



上市公司调研简报

文化传播—有线网络

买入 维持

天威视讯 (002238)

2009 年 3 月 10 日

营收成长稳健 稳居优质网络运营商首位

传媒行业分析师: 叶琳菲
yelf@htsec.com
021-23219397

调研要点。近期我们对公司进行了跟踪调研,就公司 2008 年的经营、深圳有线网络的数字电视发展、公司有线网络外延扩张计划等情况与公司进行了交流。

公司 2008 年业绩平稳增长。根据公司的 2008 年业绩快报,2008 年公司经营状况正常,各项经营指标保持平稳增长。2008 年公司实现营业收入 71031.37 万元,较上年度增长 8.53%; 实现营业利润 7384.67 万元,较上年度增长 5.44%; 实现净利润 7635.01 万元,较上年度增长 7.12%。

最先完成整体转换的摊销。目前天威视讯在深圳的时区内拥有 6 个营业部,2005-2007 年完成网络数字化改造并完成用户转化,目前网络可承载 500 套标清电视节目,覆盖数字电视用户终端 100 万个,覆盖率 100%。据《深圳市城市总体规划(2007-2020)》草案预测,至 2020 年深圳特区家庭约为 168.3 万户,当前为 130.5 万户,未来用户规模尚存增长空间。考虑到自然增长率,预计未来 3 年年均增加 6 万个。公司当前副机终端占比 25%,预计 2010 年提升到 32%。天威视讯 2005-2006 年为转换高峰期,资本开支规模超过 5 亿元,随着整体转换完成,预计 2008-2010 年资本开支在 2.6 亿/年,包括 2.3 亿的网络维护和 0.3 亿的机顶盒摊销。从 2010 年开始,部分机顶盒摊销(5 年期)完毕,折旧和摊销总体压力下降。伴随而来的是主营业务利润率将从 2009 年的 35.3% 提高到 2010 年和 2011 年的 40% 和 45%。会计利润大幅提高,现金流大幅好转。

深圳关外其他地区的有线网络运营。天宝网络 and 天隆网络是深圳关外的网络运营商,天宝网络实收资本为 11392.51 万元,其主营业务为广播电视网络建设、广播电视传输业务和广告业务。天宝网络总资产为 45,481.06 万元,净资产为 40852.79 万元,2008 年度主营业务收入为 15196.60 万元,净利润为 2450.87 万元。天隆网络,其主营业务为广播电视网络建设、广播电视传输业务和广告业务。天隆网络总资产为 32699.50 万元,净资产为 29140.53 万元,2008 年度主营业务收入为 15053.34 万元,净利润为 3140.50 万元。天宝网络 and 天隆网络均为深圳广电集团直接控制的法人,持有龙岗区、宝安区和光明新区有线网络运营公司股权的 51%, 51% 和 100%。深圳关外宝安和龙岗地区的有线网络运营商,关外的有线电视用户约 150 万户,目前正在进行数字电视的整体转换。整体转换至少需资金 5.7 亿元。深圳广电集团成立于 2004 年 6 月,主要经营电视节目制作、播放以及广告业务等,拥有 12 个电视频道和 4 套广播频率(其中包括 1 个卫星电视频道、1 个高清电视频道、1 个移动电视频道、1 个 DV 付费频道、和 1 个购物频道、7 个地面电视频道和新闻频率、音乐频率、交通频率、生活频率)深圳广电集团总资产为 347838.82 万元,净资产为 285697.65 万元,2008 年度主营业务收入为 122412.03 万元,净利润为 1848.79 万元。

与其他有线网络上市公司的比较。公司已经建成了 860Mhz 的全程双向网络,光缆线路长度超过 4000 公里,光节点近 3500 个,每光节点覆盖用户小于 500 户,部分已达到 200 户。从网络质量上看,公司网络质量好于歌华有线和广电网络,未来资本开支压力最小。从数字用户的覆盖率来看,天威已实现了 100% 的覆盖,而广电网络尚未开始。广电网络的 EV/SUB/ARPU、EV/SUB 两项指标明显偏低。目标 ARPU 下其隐含股价上涨幅度 143%。显示股价被严重低估。造成如此结果的原因是,公司网络改造最晚,新业务尚未展开。未来 3 年现金流量表持续恶化,净利润持平。基于 PE 的估值下,股价无吸引力。但需要高度关注的是,广电网络的现金流量表转好之时,也是股价回归之时。歌华有线有 350 万用户,目前数字电视的整体转化率在 30% 左右, EV/SUB/ARPU、EV/SUB 两项指标较天威低,估值在 25 倍 PE 左右。

盈利预测和投资评级。预测 2008-2011 年 EPS 为 0.32、0.38、0.47、0.64 元,按照折旧高峰完毕后的 PE (2011 年),或当前水平的 EV/EBITDA (2008 年),可作为合理的估值参考。参考 COMCAST 的估值水平,我们认为 2011 年 PE=18,或 2008EV/EBITDA = 8 可作为估值中枢。即股价为 11 元。结合 EV/SUB/ARPU 的估值,合理股价在 12.6-15.2 元之间。考虑 DCF(WACC=10%,G=3%),合理价格为 10.6 元。如果收购关外资产,每股还需增加 3 元。综上,我们认为公司的

中枢价格为 12 元；如果收购关外资产，则中枢价格为 15 元。公司是我们在有线网络公司中的首选，业绩非常确定，估值也非常清晰，业务模式具备防御性。建议等待估值回落时买入。

风险提示。无论我们讨论何种估值方式合理，市场往往将 PE 做为天然的估值方式。那么公司 08 年 PE=39X 显得昂贵。但我们并不担忧，传媒企业 PE 的历史平均溢价率为 150%，最低时也有 50%。我们相信这种估值溢价还将维持，直到海外新媒体公司回归，或者国内优质传媒企业大量上市后，溢价幅度才会逐渐回落。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

叶琳菲：传媒行业

重点研究上市公司：歌华有线、东方明珠、电广传媒、广电网络、天威视讯、新华传媒、出版传媒、时代出版、北巴传媒、粤传媒、博瑞传播

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。