

2012 年 IPTV 用户高增长的受益者

民生精品---调研简报/传媒行业

2012 年 02 月 17 日

一、事件概述

近期，我们对百视通公司进行了现场调研，与公司高管就公司的发展战略以经营情况进行了交流。我们认为，公司将受益于 2012 年 IPTV 用户的高增长，与 CNTV 成立合资公司对公司中长期发展构成利好，公司能够保持持续性增长。

二、分析与判断

➤ 2012年IPTV用户规模有望达到1600-1800万户

1、2011年公司IPTV用户数已达到1000万户，市场份额超过70%，用户主要集中在江苏、上海、广东等经济发达的地区。我们认为，受益于全国电信运营商宽带升级的推进以及宽带用户的快速增长，公司2012年IPTV业务将实现高增长，2012年公司IPTV用户规模有望达到1600~1800万户，用户增速或超60%。

2、目前公司增值业务收入占比仅为10%，但增长较快。以上海地区为例，上海IPTV用户130万。公司2011年推出的“少儿迪斯尼专区”增值业务目前的注册用户已达100多万，且每天新增2000多新用户。

3、我们认为，公司在用户规模快速拓展的同时，未来将在PPV、TV游戏、电视社区等增值业务上发力，2012年增值业务收入占比有望达到30%。

➤ 与CNTV成立合资公司后，公司IPTV业务范围有望扩展到全国试点，发挥市场开拓优势

1、合作后公司将与CNTV实现频道和节目资源上的共享，分享央视丰富的内容资源价值。此外，公司的IPTV用户范围将由此前的4个城市（上海、哈尔滨、大连和厦门）扩展到54个全国三网融合试点城市/地区，包括4个直辖市和26个省会、首府城市以及部分二三线城市，这为IPTV用户拓展提供了更多可能性。

2、公司与CNTV成立合资公司后，与电信运营商的合作模式有望得到延续。主要理由是电信运营商与公司合作开发IPTV业务，能增强用户使用黏性，降低宽带用户离网率。

3、公司与CNTV成立合资公司后，公司将继续开拓省级地区IPTV业务。目前公司已与一些省份的本地广电部门达成合作协议，将继续采取“公司+广电+电信”三方参与的合作模式进行业务拓展。

4、我们认为，合资公司成立后，IPTV业务收入将采取两种方式：（1）公司存量用户业务收入仍由公司单独收取，（2）新增用户业务收入按照一定分成比例收取。我们判断，公司可获得45~50%的分成收入。

➤ 公司战略部署手机电视、互联网电视等新媒体业务，有望成为新的业绩增长点

1、公司计划开展的新媒体业务包括互联网电视、网络视频、移动互联网、手机视频等领域，其中互联网电视是公司重点布局的业务。

2、截止到2011年底，公司的互联网电视用户达到500~600万，市场份额约50%。公司2011年制定了“百万清”计划，2012年将在上海推出100万台高清互联网电视机顶盒，未来3年在全国推广到1000万台。

➤ 内容总库容超50万小时，“核高基”项目提升公司核心应用技术能力

1、公司自2006年开始启动“海量视频”战略，目前拥有近50万小时的影视版权储备，其中高清节目达到10%，总量超5万小时，IPTV播控平台可提供超10路高清频道。公司购买版权的方式包括：（1）自建渠道，（2）通过引进TVB等合作方搭建集成渠道，（3）与CP/SP合作分成。我们认为，公司“全版权”采购方式将增强其议价能力。

强烈推荐

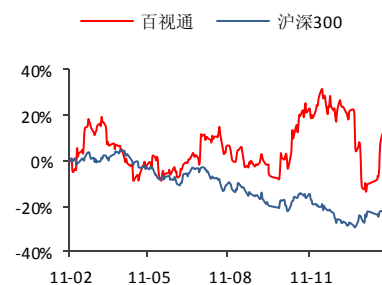
维持评级

合理估值：**16.86 元**

交易数据（2012-02-16）

收盘价（元）	14.74
近 12 个月最高/最低	23.50/15.94
总股本（百万股）	1113.74
流通股本（百万股）	708.86
流通股比例%	63.65
总市值（亿元）	164.17
流通市值（亿元）	104.49

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：李锋

执业证书编号：S0100511010001

联系人：郑平

电话：(8610)85127645

Email: zhengping@mszq.com

联系人：胡琛

电话：(8610)85127645

Email: huchen_yjs@mszq.com

相关研究

1. 《〈国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要〉点评：好雨知时节，当春乃发生》2012.02.16

2. 宽带中国系列报告之四《下一代互联网推动三网融合应用发展》2012.02.08

3. 传媒行业 2012 年投资策略《春华秋实，百舸争流》2011.11.20

2、近期公司《大型网络应用及服务平台研制与示范》课题成为2012年国家重大专项“核高基”课题。项目主要聚焦于对新媒体业务应用性技术的研发，这将提升公司未来在用户数据挖掘、电视应用商店等核心应用方面的能力。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2011~2013 年 EPS 为 0.33 元、0.48 元和 0.64 元，对应当前 PE 为 45X、31X、23X。我们认为，公司是覆盖 IPTV、手机电视、互联网视频等新媒体业务领域的龙头服务提供商，正在依托云计算技术建设实施广电视频云，立足“一云多屏”战略，将内容集成分发至不同的终端。公司有望借助自身优良播控渠道进行跨行业融合，具备广阔的业务发展空间和快速扩张的可能性。受益于国家三网融合试点范围扩大，2012 年公司的 IPTV 订阅用户或将实现高增长。可给予公司 35 倍 PE，对应目标价 16.86 元，维持公司“强烈推荐”评级。

四、风险提示

1、与 CNTV 合作进程低于预期；2、三网融合进程低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,134	1,392	1,962	2,407
增长率(%)	-9.11	-34.80	41.01	22.67
归属母公司股东净利润(百万元)	106	363	536	715
增长率	199.76	241.41	47.97	33.23
每股收益(元)	0.15	0.33	0.48	0.64
PE	98.40	45.29	30.60	22.97
PB	11.98	7.68	6.14	4.84

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,134	1,392	1,962	2,407
减：营业成本	1,960	622	810	952
营业税金及附加	15	53	71	82
销售费用	62	95	131	156
管理费用	181	248	349	421
财务费用	42	23	6	(3)
资产减值损失	10	2	2	2
加：投资收益	183	60	20	20
二、营业利润	48	409	613	817
加：营业外收支净额	62	5	0	0
三、利润总额	110	414	613	817
减：所得税费用	5	52	77	102
四、净利润	105	363	536	715
归属于母公司的利润	106	363	536	715
五、基本每股收益 (元)	0.15	0.33	0.48	0.64

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	-	43.73	27.00	19.77
成长能力				
营业收入同比	-9.1%	-34.8%	41.0%	22.7%
营业利润同比	928.7%	749.4%	49.8%	33.2%
净利润同比	255.3%	245.7%	48.0%	33.2%
营运能力				
应收账款周转率	12.23	7.63	7.80	7.35
存货周转率	11.95	7.61	7.83	7.81
总资产周转率	0.69	0.56	0.88	0.85
盈利能力与收益质量				
毛利率	8.2%	55.3%	58.7%	60.5%
净利率	5.0%	26.1%	27.3%	29.7%
总资产净利率 ROA	3.4%	14.6%	23.9%	25.2%
净资产收益率 ROE	7.9%	20.7%	22.3%	23.6%
资本结构与偿债能力				
流动比率	0.62	0.76	1.84	3.09
资产负债率	53.3%	30.2%	19.3%	16.8%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.15	0.33	0.48	0.64
每股经营现金流量	0.07	(0.10)	0.42	0.59
每股净资产	1.23	1.92	2.40	3.04

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	532	0	232	907
应收票据	1	0	0	0
应收账款	156	209	294	361
预付账款	55	14	20	24
其他应收款	37	28	39	48
存货	148	218	284	333
其他流动资产	0	1	1	1
流动资产合计	930	469	869	1,674
长期股权投资	1,249	1,249	1,249	1,249
固定资产	302	306	299	283
在建工程	0	8	8	8
无形资产	14	13	11	10
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	2,007	1,576	1,568	1,550
资产总计	2,937	2,045	2,437	3,224
短期借款	665	239	0	0
应付票据	8	0	0	0
应付账款	231	152	198	233
预收账款	165	156	203	238
其他应付款	355	50	50	50
应交税费	9	20	20	20
其他流动负债	0	1	1	1
流动负债合计	1,500	618	471	542
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	0	0	0	0
负债合计	1,567	618	471	542
股本	709	1,114	1,114	1,114
资本公积	1,638	1,638	1,638	1,638
留存收益	(1,056)	(694)	(157)	558
少数股东权益	80	80	80	80
所有者权益合计	1,370	2,138	2,674	3,389
负债和股东权益合计	2,937	2,755	3,146	3,930

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	80	(116)	467	652
投资活动现金流量	118	32	10	20
筹资活动现金流量	(335)	(449)	(245)	3
现金及等价物净增加	(139)	(532)	232	675

资料来源：民生证券研究所

分析师与行业专家简介

李锋，研究所所长。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
蔡虹	广深	0755-22662056	18665333929	caihong@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	Liuyi_sz@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。