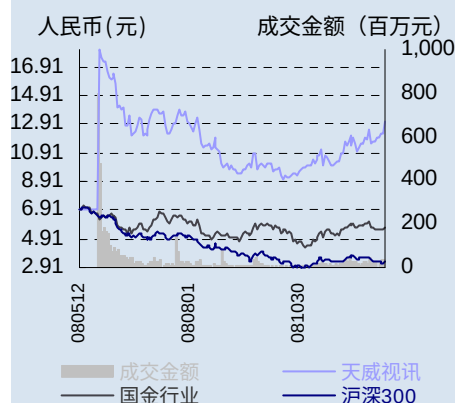


2009 年 01 月 06 日

市场数据(人民币)

市价(元)	13.05
已上市流通A股(百万股)	67.00
总市值(百万元)	3,484.35
年内股价最高最低(元)	18.10/6.98
沪深 300 指数	1882.96
中小板指数	2820.97
2007 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《中报业绩符合预期,上调评级至买入》, 2008.8.18
- 2 《面向未来之数字有线网络运营商》, 2008.5.26

传媒旅游研究小组
毛峥嵘

(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

唐建伟

(8621)61038290
tangjw@gjzq.com.cn

联系人: 赵莉

(8621)61038257
zhaoli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

天威视讯 (002238.SZ)

——业绩平稳增长, 全面整合区域网络或打开成长空间


公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	0.338	0.331	0.356	0.300	0.358	0.441
净利润增长率	N/A	-1.94%	7.61%	12.23%	19.43%	23.29%
先前预期每股收益(元)						
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.302	0.343	0.454
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	39.05	32.70	26.52
行业优化市盈率(倍)	33.36	60.57	93.73	56.81	56.81	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
PE/G(倍)	N/A	N/A	N/A	3.19	1.68	1.14
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	N/A	67.00	103.00	267.00
总股本(百万股)	200.00	200.00	200.00	267.00	267.00	267.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论
■ 用户规模增长缓慢, 双向机顶盒推广身陷模式困局

- ◆ 从近期了解的情况来看, 截至 08 年 3 季末, 天威视讯基础收视和增值业务用户规模基本保持稳定, 与 08 年中报披露的数据大致相当。截至 08 年 6 月底, 公司拥有有线数字电视用户终端数为 103.53 万个, 较 07 年底增加 3.53 万个, 付费电视频道用户终端 4.67 万个, 交互电视用户终端为 4.01 万个, 付费电视和交互电视等网络增值服务使用率仅为 4% 左右, 仍处于较低的水平。
- ◆ 正如我们在天威视讯的新股定价报告中所分析的, 由于公司之前整体平移时赠送的都是单向机顶盒, 而开展增值业务大多需要配置双向机顶盒, 尽管公司计划采取“增值业务捆绑销售+赠送双向机顶盒”的方式予以解决, 但在实际运作过程中, 这种市场化捆绑销售方式效果不甚理想, 面临增值业务推广商业模式不畅的困局。而且, 国内已经有一些省市在整体转换过程中一开始就是赠送双向机顶盒。公司如想在较短时间内在增值业务上有所突破, 赠送双向机顶盒仍是更为实际的方法, 尤其对新开发的数字电视用户。
- ◆ 从全国有线网络数字化后增值业务拓展的实际情况来看, 总体不是很理想。公司原先依靠国外优秀卫星频道间接(外国居民或港澳台居民身份可以订购国外优秀付费频道)接入发展付费电视用户的方式在公司上市后受到很大的限制, 而国内的付费电视频道显然还无法吸引用户主动购买。因此, 在市场前景不明朗的情况下, 公司暂时不太无大规模通过赠送双向盒方式拓展增值业务的打算, 如此, 公司的资本开支会被控制在较为有限的范围, 应暂时不会对公司的营收、财务状况产生较大的冲击。

■ 深圳特区外有线网络整合将是打开公司未来发展空间的关键

- ◆ 深圳市政府和深圳市广电局在 2006 年已开始着手规划对宝安龙岗两区广播电视台(中心)、盐田电视台、蛇口电视台，以及宝安区 8 个街道的广播电视站和龙岗区 10 个街道的广播电视站的广播电视网络资源进行整合，以最终实现“一市一网”。根据有线电视用户分布的实际情况，天威视讯所属区域以外有线电视用户主要分布在宝安、龙岗、光明新村和蛇口，分别拥有用户 60 万户、50 万户、10 万户和 40 万户，共计 150 万户；
- ◆ 天威视讯 IPO 上市后，作为深圳广电集团唯一一个上市运营平台，以此为核心进行资源和业务的整合应该是毫无疑问的，因此，天威视讯收购集团所属天宝、天隆、天明三家有线网络公司的股权乃至整合深圳全区域内有线网络应只是一个时间问题，这将是打开公司未来发展空间的关键所在。然而，由于体制差异、资产定价、人事安排等诸多问题，全面的收购整合进程势必是一个极为复杂的过程。在经历 08 年上市后的震荡调整后，公司股价已逐步趋于合理，09 年是否会促发深圳区域有线网络的全面收购整合值得期待。对此，我们将予以重点跟踪关注。

■ 盈利预测与估值

- ◆ 我们预测，天威视讯 2008~2010 年每股收益分别为 0.30 元、0.358 元和 0.441 元，按照 1 月 5 日 13.05 元的收盘价计算，2008~2010 年动态市盈率分别为 43.5 倍、36.5 倍和 29.6 倍。
- ◆ 我们依据公司现金流情况，我们进行了相对谨慎的估值假设，并采用 APV、WACC、FCFE 三种贴现方法对公司进行估值，估值结果分别为 9.92 元、13.28 元、12.76 元。根据测算结果并参考近期市场变化，我们认为公司的合理估值区间为 12.76~13.28 元。

图表1：天威视讯 FCFE 预测表

单位：百万元	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入	710.10	774.00	847.50	923.80	1,006.97	1,097.63	1,196.44	1,304.16	1,421.57	1,549.56
营业利润	99.48	117.44	137.86	238.09	266.39	294.06	323.83	356.60	392.52	431.75
EBIT	105.80	117.65	135.60	232.80	253.76	276.60	301.50	328.65	358.24	390.49
FCF	-18.41	59.45	100.61	209.62	273.67	292.75	325.42	358.93	383.95	411.15
ITS	2.33	2.52	2.98	3.89	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40	3.40
FCFE	-22.40	42.71	90.33	197.64	263.20	282.28	314.96	348.47	373.48	400.68

来源：国金证券研究所

图表2：天威视讯 DCF 估值假设及估值结果

资产贴现率 Ka		股票贴现率 Ke	
行业 Beta	0.90	股本总额(百万股)	267.00
无风险利率	4.79%	股价	11.70
风险溢价	7.46%	股票市值	3,123.90
资产贴现率 Ka	11.51%	债务总额	450.00
加权平均资本成本 WACC		债务利率	6.57%
D/(E+D)	12.59%	实际税率	17.50%
E/(E+D)	87.41%	股票 Beta	0.80
		股票贴现率 Ke	10.75%
			-
WACC	10.08%	TV 增长率	4.00%
估值方法	每股价值	估值方法	每股价值
APV	9.94	FCFE	12.74
WACC	13.28		

来源：国金证券研究所

■ 投资建议：下调投资评级至“持有”

- ◆ 尽管 2011 年随着公司机顶盒摊销的基本结束，公司业绩将出现大幅增长，但当前股价的走势显然无法全部建立在 3 年以后业绩的基础上，而当前的股价也已经充分反映了公司现金流状况和未来三年盈利平稳增长的预期。如果公司股价在当前水平的基础上仍旧保持较强的上涨动力，我们认为，公司的投资重点将主要转变为收购特区外有线网络的强烈预期，尽管我们完全认同这一变化趋势，但具体进程显然已经超出了我们可以掌控的范畴。据此，我们下调公司投资评级至“持有”，将视股价回调情况或在收购预期逐步明朗化后再考虑对投资评级进行调整。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	415	624	654	710	774	848
增长率		50.4%	4.9%	8.5%	9.0%	9.5%
主营业务成本	-250	-403	-437	-462	-499	-541
% 销售收入	60.2%	64.6%	66.7%	65.1%	64.5%	63.8%
毛利	165	221	218	248	275	307
% 销售收入	39.8%	35.4%	33.3%	35.0%	35.5%	36.2%
营业税金及附加	-12	-11	-12	-14	-15	-17
% 销售收入	2.9%	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-29	-44	-27	-33	-39	-42
% 销售收入	6.9%	7.1%	4.2%	4.6%	5.0%	5.0%
管理费用	-63	-74	-83	-96	-103	-112
% 销售收入	15.3%	11.9%	12.7%	13.5%	13.3%	13.2%
息税前利润 (EBIT)	61	92	95	106	118	136
% 销售收入	14.7%	14.7%	14.6%	14.9%	15.2%	16.0%
财务费用	-2	-20	-27	-13	-10	2
% 销售收入	0.5%	3.3%	4.2%	1.9%	1.3%	-0.2%
资产减值损失	-5	0	3	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	-1	0	1
% 税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	0.3%
营业利润	53	71	70	91	107	138
营业利润率	12.7%	11.4%	10.7%	12.8%	13.8%	16.2%
营业外收支	23	5	11	7	15	16
税前利润	75	76	81	98	121	154
利润率	18.1%	12.2%	12.3%	13.8%	15.7%	18.1%
所得税	-9	-9	-10	-17	-25	-35
所得税率	12.1%	11.7%	12.9%	17.5%	20.5%	22.5%
净利润	66	67	70	81	97	119
少数股东损益	-1	1	-1	1	1	1
归属于母公司的净利	68	66	71	80	96	118
净利率	16.3%	10.6%	10.9%	11.3%	12.3%	13.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	66	67	70	81	97	119
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	111	198	226	69	78	85
非经营收益	-17	21	30	16	8	-3
营运资金变动	64	-50	-54	-14	10	11
经营活动现金净流	224	235	274	152	194	212
资本开支	-384	-365	-88	-109	9	19
投资	-3	0	-40	-1	0	0
其他	3	4	0	-1	0	1
投资活动现金净流	-384	-361	-128	-110	9	19
股权募资	0	0	0	436	0	0
债权募资	250	150	50	-86	-164	0
其他	0	0	-131	-22	-23	-13
筹资活动现金净流	250	150	-81	328	-187	-13
现金净流量	90	24	65	370	16	219

资产负债表（人民币百万元）

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	162	152	218	588	604	823
应收款项	131	170	16	18	20	21
存货	17	29	23	22	24	26
其他流动资产	15	8	11	25	27	29
流动资产	326	359	268	653	675	899
% 总资产	24.0%	22.3%	18.6%	34.8%	37.0%	45.8%
长期投资	89	87	82	83	82	82
固定资产	602	642	638	741	788	806
% 总资产	44.4%	39.9%	44.2%	39.5%	43.2%	41.1%
无形资产	339	517	455	397	278	172
非流动资产	1,032	1,248	1,176	1,223	1,150	1,062
% 总资产	76.0%	77.7%	81.4%	65.2%	63.0%	54.2%
资产总计	1,358	1,606	1,445	1,876	1,825	1,961
短期借款	50	50	250	164	0	0
应付款项	193	270	191	191	206	222
其他流动负债	42	58	12	13	14	50
流动负债	284	378	453	368	219	272
长期贷款	201	350	200	200	200	200
其他长期负债	179	147	113	113	113	113
负债	664	875	765	680	532	584
普通股股东权益	680	716	665	1,181	1,277	1,360
少数股东权益	14	15	14	15	16	17
负债股东权益合计	1,358	1,606	1,445	1,876	1,825	1,961

比率分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标						
每股收益	0.338	0.331	0.356	0.300	0.358	0.441
每股净资产	3.401	3.582	3.327	4.425	4.783	5.093
每股经营现金净流	1.122	1.175	1.368	0.569	0.726	0.796
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.130
回报率						
净资产收益率	9.93%	9.24%	10.71%	6.77%	7.48%	8.66%
总资产收益率	4.97%	4.12%	4.93%	4.26%	5.24%	6.01%
投入资本收益率	5.66%	7.14%	7.35%	5.59%	6.27%	6.66%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	50.38%	4.88%	8.50%	9.00%	9.50%
EBIT增长率	N/A	50.34%	4.07%	11.06%	11.19%	15.26%
净利润增长率	N/A	-1.94%	7.62%	12.23%	19.43%	23.29%
总资产增长率	N/A	18.29%	-10.07%	29.89%	-2.76%	7.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.1	13.4	12.5	1.3	1.3	1.3
存货周转天数	12.4	20.8	21.7	18.0	18.0	18.0
应付账款周转天数	55.7	91.9	86.1	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	484.0	354.9	339.8	333.6	308.2	271.8
偿债能力						
净负债/股东权益	12.77%	33.96%	34.12%	-18.73%	-31.29%	-45.24%
EBIT利息保障倍数	29.3	4.5	3.5	7.8	11.4	-89.6
资产负债率	48.90%	54.48%	52.97%	36.26%	29.16%	29.79%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	6	6	8	12
买入	0	3	5	12	21
持有	0	0	1	3	8
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.30	1.45	1.62	1.76

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-08-18	买入	11.10	13.20~14.50

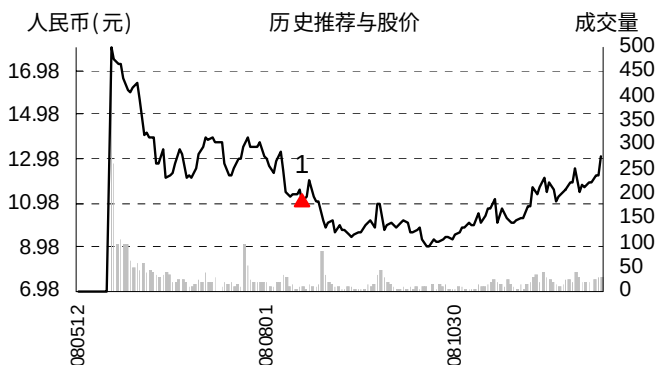
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
- 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
- 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。