上，深圳目前正是采用这样的合作模式（CNTV+百视通+地方电信）。

2) 如果与 CNTV 合作开发市场，百视通的用户 ARPU 值会因为分成下降从而影响业绩吗？

我们分析认为，合作带来的用户增量能够抵消 ARPU 下降的影响。虽然短期看用户 ARPU 值会因为分流给 CNTV 而下降。但同时百视通消除了竞争制约能够在全国范围发展用户，预期潜在用户增量贡献的收入足以抵消 ARPU 下降对业绩的负面影响。

根据此前的业绩测算，在百视通和 CNTV 独立竞争的背景下，我们保守的假设百视通的用户份额逐年下降，至 2015 年降至 50%。倘若双方合作，则意味着百视通潜在用户份额可翻一倍。而 ARPU 方面，我们分析认为只要 CNTV 的分成比例不高于 50%（这一结论并不激进，因为播控环节相对于内容建设和技术研发的重要性更低），则公司业绩将不低于原有水平。



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 (2012 年 1 月 6 日)

12.91 元

目标价格

16.80 元

总股本/A 股 (百万股)

1114/ 1114

A 股市值 (亿元)

144

国家/地区

中国

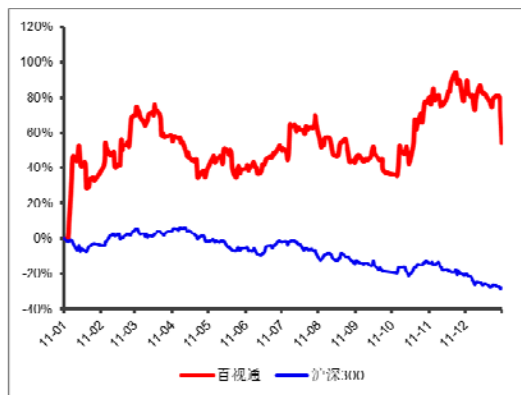
行业

新媒体

报告发布日期

2012 年 1 月 9 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，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。

- **维持公司买入评级。**我们分析认为市场对政策风险对公司的影响过分担心。公司当前基本面稳定，IPTV 业务发展顺利，多业务布局前景广阔。股价调整后，公司估值更具优势，安全边际明显。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

表 1 与 CNTV 合作对百视通业绩的影响

原有假设：

	2012E	2013E	2014E	2015E
IPTV 市场规模（万户）	2128	3081	4101	5080
百视通年末结算用户规模（万户）	1171	1540	2051	2540
百视通市场占有率	55.0%	50.0%	50.0%	50.0%
综合月均 ARPU 值	10.5	10.5	11.2	11.6
百视通 IPTV 收视收入（万元）	125723	170785	240237	319500

基于百视通与 CNTV 合作后的假设：

	2012E	2013E	2014E	2015E
IPTV 市场规模（万户）	2128	3081	4101	5080
1）双方通过合作垄断市场，用户份额 100%				
百视通年末结算用户规模（万户）	2128	3081	4101	5080
百视通市场占有率	100%	100%	100%	100%
2）百视通需与 CNTV 分成，假设双方分成比例 6:4				
综合月均 ARPU 值	5.2	5.2	5.6	5.8
百视通 IPTV 收视收入（万元）	111623	196900	289578	383399

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	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									
经营活动现金流	172	316	605	829					
净利润	263	394	633	844					
折旧摊销	136	83	114	149					
财务费用	2	-14	-20	-30					
投资损失	-78	-70	-73	-77					
营运资金变动	-160	-80	-48	-58					
其他	10	4	0	0					
投资活动现金流	-218	-30	-78	-125					
资本支出	-74	-102	-152	-202					
长期投资	18	2	-	-					
其他	-162	70	73	77					
筹资活动现金流	70	13	20	30					
短期借款	-	-	-	-					
长期借款	-	-	-	-					
短期借款	-	-	-	-					
短期借款	-69	-	-	-					
其他	139	13	20	30					
现金净增加额	22	300	547	734					

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	35.8%	37.2%	49.1%	32.3%
营业利润	43.9%	69.4%	60.5%	33.4%
归属于母公司净利润	39.1%	49.3%	60.5%	33.4%
获利能力				
毛利率	50.4%	55.8%	60.0%	60.9%
净利率	27.5%	27.5%	29.9%	32.2%
ROE	13.0%	16.3%	20.7%	21.7%
ROIC	12.5%	15.8%	20.2%	21.0%
偿债能力				
资产负债率	14.8%	13.4%	14.4%	14.2%
流动比率	336.1%	424.0%	454.5%	506.9%
速动比率	285.9%	364.7%	396.2%	447.7%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
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，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