

## 动态报告/公司快评

传媒行业

有线网络

天威视讯 (002238)

推荐

(维持评级)

2009年2月23日

## 业绩低于预期，09年仍将实现增长

✎ 分析师：陈财茂 021-68866236 chenmc@guosen.com.cn

✎ 分析师：廖绪发 CFA 021-68866237 liaoxf@guosen.com.cn

## 事项：

2月21日，天威视讯发布2008年业绩快报，实现营业收入7.1亿元，同比增长8.53%，实现净利润7635万元，同比增长7.1%，全面摊薄后每股收益为0.286元。

## 评论：

## ■ 业绩低于预期

天威视讯08年实现营业收入7.1亿元，同比增长8.53%，实现净利润7635万元，同比增长7.1%，较我们前期8339万元的预测低了704万元，幅度为-8.4%，全面摊薄后的EPS为0.286元，低于我们0.312元的预测，也低于市场一致性预测的0.303元。

1、收入略低于预期。公司08年营业收入较我们前期预测的7.23亿元，低了1260万元，我们判断主要是增值业务收入略低于预期，前期我们假定08年活跃增值用户平均2万户，ARPU50元/月/户，据我们了解，已发展的约5.5万交互用户中，活跃用户约占30%，而ARPU基本按“天天影院”业务的38元/月/户。

2、成本略高于预期。有线网络行业成本相对刚性，公司08年营业总成本6.37亿元，较我们前期估计的6.31亿元高出520万元（偏差0.8%）。

3、营业外收支净额大幅增加。正常来看，公司08年可以确认876万元贷款贴息收入，而公司全年营业外收支净额约1740万元，我们判断差异部分可能来自于资产处置收益，4季度单季度营业外收支净额达到1000万元。

## ■ 09年业绩仍有望实现增长

影响天威09业绩的不利因素包括：（1）08年营业外收支净额约1740万元（含贴息876万元），而贴息贷款导致的营业外收入基本已经确认完毕，这对09年构成显著压力。（2）对数字电视收费免征营业税的优惠于2008年到，09年按3%的税率缴纳营业税，将增加营业税金及附加约1100万元。（3）按照过渡税率安排，08-12年的名义所得税率分别为18%、20%、22%、24%和25%，税率持续处于上升期间。

尽管面临以上不利因素，我们判定公司09年业绩仍有望实现增长，动力主要来自于：（1）增值用户的拓展推动收入增长，我们估计公司在09年能够新增2.5万交互用户、3万户宽带用户，从而驱动公司09年收入增长7.5%，而成本的相对刚性使得新增的收入能够大部分转化为利润。（2）财务费用的大幅下降，公司利用募集资金补充流动资金后，财务费用大幅下降，09年将同比下降约1200万元。

## ■ 维持“推荐”评级

我们将09-10年EPS下调至0.30元和0.41元，较前期的0.39元和0.50元，分别下调了23%和19%，当前股价对应的PE分别为45倍和34倍，EV/EBITDA分别为10.5和9.1倍，而在机顶盒摊销结束后的2011年，EPS

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

将达到 0.68 元，PE 下降为 20 倍。对当前业务的估值相对合理，但考虑到对关外资产的整合，价值仍被低估，尽管对关外资产的整合存在一定的不确定性（方式、时点、定价），但整合是必然趋势，不论从行业发展角度还是从公司自身角度看。而之前市场对关外资产质量的疑虑也可以打消，天宝（宝安区有线网络）和天隆（龙岗区有线网络）的销售净利率分别达到了 16.1% 和 20.9%，ROE 分别达到了 6% 和 10.8%，盈利能力甚至超过了关内资产，而从 A 股有线网络资产的历次收购来看，平均 PE 为 14.7 倍、PB 为 1.4 倍，远低于二级市场的定价，并购带来的溢价不容置疑，我们维持“推荐”的投资评级，建议投资者逢低买入，长期持有，12 个月目标价 15 元。股价表现的催化剂来自于增值业务的超预期发展，关外资产整合提速，而投资风险在于整合带来的不确定性。

**表 1：天威视讯近两年利润表主要项目一览**

| 百万,%  | 2007  | 2008  | YOY   | 1Q07  | 2Q07  | 3Q07  | 4Q07  | 1Q08  | 2Q08  | 3Q08  | 4Q08  | YoY    | QoQ    |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入  | 654.5 | 710.3 | 8.5%  | 154.1 | 158.2 | 165.3 | 176.8 | 169.8 | 171.2 | 184.0 | 185.3 | 4.8%   | 0.7%   |
| 营业总成本 | 584.4 | 636.5 | 8.9%  | 139.0 | 137.7 | 148.4 | 159.3 | 150.6 | 150.8 | 161.3 | 173.7 | 9.0%   | 7.7%   |
| 营业利润  | 70.0  | 73.8  | 5.4%  | 15.1  | 20.5  | 17.0  | 17.4  | 19.2  | 20.4  | 22.7  | 11.5  | -33.9% | -49.4% |
| 营业利润率 | 10.7% | 10.4% | -0.3% | 9.8%  | 13.0% | 10.3% | 9.9%  | 11.3% | 11.9% | 12.4% | 6.2%  | -3.6%  | -6.1%  |
| 营业外收支 | 10.8  | 17.4  | 61.1% | 4.2   | 2.4   | 2.8   | 1.4   | 2.4   | 2.4   | 2.5   | 10.0  | 597.0% | 295.8% |
| 利润总额  | 80.8  | 91.2  | 12.9% | 19.3  | 22.9  | 19.7  | 18.9  | 21.6  | 22.9  | 25.3  | 21.5  | 14.2%  | -14.8% |
| 所得税   | 9.5   | 14.9  | 55.9% | 2.9   | 2.5   | 2.8   | 1.4   | 3.4   | 3.5   | 4.1   | 3.8   | 182.8% | -7.0%  |
| 所得税率  | 11.8% | 16.3% | 4.5%  | 15.0% | 10.9% | 14.2% | 7.2%  | 15.8% | 15.4% | 16.3% | 17.8% | 10.6%  | 1.5%   |
| 净利润   | 71.3  | 76.4  | 7.1%  | 16.4  | 20.4  | 16.9  | 17.5  | 18.2  | 19.3  | 21.2  | 17.7  | 1.1%   | -16.3% |
| 净利率   | 10.9% | 10.7% | -0.1% | 10.7% | 12.9% | 10.2% | 9.9%  | 10.7% | 11.3% | 11.5% | 9.6%  | -0.3%  | -1.9%  |

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所

**表 2：盈利预测差异及评论**

| 百万,%  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008  | 国信预测  | 差异    | 偏差率    | 点评                                                                                                               |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 营业收入  | 414.9 | 624.0 | 654.5 | 710.3 | 722.9 | -12.6 | -1.7%  | 差异部分在于增值业务的收入，我们之前判断 08 年活跃增值用户平均为 2 万户，ARPU50 元/月/户，而在已发展的约 5.5 万增值用户中，活跃用户约占 30%，而 ARPU 基本按“天天影院”业务的 38 元/月/户。 |
| 营业总成本 | 362.3 | 552.7 | 584.4 | 636.5 | 631.2 | 5.2   | 0.8%   |                                                                                                                  |
| 营业利润  | 52.6  | 71.3  | 70.0  | 73.8  | 91.7  | -17.8 | -19.5% | 因实际收入低于我们预测的 1260 万元，而总成本确高于我们预测的 520 万元，导致营业利润差异较大。                                                             |
| 营业利润率 | 12.7% | 11.4% | 10.7% | 10.4% | 12.7% | -2.3% | -2.3%  |                                                                                                                  |
| 营业外收支 | 22.6  | 4.9   | 10.8  | 17.4  | 10.0  | 7.4   | 73.9%  | 正常来看，天威 08 年可以确认 876 万元贷款贴息收入，其余部分我们认为可能来自于资产处置收益。                                                               |
| 利润总额  | 75.2  | 76.2  | 80.8  | 91.2  | 101.7 | -10.5 | -10.3% |                                                                                                                  |
| 所得税   | 7.7   | 10.0  | 9.5   | 14.9  | 18.3  | -3.4  | -18.7% | 差异在于实际税率低于名义税率 18%。                                                                                              |
| 所得税率  | 10.2% | 13.1% | 11.8% | 16.3% | 18.0% | -1.7% | -1.7%  |                                                                                                                  |
| 净利润   | 67.5  | 66.2  | 71.3  | 76.4  | 83.4  | -7.0  | -8.4%  |                                                                                                                  |
| 净利率   | 16.3% | 10.6% | 10.9% | 10.7% | 11.5% | -0.8% | -0.8%  |                                                                                                                  |

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

**表 3：深广电集团及深圳关外有线网络财务状况**

| 单位：百万，% | 深圳广电集团  | 天宝网络  | 天隆网络  | 天明网络 | 天宇网络        |
|---------|---------|-------|-------|------|-------------|
| 运营区域    |         | 宝安区   | 龙岗区   | 光明新区 | 蛇口区         |
| 深广电控股比例 |         | 51%   | 51%   | 100% | 0%（蛇口电视台控股） |
| 总资产     | 3,478.4 | 454.8 | 327.0 |      |             |
| 净资产     | 2,857.0 | 408.5 | 291.4 |      |             |
| 主营业务收入  | 1,224.1 | 152.0 | 150.5 |      |             |
| 净利润     | 18.5    | 24.5  | 31.4  |      |             |
| 净利率     | 1.5%    | 16.1% | 20.9% |      |             |
| ROE     | 0.6%    | 6.0%  | 10.8% |      |             |

资料来源：公司公告 国信证券经济研究所

**表 4：A 股有线网络资产历次收购定价**

| 公司     | 公告时间           | 收购资产类别         | 收购比例 | 收购价格<br>(百万) | PS  | PE   | PB  | 每户价值  |
|--------|----------------|----------------|------|--------------|-----|------|-----|-------|
| 东方明珠   | 2007-4         | 东方有线           | 10%  | 160          |     | 12.5 | 2.4 | 364   |
|        |                | 太原有线           | 50%  | 220          | 2.4 | ..   | 1.7 | 677   |
| 歌华有线   | 2001-12/2002-2 | 北京远郊有线网络资产     | 100% | 165          | ..  | ..   | ..  | 335   |
|        | 2004-9         | 涿州有线网络         | 95%  | 12           | 3.3 | 12.4 | 1.2 | 459   |
| 广电网络   | 2006-4         | 陕西 11 地市有线网络资产 | 100% | 1099         | 2.5 | 14.7 | 0.9 | 388   |
| 中信国安   | 2006-11        | 益阳国安广播电视宽带网络   | 49%  | 36           | 4.2 | 16.1 | 1.0 |       |
|        | 2007-12        | 安徽广电信息网络股份有限公司 | 19%  | 71           | 1.5 | 70.1 | 1.0 | 319   |
| 电广传媒   | 2007-12        | 湖南广播电视网络有限责任公司 | 38%  | 38           | 4.7 | ..   | ..  |       |
|        | 2006-4         | 湖南广播电视网络有限责任公司 | 62%  | 62           | 4.4 | ..   | 3.1 |       |
| 天威视讯   | 2007-9         | 深圳南油广播电视站      | 100% | 53           | ..  | ..   | 1.7 |       |
| mean   |                |                |      |              | 3.3 | 25.2 | 1.6 | 423.6 |
| median |                |                |      |              | 3.3 | 14.7 | 1.4 | 376.0 |

资料来源：各公司公告 国信证券经济研究所

**表 5：天威视讯盈利预测与主要财务指标**

| 资产负债表（百万元）        | 2007         | 2008E        | 2009E        | 2010E        | 利润表（百万元）         | 2007        | 2008E        | 2009E        | 2010E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物          | 218          | 393          | 393          | 401          | 营业收入             | 654         | 710          | 764          | 815          |
| 应收款项              | 27           | 44           | 46           | 49           | 营业成本             | 437         | 481          | 508          | 511          |
| 存货净额              | 23           | 31           | 33           | 33           | 营业税金及附加          | 12          | 14           | 23           | 24           |
| 其他流动资产            | 0            | 0            | 0            | 0            | 销售费用             | 27          | 33           | 35           | 37           |
| <b>流动资产合计</b>     | <b>268</b>   | <b>467</b>   | <b>472</b>   | <b>483</b>   | 管理费用             | 83          | 92           | 99           | 106          |
| 固定资产净额            | 609          | 856          | 931          | 1013         | 财务费用             | 27          | 17           | 5            | (0)          |
| 无形资产及其他           | 485          | 367          | 250          | 146          | 投资收益             | (0)         | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资              | 21           | 21           | 21           | 21           | 资产减值及公允价值        | (3)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>       | <b>1459</b>  | <b>1712</b>  | <b>1675</b>  | <b>1663</b>  | 补贴及营业外收支         | 11          | 17           | 5            | 0            |
| 短期借款及应付债券         | 250          | 50           | 50           | 50           | <b>利润总额</b>      | <b>81</b>   | <b>91</b>    | <b>98</b>    | <b>136</b>   |
| 应付款项              | 145          | 137          | 141          | 138          | 所得税费用            | 10          | 15           | 18           | 28           |
| 其他流动负债            | 58           | 0            | 0            | 0            | 少数股东损益           | (1)         | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>     | <b>453</b>   | <b>187</b>   | <b>191</b>   | <b>188</b>   | <b>净利润</b>       | <b>71</b>   | <b>76</b>    | <b>80</b>    | <b>108</b>   |
| 长期借款              | 200          | 200          | 100          | 0            |                  |             |              |              |              |
| 其他长期负债            | 113          | 115          | 110          | 115          | <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> |
| <b>长期负债合计</b>     | <b>313</b>   | <b>315</b>   | <b>210</b>   | <b>115</b>   | 每股收益             | 0.36        | 0.29         | 0.30         | 0.41         |
| <b>负债合计</b>       | <b>765</b>   | <b>502</b>   | <b>401</b>   | <b>303</b>   | 每股红利             | 0.00        | 0.06         | 0.06         | 0.08         |
| 少数股东权益            | 14           | 14           | 14           | 14           | 每股净资产            | 3.40        | 4.48         | 4.72         | 5.04         |
| 股东权益              | 679          | 1196         | 1260         | 1346         | ROIC             | 8%          | 7%           | 6%           | 9%           |
| <b>负债和股东权益总计</b>  | <b>1459</b>  | <b>1712</b>  | <b>1675</b>  | <b>1663</b>  | ROE              | 10%         | 6%           | 6%           | 8%           |
|                   |              |              |              |              | 毛利率              | 31%         | 30%          | 30%          | 34%          |
| <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2007</b>  | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | EBIT Margin      | 15%         | 13%          | 13%          | 17%          |
| 净利润               | 71           | 76           | 80           | 108          | EBITDA Margin    | 30%         | 46%          | 47%          | 50%          |
| 少数股东损益            | (1)          | 0            | 0            | 0            | 收入增长             | 5%          | 9%           | 8%           | 7%           |
| 折旧摊销              | 99           | 236          | 263          | 269          | 净利润增长            | 8%          | 7%           | 5%           | 35%          |
| 财务费用              | 28           | 17           | 5            | (0)          | 资产负债率            | 53%         | 29%          | 24%          | 18%          |
| 营运资本变动            | (54)         | (33)         | (1)          | (6)          | 息率               | 0.0%        | 0.4%         | 0.4%         | 0.6%         |
| 其它                | (0)          | (57)         | 0            | 0            | P/E              | 51.0        | 47.6         | 45.4         | 33.6         |
| <b>经营活动现金流</b>    | <b>275</b>   | <b>240</b>   | <b>347</b>   | <b>371</b>   | P/B              | 5.4         | 3.0          | 2.9          | 2.7          |
| 资本开支              | (88)         | (365)        | (220)        | (247)        | EV/EBITDA        | 21.0        | 11.9         | 10.5         | 9.1          |
| 其它投资现金流           | (40)         | 61           | 0            | 0            |                  |             |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b>    | <b>(128)</b> | <b>(304)</b> | <b>(220)</b> | <b>(247)</b> | <b>关键假设</b>      | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> |
| 权益性融资             | 0            | 469          | 0            | 0            | 数字终端（万）          | 100         | 111          | 121          | 130          |
| 负债净变化             | 50           | (200)        | (100)        | (100)        | ARPU             | 25.4        | 25.5         | 25.6         | 25.7         |
| 支付股利、利息           | 144          | 32           | 21           | 21           | 宽带用户（万）          | 27.3        | 31.3         | 34.3         | 36.3         |
| 其它融资现金流           | 14           | 2            | (5)          | 5            | ARPU             | 55.2        | 55.7         | 56.2         | 56.7         |
| <b>融资活动现金流</b>    | <b>(80)</b>  | <b>240</b>   | <b>(126)</b> | <b>(116)</b> | 传输收入（百万）         | 79          | 81           | 83           | 88           |
| <b>现金净变动</b>      | <b>67</b>    | <b>175</b>   | <b>1</b>     | <b>8</b>     | 机顶盒摊销（百万）        | 107         | 115          | 115          | 100          |
| 企业自由现金流           | 234          | (144)        | 127          | 119          | 宽带业务毛利率          | 8.8%        | 7.6%         | 11.0%        | 16.6%        |
| 权益自由现金流           | 257          | (361)        | 22           | 20           | 宽频出口每户成本（        | 211         | 230          | 235          | 235          |

资料来源：公司资料和国信证券预测

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**创造价值 成就你我**

| 国信证券投资评级:  |      |                                     |
|------------|------|-------------------------------------|
| 类别         | 级别   | 定义                                  |
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间   |
|            | 中性   | 预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。