

天威视讯（002238）：稳健成长和弱周期性凸显公司价值 增持（维持）

传媒

报告日期：2009 年 2 月 9 日

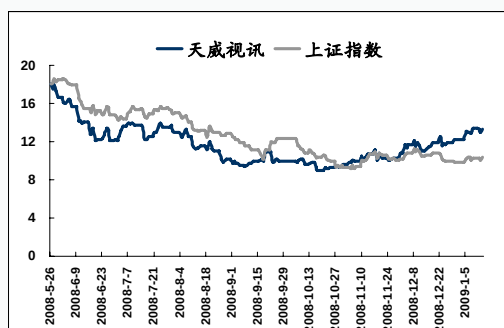
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	654	744	784	834
(+/-)	4.88%	13.61%	5.44%	6.40%
营业利润	70	90	106	150
(+/-)	-1.77%	28.55%	18.11%	40.93%
归属于母公司 的净利润	7,127	8,232	9,068	12,349
(+/-)	7.62%	15.49%	10.16%	36.18%
每股收益（元）	0.36	0.31	0.34	0.46
净资产收益率	10.71%	6.94%	7.11%	8.82%
市盈率（倍）	36	42	38	28

公司基本情况（2008 年 9 月 30 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	26,700/6,700
流通市值（亿元）	8.69
每股净资产（元）	4.39
资产负债率（%）	29.96

股价表现（上市以来）



邹高、左绍辉

010-66045748 zuosh@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 有线网络行业属于朝阳行业，具有短期抗周期，长期增长空间大的特点，唯数字化整转导致现阶段企业压力较大。
- 公司未来资本开支压力较小，并且随着机顶盒费用摊销的完毕，公司业绩将快速释放。

投资要点：

- 有线电视作为我国大众最基本的娱乐方式之一，其用户具有较强的粘性，不会轻易流失。并且由于我国有线网络运营商仍处于以收取基本收视费为主要盈利模式的阶段，因此其收入来源受宏观经济波动的影响较小，具有较强的稳定性。
- 广播电视数字化是我国“十一五”规划的重点发展项目，而有线电视作为推动数字电视产业发展的主要力量，其数字化整转更是得到了国家政策的大力支持。我们认为推进有线电视数字化将有效改善长期以来我国居民对有线电视消费过低的局面，有线网络运营商的长期增长潜力正被逐步激发。
- 我国有线电视增值业务的发展尚处于市场培养期，并且受消费观念和 content 管制等多重因素影响，整体开展较为缓慢。但从长期发展来看，开展增值业务才是有线运营商提升 ARPU 值的有效途径。天威视讯的增值业务开展在国内处于领先地位，主要包括有线宽频、付费电视以及互动电视等。并且由于地处经济发达的深圳地区，其用户具有很强的消费能力，07 年深圳市人均可支配收入和消费支出均处全国首位，因此我们看好公司增值业务的长期发展潜力。
- 公司已完成对所属有线电视用户数字化的整体转换和双向网络的改造，未来资本开支压力较小。2008~2010 年将是公司折旧摊销的高峰年，其中每年摊销的机顶盒成本在 1.1 亿元左右，2011 年以后随着大部分机顶盒费用摊销完毕，公司的成本压力将大幅减轻，综合毛利率也将回升至 40% 左右。
- 由于数字化整转将导致有线运营商的资本开支密集以及后期折旧摊销的增加，因此更适宜用 EV/EBITDA 对其进行估值。预计公司 2008~2010 年的 EPS 分别为 0.31 元、0.34 元和 0.46 元，对应的 EV/EBITDA 为 9.3 倍、8.2 倍和 7 倍，介于广电网络和歌华有线之间。考虑到公司拥有国内消费能力最强的有线网络用户群，以及所处行业具备短期抗周期、长期增长空间大的特点，我们认为公司是较好的长期投资配置品种，维持“增持”的投资评级。

正文目录

1. 国内领先的有线网络运营商	3
1.1 公司简介	3
1.2 公司主营概况	3
2. 有线网络行业：发展潜力巨大的弱周期行业	4
2.1 有线网络是弱周期行业	4
2.2 数字化提升有线网络长期投资价值	5
3. 公司主要业务分析	6
3.1 电视收视业务	6
3.2 有线宽频业务	7
3.3 节目传输业务	9
4. 资本开支高峰已过，折旧摊销逐步消化	9
5. 有望继续整合关外有线网络资源	10
6. 盈利预测	12
7. 公司估值和投资建议	13
8. 风险揭示	13

图表目录

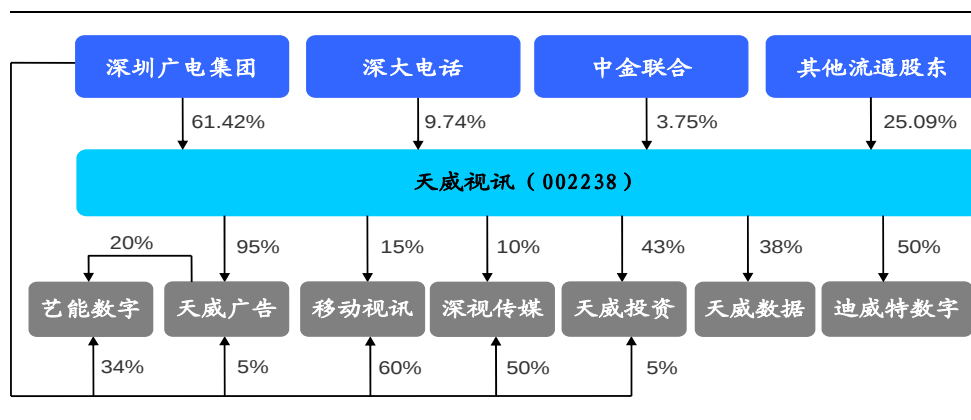
图表 1：天威视讯股权关系结构图	3
图表 2：2007 年公司收入构成	4
图表 3：2007 年公司毛利构成	3
图表 4：美国有线收入与 GDP 增速比较	5
图表 5：国内有线收入与 GDP 增速比较	4
图表 6：有线数字电视各业务竞争力比较	5
图表 7：康卡斯特 ARPU 值变化趋势	5
图表 8：收视业务收入变化情况	6
图表 9：有线电视用户规模与 ARPU 变化	6
图表 10：宽带业务收入变化情况	8
图表 11：宽带用户规模与 ARPU 变化	7
图表 12：有线宽频业务收入规模及增长	8
图表 13：有线宽频业务毛利率变化	8
图表 14：电视收视业务成本构成	8
图表 15：节目传输业务收入变化情况	9
图表 16：节目传输业务毛利率变化情况	9
图表 17：COMCAST 资本开支进度	10
图表 18：COMCAST 主要财务指标变化	10
图表 19：2007 年国内主要有线网络资产收购定价比较	11
图表 20：天威视讯盈利预测	12
图表 21：天威视讯历史市盈率曲线	14
图表 22：天威视讯历史市净率曲线	13

1. 国内领先的有线网络运营商

1.1 公司简介

深圳市天威视讯股份有限公司是由深圳市有线电视台于1995年7月18日发起设立，并于2008年5月在深圳中小板挂牌上市。目前公司总股本为2.67亿股，其中深圳广播电影电视集团持有公司1.64亿股股份，占总股本的61.42%，是公司的实际控制人。

图表 1：天威视讯股权关系结构图

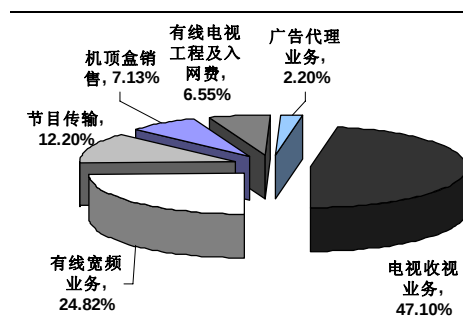


数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

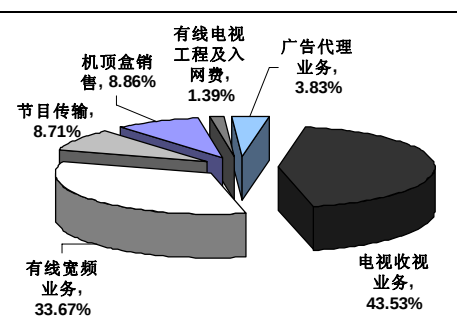
1.2 公司主营概况

公司主要负责深圳特区的有线电视网络的规划建设、经营管理、维护和广播电视节目的接收、集成、传输，其中基于有线电视网络进行传输视频信息和开展相关增值服务是公司的核心业务。从目前看来，公司的营业收入主要来源于电视收视、有线宽频和节目传输三项业务。2007年公司三项业务分别实现收入3.05亿元、1.61亿元和7,897万元，占公司总收入的比例分别47.1%、24.82%和12.2%；实现毛利1.15亿元、1,418万元和4,107万元，占公司毛利总额的54.4%、6.68%和19.35%。

图表 2：2007 年公司收入构成



图表 3：2007 年公司毛利构成



数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

2. 有线网络行业：发展潜力巨大的弱周期行业

2.1 有线网络是弱周期行业

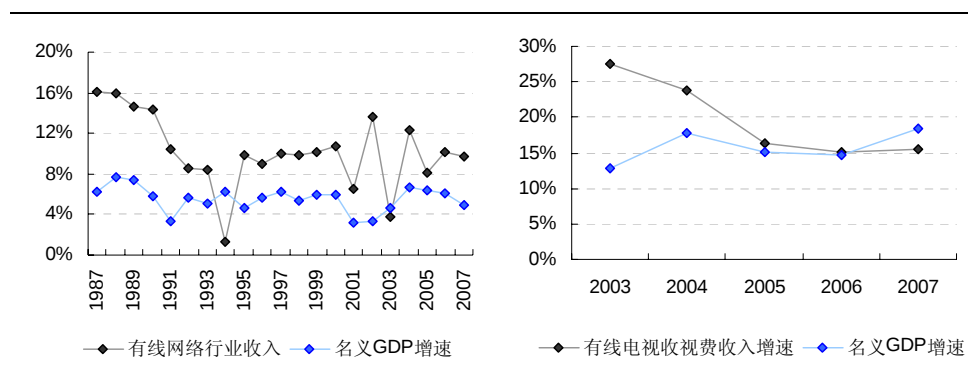
➤ 收取基本收视费仍是我国有线网络运营商的主要收入来源

有线网络运营商处于有线电视产业链的核心地位，节目内容提供商和增值服务提供商均依赖其网络向用户提供信息娱乐内容。在有线网络行业较为发达的地区，有线运营商的收入主要分为两大部分，一部分是代理广告业务，另一部分则是向下游终端用户收取基本收视费以及其他付费增值业务收入。以美国有线网络行业为例，2007年全美有线网络行业来自用户端的收入规模为752.06亿美元，其中基本收视费收入为336.86亿美元，占总收入的比例为44.8%；付费电视业务收入66.75亿美元，占总收入的比例为8.9%。而我国有线网络行业由于推广数字电视的时间较短，目前国内有线运营商的收入仍然以基本收视费收入为主，其收入规模约占有线电视行业总收入的70%。

➤ 宏观经济波动对有线运营商的影响较小

我们认为宏观经济波动对有线运营商的收入影响会体现在两个方面。一是对基本收视业务的影响，由于长期以来电视作为大众最基本的娱乐之一，人们对收看电视已形成一种固定的消费习惯，因此用户粘性较大，并且由于用户对基本收视费的定价几乎没有议价能力，因此导致有线运营商的在这部分收入较为稳定。而增值业务的特点是为用户提供更高的视听享受和分众化的节目内容以及一些其他可以提升生活品质的服务，属于一种升级型消费，因此其可选择性也比较大，在外部经济的不景气可能会导致有线运营商这部分收入的波动。考虑到我国有线网络行业的收入结构，我们认为我国有线网络行业具有一定的抗周期性。从美国有线行业的发展来看，在1987~2007二十年间，全美有线网络行业收入的复合增长率接近10%，远高于同时期3%的GDP增长率，并且相关性分析显示，期间有线网络行业收入增速与GDP增速的相关系数仅为0.31，显示出较低的相关性。

图表 4：美国有线收入与 GDP 增速比较 图表 5：国内有线收入与 GDP 增速比较



数据来源：NCTA、广电总局、统计局

2.2 数字化提升有线网络长期投资价值

数字化对我国有线运营商的网络价值提升主要体现在扩大现有用户规模和提升用户 ARPU 值两个方面。其中由于网络覆盖面的扩大和对“黑户”的清理，有效提升了运营商的用户规模；而对于提升用户 ARPU 则主要分为两个阶段实现，其中第一个阶段为进行数模转换后，基本收视费得到提升；第二阶段是随着数字化整转的深入，有线运营商可以基于双向网络的开展付费电视、宽带接入等多种增值业务，并且由于增值业务比基本收视业务具有更高 ARPU 值增长空间，因此开展数字增值业务也成为有线运营商提高总 ARPU 值有效途径。

➤ 我国有线网络行业具备巨大的发展潜力

2008 年底，我国约有有线电视用户 1.5 亿户，其中数字电视用户超过 5,000 万户，我国已拥有全球最大的有线电视用户群。但和国际水平相比，我国有线电视收费水平还非常低，有线电视用户平均 ARPU 值约为 2~4 美元，而美国为 60 美元，香港为 26 美元；我国月均有线电视费用支出只占家庭收入的 0.4%，而美国占 1.6%，香港占 1.3%。产生巨大差距的主要原因在于我国电视广播具有的公益属性，导致在收视价格上受到政府的严格管制，因此长期以来我国的有线电视收费标准严重偏离国际平均水平。但我们预计随着数字化的深入展开，以市场价格定价增值业务的推广将对改善我国有线电视用户 ARPU 值过低局面。

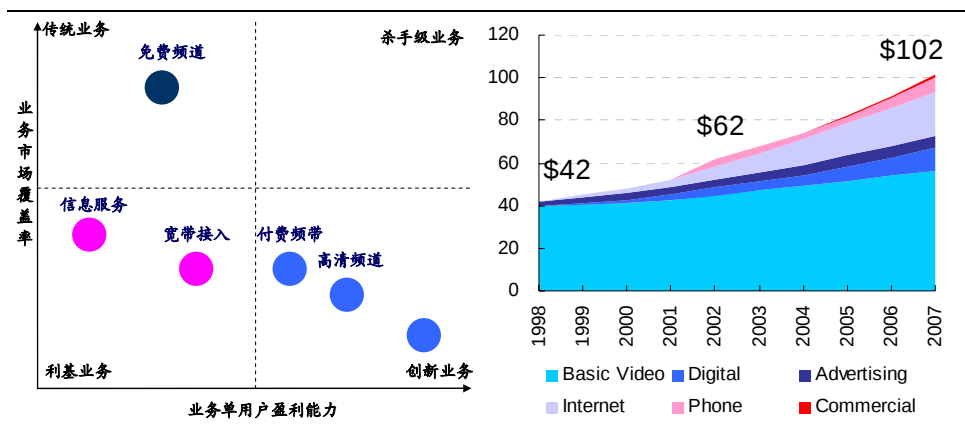
COMCAST(康卡斯特): 美国第一大有线电视运营商，2007 年其有线电视用户数量占美国有线电视用户总数的 37%。

➤ 从国际领先企业的发展经验来看，发展增值业务是提升 ARPU 值的有效途径

COMCAST 于 1997 年开始对用户及网络进行数字化改造，其改造工程于 2001 年基本完成。从公司各业务 ARPU 值的变化情况可以看出，1998 年时公司的 ARPU 中基本收视业务占据了绝大份额，但随着数字化改造的不断深入进行，其他增值业务 ARPU 值开始增长。在 2001 年改造完成后，各项增值业务 ARPU 值出现了快速的增长，并且明显快于基本收视业务。到 2007 年公司各项增值业务所贡献的收入已经占到总 ARPU 值的 50% 左右。数字化改造带动公司总 ARPU 在 1998~2007 十年间增长了 240%。

图表 6: 有线数字电视各业务竞争力比较

图表 7: 康卡斯特 ARPU 值变化趋势



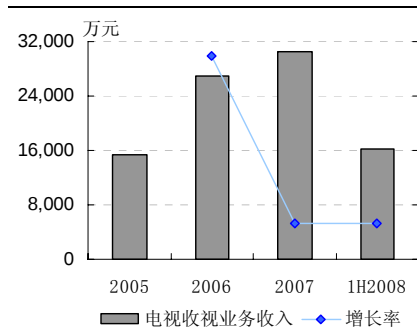
数据来源: 易观国际、公司年报、天相投顾整理

3. 公司主要业务分析

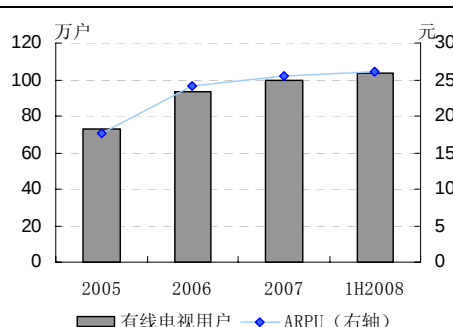
3.1 电视收视业务

公司已于 2006 年完成了对所属用户的数字化整体转换和双向网络的改造，目前公司拥有的有线数字电视用户规模为 103.5 万户，数字化渗透率达到 100%。现阶段公司的电视收视业务收入主要来自向用户收取数字电视收视费，其中主要包括基本收视费、付费电视收视费和交互电视收视费等。

图表 8：收视业务收入变化情况



图表 9：有线电视用户规模与 ARPU 变化



数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

近三年，公司的电视收视业务保持了稳定增长的趋势，其中由于 05 年公司提供了基本收视费的收费标准，导致该项业务收入在 06 年呈现出爆发式增长，并在 07 年回落至 13% 的正常增长水平。并且随着付费电视、交互电视等增值业务的开展，用户 ARPU 值也呈现稳步提升趋势，2005 年按照年末用户数量计算的单业务 ARPU 值仅为 17.6 元/月，而到 2008 年上半年时则达到 26.1 元/月，增幅接近 50%。

➤ 基本收视业务

公司于 2005 年 7 月对有线电视基本收视费进行过调价，由原来的主机 16 元/月，副机 7 元/月，提高至主机 28 元/月、副机 18 元/月，提价幅度分别为 75% 和 157%。由于我国有线电视基本收视费的定价实行公司申请、政府核准并组织听证的方式，因此公司并不能单方面提高收费标准。预计未来 1~2 年内，公司的基本收视费不会有太大幅度提价，因此该项业务收入的增长将主要来自用户规模扩大和副机终端比例的提高。

根据深圳市政府公布的《深圳市城市总体规划（2007-2020）》草案预测，深圳市至 2020 年底常住人口将达到 1,100 万，按每户家庭 3 口人折算，2020 年底深圳市家庭数量约为 366.67 万户（其中深圳特区家庭约为 168.3 万户），因此公司的用户规模在理论上还有很大的增长空间。但从实际情况看，公司自 06 年数字化整转完成后，有线电视用户增长呈现出明显放缓的态势。目前公司的新增用户主要来自老小区改造和“城中村”的改造。我们认为深圳特区内的用户增长空间有限，预计未来公司用户数将随着深圳人口规模的增长而呈现出一个自然增长的态势，其增速将保持在每年 4%~5% 水平。

另外，公司目前的副机终端比例约为 20% 左右，未来仍有提升空间。

➤ 付费频道&交互电视业务

公司是国内较早推出付费频道和交互电视增值业务的有线运营商之一。截止 2008 年中期，公司拥有 4.67 万个付费电视终端和 4.01 个交互电视终端，并拥有 23 个境外付费频道、10 个境内付费频道和 4 个高清频道。2008 年 7 月公司又和中数传媒、同洲电子合作启动高清互动电视业务。虽然公司大力推动数字电视增值业务，但总体看来发展仍较为缓慢，我们认为这主要与目前我国有线数字电视市场整体发展滞后有关。

由于数字化使有线网络运营商的经营模式正在由“网络落地收费”向“卖内容”转变，因此能否具有种类丰富、具有卖点的节目内容，成为付费电视发展的关键。短期内由于我国有线数字电视产业正处于起步阶段，产业链结构尚不完善，特别是节目制作方面更为薄弱，并且由于内容受到监管，节目内容较少，另外价格昂贵的高清机顶盒和较高的收费标准，也使得数字增值业务看起来性价比很低。但从长期发展来看，伴随我国对数字电视产业的持续投入，数字电视产业链将逐步完善，节目源也将不断丰富，此外由于人均收入的不断提高，节目少和收费高的矛盾将得到缓解。

3.2 有线宽频业务

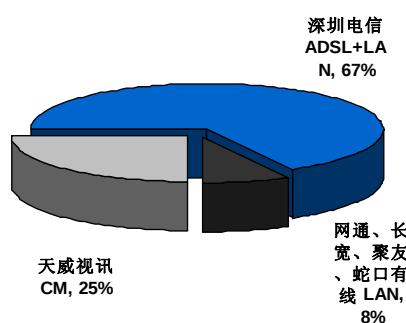
➤ 国内领先的有线宽频业务提供商

基于 HFC 双向网络向用户提供互联网接入服务，并收取有线宽频使用费是有线运营商开展的又一项重要的增值业务。

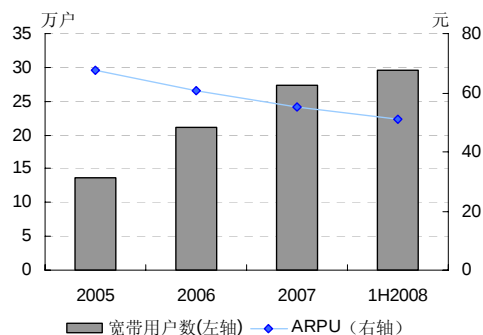
自公司推广有线宽频业务以来，个人宽带用户数量呈现较快增长，其中 2005~1H2008 公司的有线宽频累计发展分别为 13.7 万户、21.2 万户、27.3 万户和 29.56 万户，平均增速达 24.6%，宽带用户占有有线电视用户的比例接近 30%。2007 年公司的个人宽带用户在深圳市场占有率约为 25%，次于深圳电信居于第二位。

我们认为无论从市场占有率还是从用户结构上看，天威视讯均处于国内领先地位，并且在用户结构方面，公司也已经接近国际领先企业水平。

图表 10：宽带业务收入变化情况



图表 11：宽带用户规模与 ARPU 变化



数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

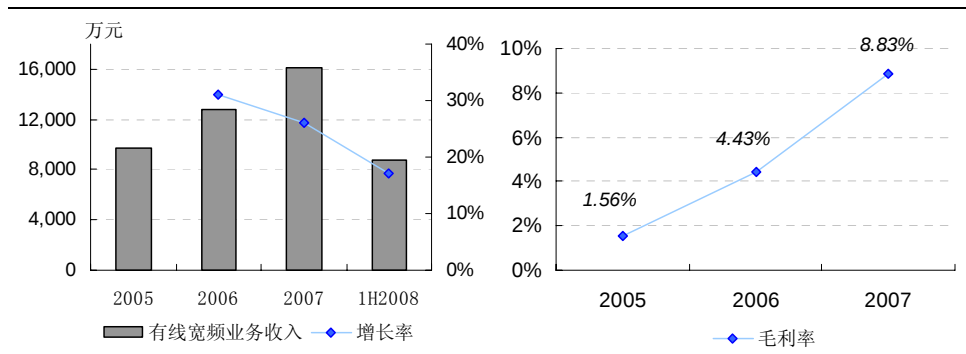


➤ ARPU 值回落，导致收入增长放缓

由于部分用户处于停机状态，致使公司该项业务的 ARPU 值持续回落，由 2005 年时的 67 元/月下滑至 1H2008 年时的 51.2 元/月，并导致该项业务营业收入增速放缓。

图表 12：有线宽频业务收入规模及增长

图表 13：有线宽频业务毛利率变化



数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

➤ 市场竞争激烈，成本是最大制约

目前，公司在深圳地区的主要竞争对手是深圳电信，两者的合计市场份额占到深圳个人宽带市场的 92%。由于深圳市个人宽带市场已基本处于饱和状态，公司面临着与电信争夺用户的局面。

但由于公司由于前期投入不足，公司需要租用竞争对手深圳电信等电信运营商的网络出口，同时支付高额的出口费用，其中公司 2005 年~2007 年的出口月租费用分别达到 3,251 万元、4,300 万元和 5,759 万元，占有有线宽频业务成本的 34%、36%和 39%。主要资源受制于人严重制约了公司宽频业务的发展，并且较高出口成本导致公司该业务的毛利率始终较低，但随着用户规模不断扩大，边际效应和规模效开始逐步显现，该项业务毛利率呈现明显回升的趋势，已由 05 年时的 1.56% 上升至 07 年时的 8.83%。

图表 14：电视收视业务成本构成

单位：万元

成本项目	2005年度		2006年度		2007年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
宽频出口月租	3251.08	33.95%	4300.79	35.74%	5758.92	39.32%
网络折旧	1305.05	13.63	1362.34	11.32%	1519.35	10.37%
工资	804.33	8.40%	1120.19	9.31%	1082.64	7.39%
安装维护费	793.55	8.29%	1164.05	9.67%	877.87	5.99%
宽频拓展费	0	0%	0	0.00%	0	0.00%
Cable Modem摊销	895.72	9.35%	1327.69	11.03%	1670.25	11.40%
小计	7049.72	73.63%	9275.08	77.08%	10909.03	74.49%
总成本	9574.88	100.00%	12033	100.00%	14645.17	100.00%

数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

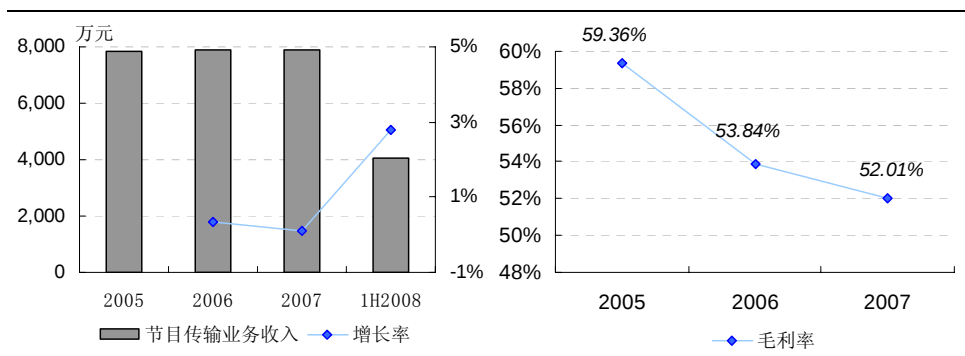
3.3 节目传输业务

公司的节目传输业务收入规模取决于网络实际传输频道的数量与单价，传输费用主要是通过与大股东深圳集团签订《电视节目落地传输服务协议》确定。2005 年～2007 年公司向深圳广电集团分别收取节目传输费 7,853 万元、7,890 万元和 7,890 万元，占公司该项业务收入总额的比例分别为 99.87%、100%和 99.91%。

2007 年公司与深圳广电集团协议约定传输的节目套数为 47 套，具体包括深圳广电集团自办的电视节目频道 8 套、境外电视节目频道 8 套和境内电视节目频道 31 套，境内频道单价 110 万元/频道，境外频道单价 450 万元/频道。考虑到传输频道数量相对固定，预计未来业务收入较为稳定，基本保持在每年 8,000 万左右的收入规模。

图表 15: 节目传输业务收入变化情况

图表 16: 节目传输业务毛利率变化情况



数据来源: 公司招股说明书、天相投顾整理

4. 资本开支高峰已过，折旧摊销逐步消化

2005～1H2008，公司的综合毛利率分别为 39.79%、35.4%、33.26%和 32%，呈逐年下滑趋势，主要是由于国内有线网络数字化的基本模式是“整体转换”，在此过程中，有线网络运营商需要进行大规模的网络改造，并为用户免费配置机顶盒，因此导致资本开支大幅增加，并加大了后期折旧摊销的压力。

2005～2006 年是公司有线电视网络升级改造和有线数字电视整体转换的高峰期，因此资本性开支大幅度增加，分别为 3.9 亿元、3.7 亿元。但随着 07 年以后随着数字化整转和网络改造的完成，公司的资本性开支开始回落。预计未来公司的资本开支压力相对较小，其资本开支将主要用于增值业务领域的建设。

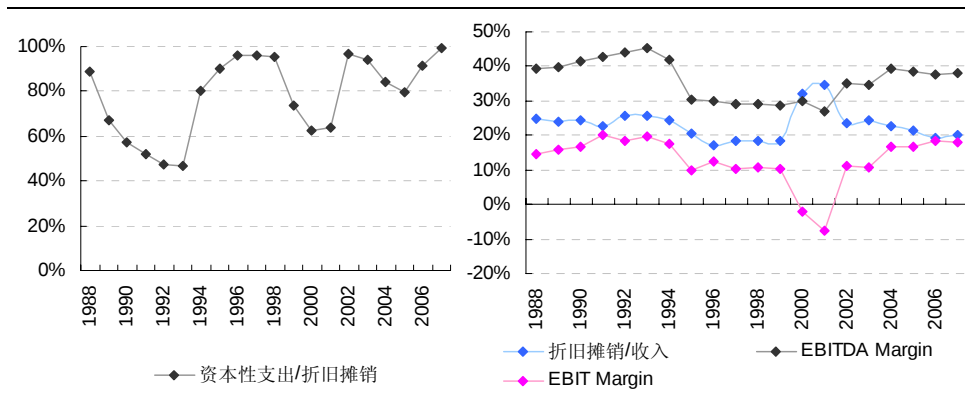
公司在整个整转过程中免费送出的机顶盒、智能卡累计金额约为 5.43 亿元，这部分费用分 5 年摊销计入营业成本。2005～2007 年公司的摊销金额分别为 1,425 万元、9,465 万元和 10,654 万元，占公司电视收视业务成本的比例为 19.18%、57.93%和 56.30%，预计 2008～2010 年三年机顶盒的摊销成本约为每年 1.1 亿元，2011 年以后公司的部分机顶盒费用摊销完毕，公司的成本压力将大幅减轻，其综合毛利率也将回升至 40%左右。

➤ COMCAST 在数字化期间，其 EBIT Margin 的呈现前低后高的变化趋势

COMCAST 的数字化改造起始于 1997 年，并且其资本开支在数字化改造开始后的第三年即 2000 年达到峰值，而折旧摊销高峰则要比资本开支滞后 2~3 年，因此 1999~2001 年间，公司的 EBIT Margin 迅速下降，01 年甚至出现负增长。但随着数字化整转的完成，EBIT Margin 于 2002 年回升至数字化以前的水平，此后保持稳步上升趋势。而 EBITDA Margin 则基本没有收到资本开支的影响，始终保持较稳定的增长。

图表 17: COMCAST 资本开支进度

图表 18: COMCAST 主要财务指标变化



数据来源：公司招股说明书、天相投顾整理

5. 有望继续整合关外有线网络资源

目前，公司的经营区域仅限于深圳特区内，而深圳关外尚有 150 余万户的有线电视用户掌握在公司大股东深圳广电集团的手里，其中光明新区的有线电视用户约 6 万户，宝安区和龙岗区共有有线电视用户约 150 万户。

深圳广电集团为整合深圳市有线电视资源，分别在特区外的宝安区、龙岗区和光明新区设立了控股子公司深圳市天宝广播电视网络股份有限公司、深圳市天隆广播电视网络股份有限公司，以及全资的深圳市天明广播电视网络有限公司，负责整合深圳经济特区外各区有线电视网络资源，并且承诺如果上述三家网络公司在整合完成后，经营的业务和天威视讯形成或可能形成实质性竞争，深圳广电集团同意公司以公平合理的价格优先收购其在三家公司的全部股权和权益。

从行业的长期发展来看，网络间的整合已成为有线网络行业发展的必然趋势。目前，全国已有 10 个省（直辖市）完成全省网络整合，6 个省（直辖市）基本完成网络整合，12 个省份尚在整合过程中。虽然深圳市政府已决定对整个深圳地区的有线电视网络进行整合，但到目前为止，仍无明确的时间安排。由于公司目前覆盖地区的用户提升空间非常有限，因此未来若能收购关外有线网络资源，将大大提升公司的网络规模和长期增长空间。

➤ 收购价格和收购时点是关键

对于有线网络资产的收购，平均用户的收购成本将决定其未来的增值空间。从目前市场上同类交易上看，平均用户的收购价格在 300~900 元之间不等，其中以公司于 07

年 9 月对南油有线的收购成本最高，约为每户 880.17 元，我们考虑这主要与经济发达地区有线电视用户质量较高有关。若以此数据对公司收购关外有线资源进行估价，公司潜在的收购成本约为 14 亿元。比照公司目前 3,350 元的每户市值，则公司每用户收购价距离每用户市值尚有较大增值空间。

图表 19：2007 年国内主要有线网络资产收购定价比较

日期	受让方	转让方	收购标的	收购价格 (万元)	用户数量 (万户)	平均每户收购 价格 (元)
2007.7.16	天威视讯	深圳广电集团	深圳市南油有线 广播电视站	5,281	6	880.17
2007.12.18	东方明珠	太原市广播 电视总台	太原有线50%的股权	19,599	65	301.52
2007.12.29	广电网络	陕西广电股份	陕西省11个地市的 有线网络资源	152,372	283	538.42

数据来源：公司公告、天相投顾整理

除收购价格外，收购时点的选择对公司的影响也显得较为关键。由于公司前期已完成对深圳关内有线电视用户的数字化转换，资本开支高峰已经渡过，折旧摊销也正在逐渐消化。但关外宝安区和龙岗区的有线电视数字化整转刚刚开始，公司如果选择较早的时点进行收购，就有可能承担对这两个地区整转的资金投入，则意味着公司又可能进入新一轮的资本开支和折旧摊销周期。另外，由于深圳市关外的发展程度较关内落后，用户 ARPU 值也明显低于关内用户，因此短期内收购关外有线资源将对 ARPU 值的增长带来负面的影响。

6. 盈利预测

主要盈利预测假设：

- 1、公司基本收视费维持现有标准不变，新用户增长率维持在 5%；
- 2、2008～2010 年副机比例分别为 20%、23%、26%；
- 3、2008～2010 年每年有线宽频的新增用户在 2 万户左右；
- 4、节目传输业务收入维持现有水平不变。

图表 20：天威视讯盈利预测

单位：万元

	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	65,446	74,352	78,397	83,416
营业收入增长 (%)	4.88%	13.61%	5.44%	6.40%
主营业务毛利率 (%)	33.26%	32.91%	34.26%	38.36%
二、营业总成本	58,404	65,349	67,764	68,431
营业成本	43,678	49,883	51,536	51,418
营业税金及附加	1,215	1,339	1,425	1,501
资产减值损失	-260	0	0	0
期间费用	13,771	14,128	14,803	15,511
其中：销售费用	2,747	3,528	4,115	4,535
管理费用	8,280	8,282	9,338	9,868
财务费用	2,744	2,318	1,350	1,108
期间费用率 (%)	21.04%	19.00%	18.88%	18.60%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-39	0	0	0
三、营业利润	7,003	9,003	10,633	14,985
营业利润增长 (%)	-1.77%	28.55%	18.11%	40.93%
营业利润率 (%)	10.70%	12.11%	13.56%	17.96%
加：营业外收入	1,302	1,007	1,000	1,000
减：营业外支出	223	10	10	10
四、利润总额	8,082	10,000	11,623	15,975
利润总额增长 (%)	6.02%	23.73%	16.23%	37.44%
减：所得税	1,040	1,788	2,555	3,626
实际所得税率 (%)	12.86%	17.88%	21.98%	22.70%
五、净利润	7,043	8,212	9,068	12,349
净利润增长 (%)	4.67%	16.60%	10.43%	36.18%
其中：归属母公司所有者净利润	7,127	8,232	9,068	12,349
母公司净利润增长 (%)	7.62%	15.49%	10.16%	36.18%
净利润率 (%)	10.89%	11.07%	11.57%	14.80%
少数股东损益	-85	-20	0	0
基本每股收益 (元/股)	0.36	0.31	0.34	0.46
每股净资产 (元/股)	3.33	4.44	4.78	5.24
净资产收益率 (%)	10.71	6.94	7.11	8.82

数据来源：天相投资顾问有限公司

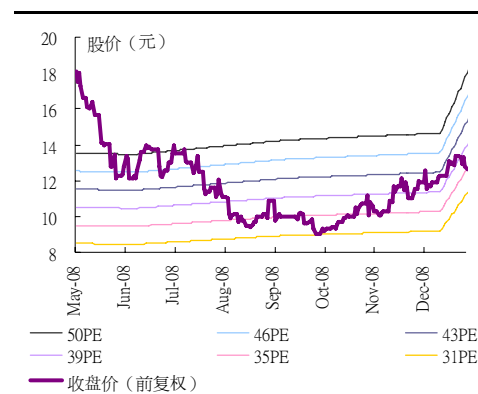


7. 公司估值和投资建议

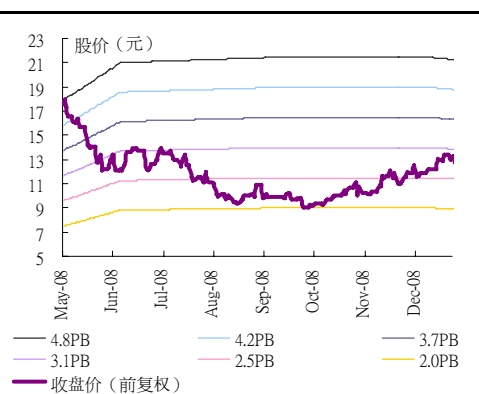
我们预计公司 2008~2010 年的每股收益分别为 0.31 元、0.34 元和 0.46 元，按照 09 年 2 月 6 日的收盘价 12.97 计算，对应的动态市盈率分别为 42 倍、38 倍和 28 倍，在行业中处于较高的水平，这主要是由于公司的有线电视数字化整转时间早，较高的改造成本导致计入当期的摊销成本相应增加，从而降低了公司现阶段的每股收益。

对于有线网络这种资本开支密集，且现金流量相对稳定的行业，选用 EV/EBITDA 对公司进行估值较为合理，计算公司 2008~2010 年 EV/EBITDA 分别为 9.3 倍、8.2 倍和 7 倍，介于广电网络和歌华有线之间。考虑到公司拥有国内消费能力最强的有线网络用户群，以及所处行业具备短期抗周期、长期增长空间大的特点，我们认为公司是较好的长期投资配置品种，维持“增持”的投资评级。

图表 21：天威视讯历史市盈率曲线



图表 22：天威视讯历史市净率曲线



数据来源：天相投资顾问有限公司

8. 风险提示

市场竞争风险：目前，IPTV 和卫星电视对有线电视的竞争优势并不明显，但随着 IPTV 和卫星电视的逐步推广，有线电视面临用户流失的风险。此外，公司宽带业务也面临着电信公司的激烈竞争。

增值业务推广速度低于预期：付费电视业务、网络点播 VOD 业务和交互电视业务将是公司下一步的重点，募集资金项目如不能如期达产将影响公司盈利能力。

PE 较高的风险：目前从 PE 的角度看，公司都要高于歌华有线和广电网络。虽然在估值部分已说明对有线网络行业应选用 EV/EBITDA 的方法更为合理，但仍不排除市场认为其估值过高，并导致其股价下跌。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002