

赵宇杰
 0755-82943293
 zhaoyj@cmschina.com.cn

2009年5月4日

天威视讯(002238.SZ)/14.6元

税收压力加大放缓盈利增长，后续三大要点值得关注

信息技术·传媒

目标估值：12.7-15.7元

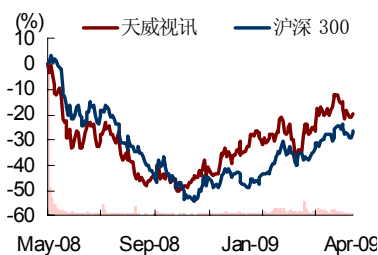
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2,478
总股本(万股)	26,700
已上市流通股(万股)	6,699
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	10
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	6.3
资产负债率	30.7%
主要股东	深圳广电集团
主要股东持股比例	61.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	52	108
相对表现	-3	-5	142



相关报告

- 1、《天威视讯首次明确对外提出“一体两翼”的扩张战略》
3/30/2009
- 2、《有线电视产业分析之二——各地有线与电信运营商合作大幕或将拉启》
3/17/2009
- 3、《天威视讯数字化将为天威整合市网络创造有利契机》
3/1/2009
- 4、《天威视讯高调携手《第一现场》展开跨媒体合作，市场意识领先》
1/7/2009
- 5、《天威视讯费用控制有力，推动三季度净利提速》
10/21/2008
- 6、《天威视讯安全价值显现，细分市场与丰富套餐助推业绩超预期》
8/17/2008

- 公司1季度业绩符合我们预期。1季度实现收入1.79亿元，同比增长5.4%；归属母公司净利润0.18亿，同比略微增长1.5%；每股盈利(摊薄后)0.07元。受制于关内用户规模有限，收入增长更多来自于对现有用户持续的精耕细作，提高有线宽频、(高清)互动业务、付费频道及第二副终端销售等业务在现有用户的渗透率；并通过细分市场、积极拓展商企客户。公司在税收方面支出明显增加，是导致净利增速慢于收入增长的主要原因：公司数字电视基本收视费营业税优惠于去年底到期，同时所得税税率由18%提高到20%。但受益于公司毛利率提升和财务费用下降，公司1季度业绩仍实现小幅增长：1季度毛利率为33.9%，同比增加2.5个点，其中营业成本仅增长1.5%，表明公司成本控制有力(08、09两年机顶盒摊销额均为1.13亿)，同时也反映电视业务及有线宽频户均ARPU值提升对毛利率的改善作用。
- 后续公司价值判断，有三大关注要点：1、近三年是天威完成市网络整合的关键时期，此前的深度报告中(参见3月1日报告)已给出对网络整合的三阶段划分；如公司在年底或明年初完成对规模较小的区域运营商的整合，无疑将极大提升市场对后续整合的关注和期待。2、在电信全业务竞争加剧的背景下，电信与广电运营商合作的可能性大大提升；继泉州移动和广电在宽带业务上展开合作后(参见3月17日报告)，近期又有新疆移动与广电在合作的深度与广度上更进一步，双方将在宽带业务、渠道共享、增值业务等方面展开合作。3、我们认为公司宽频业务仍有较大潜力可挖，即使不考虑新增用户，通过进一步提升现有宽频用户的在网率及使用率，将带来宽频业务盈利能力的提升，并将有助于公司业绩的提升；公司去年报已反映此种改善(参见3月30日报告)。
- 盈利预测与估值：预测09~11年EPS为0.3、0.39、0.57元/股；综合DCF与完成市网络整合后对应的股价范围，我们认为合理股价区间12.7~15.7元。
- 投资建议：在市场普遍预期公司今年增速趋缓的背景下，我们认为有两个关键因素将对公司股价产生重大影响：一方面是2011年公司折旧大幅下降带来业绩确定性增长，我们认为11元以下(对应11年PE20倍左右)股价会有一定支撑；同时市场和我们普遍预期公司在近三年内完成市网络整合的可能性较大，通过用户价值法测算出天威完成市网整合后对应的合理股价范围，我们认为股价在17元以上(对应11年PE30倍左右)，股价波动风险加大，建议投资者可根据对公司市网整合进程快慢的判断，进行相应的波段操作。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	654	711	789	891	999
同比增长	5%	9%	11%	13%	12%
营业利润(百万元)	70	73	89	132	200
同比增长	-2%	5%	21%	48%	52%
净利润(百万元)	71	76	80	103	153
同比增长	8%	6%	5%	30%	48%
每股收益(元)	0.27	0.28	0.30	0.39	0.57
PE	54.5	51.5	48.8	37.6	25.4
EV/EBITDA	18.4	17.9	14.5	13.1	10.8

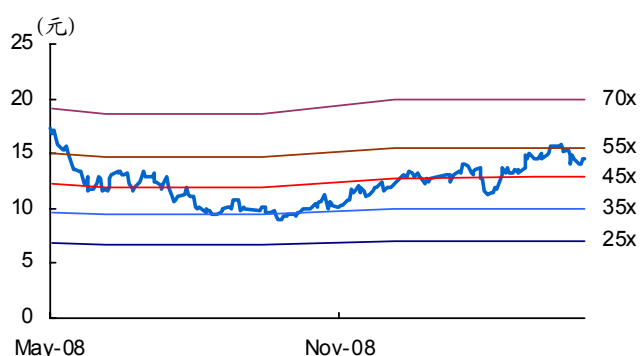
资料来源：招商证券

表 1、利润对照表

(百万元)	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	08N	09E
营业收入	169.8	171.2	184.0	185.6	178.9	710.6	788.6
营业成本	116.5	115.2	125.3	127.7	118.3	484.7	529.4
营业税金	2.8	3.1	3.8	3.0	6.3	12.8	24.4
营业费用	6.3	9.0	7.2	10.0	8.5	32.4	37.9
管理费用	18.1	17.4	20.0	30.4	21.8	85.8	102.5
财务费用	6.9	6.9	4.7	2.6	3.6	21.0	5.8
投资收益	(0.10)	(0.02)	(0.04)	(0.04)	0.46	(0.67)	0.50
营业利润	19.2	20.4	22.7	11.0	20.2	73.4	89.1
归属母公司净利润	18.2	19.3	21.2	17.1	18.4	75.7	79.6
EPS (元)	0.07	0.07	0.08	0.06	0.07	0.28	0.30
主要比率	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	08N	09E
毛利率	31.4%	32.7%	31.9%	31.2%	33.9%	31.8%	32.9%
营业费用率	3.7%	5.2%	3.9%	5.4%	4.7%	4.6%	4.8%
管理费用率	10.7%	10.1%	10.9%	16.4%	12.2%	12.1%	13.0%
营业利润率	11.3%	11.9%	12.4%	6.0%	11.3%	10.3%	11.3%
有效税率	17.0%	17.1%	16.6%	15.4%	18.6%	16.6%	20.0%
净利率	10.5%	11.1%	11.5%	9.4%	10.3%	10.6%	10.1%
YoY	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	08N	09E
收入	10.2%	8.2%	11.3%	5.0%	5.4%	8.6%	11.0%
归属母公司净利润	10.6%	-5.4%	25.1%	-2.5%	1.5%	6.2%	5.2%

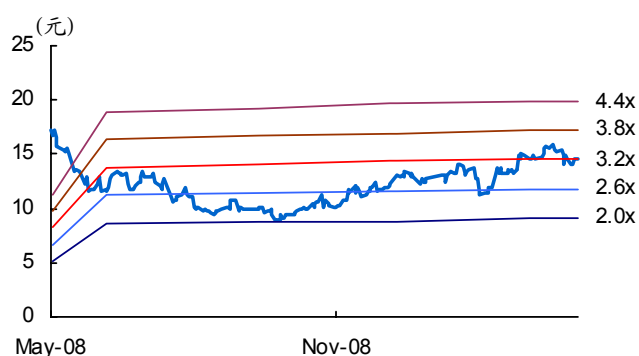
资料来源：公司公告、招商证券研发中心

图 1：天威视讯历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：天威视讯历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

表 2、盈利预测表

分业务收入 (单位: 百万)	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
电视收视业务收入	305	342	381	428	483	543	604	674	755
有线宽频业务收入	161	183	234	272	311	349	389	429	470
节目传输收入	79	81	82	83	85	86	87	88	88
机顶盒销售收入	46	38	17	22	22	22	22	22	22
有线电视工程及入网费收入	42	39	43	43	43	43	43	43	43
广告代理业务收入	14	10	9	9	9	9	9	9	9
业务运营支撑系统	0	8	15	26	39	50	65	85	110
其他业务收入	7	9	8	8	9	9	9	9	9
合计	654	711	789	891	999	1,110	1,226	1,358	1,505
分业务收入增速	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
电视收视业务收入	12.9%	12.3%	11.3%	12.5%	12.6%	12.5%	11.2%	11.7%	11.9%
有线宽频业务收入	26%	14%	28%	16%	14%	12%	11%	10%	10%
节目传输收入	0.1%	3.2%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	0%
机顶盒销售收入	-11%	-17%	-57%	33%	0%	0%	0%	0%	0%
有线电视工程及入网费收入	-26%	-8%	9%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0%
广告代理业务收入	-50%	-31%	-8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
业务运营支撑系统			100%	70%	50%	30%	30%	30%	30%
其他业务	-28%	20%	-9%	0%	6%	0%	0%	0%	0%
合计	4.9%	8.6%	11.0%	13.0%	12.1%	11.2%	10.4%	10.7%	10.8%
其他主要盈利预测(单位: 百万)	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业成本/营业收入	66.7%	68.2%	68.5%	67.5%	58.9%	59.5%	61.0%	61.0%	61.0%
机顶盒摊销	107	113	113	98	18	6	0	0	0
经营费用比率	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
管理费用比率	13%	12%	13%	13%	14%	14%	14%	14%	14%
财务费用	27	21	6	5	4	4	3	3	3
经营现金流	275	285	241	249	284	299	308	325	347
净利润	70	75	79	103	152	162	177	189	204
EPS	0.27	0.28	0.30	0.39	0.57	0.61	0.66	0.71	0.77

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

表 3、公司股价的敏感性分析

		WACC				
初始股价=	12.7	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%
Growth	2.0%	13.3	12.5	11.8	11.2	10.6
	2.5%	13.9	13.0	12.2	11.5	10.9
	3.0%	14.5	13.5	12.7	11.9	11.2
	3.5%	15.3	14.1	13.2	12.3	11.6
	4.0%	16.2	14.9	13.8	12.8	12.0

资料来源：招商证券研发中心

表 4、测算公司收购龙岗、宝安、蛇口用户规模为150万对应公司股价的敏感性分析

		蛇口、宝安、龙岗三区 EV/SUBS (每户企业价值) (元/户)			
		13.84	2,700	2,300	1,900
增发股本 占原有股 本比例	40%	20.07	18.36	16.65	14.83
	50%	18.74	17.14	15.54	13.84
	60%	17.57	16.07	14.57	12.98

资料来源：招商证券研发中心

表 5、测算公司收购龙岗、宝安、蛇口用户规模为200万对应公司股价的敏感性分析

		蛇口、宝安、龙岗三区 EV/SUBS (每户企业价值) (元/户)			
		15.68	2,700	2,300	1,900
增发股本 占原有股 本比例	40%	23.69	21.44	19.19	16.80
	50%	22.11	20.01	17.91	15.68
	60%	20.73	18.76	16.79	14.70

资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

1、《天威视讯首次明确对外提出“一体两翼”的扩张战略》3/30/2009

本文独特之处在于：于业内首次引入业务创新、营销推广、内容建设和客户服务对运营商的各项业务进行具体分析，尝试建立有线运营商分析框架

2、《天威视讯数字化将为天威整合市网络创造有利契机》3/1/2009

对天威完成深圳市网络整合给出三阶段的分析判断，并测算出对应的股价区间

3、《天威视讯高调携手《第一现场》展开跨媒体合作，市场意识领先》1/7/2009

对公司选择与《第一现场》合作的背景进行详细阐述，并揭示网络电视内容建设与宽频业务发展的内在逻辑

4、《天威视讯费用控制有力，推动三季度净利提速》10/21/2008 季报点评

5、《天威视讯安全价值显现，细分市场与丰富套餐助推业绩超预期》8/17/2008

对天威的付费业务、互动业务、宽频业务等有详细梳理、并指出公司宽频业务发展重点应以“进一步提升用户在网率和使用率为主”

6、《天威视讯业务平稳增长，借助 08 奥运风或有惊喜》7/30/2008

对天威高清、互动业务有详细探讨

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	268	646	701	839	960
现金	218	586	625	757	872
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	2	5	6	6	7
其它应收款	15	19	21	23	24
存货	23	17	25	27	27
其他	11	18	24	27	30
非流动资产	1,176	1,061	990	932	904
长期股权投资	21	14	15	15	15
固定资产	609	589	581	573	586
无形资产	32	31	28	25	22
其他	514	427	367	319	281
资产总计	1,444	1,707	1,691	1,772	1,864
流动负债	453	312	234	245	250
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	79	78	90	96	98
预收账款	54	56	64	68	69
其他	320	179	80	81	82
长期负债	313	190	206	214	218
长期借款	200	100	100	100	100
其他	113	90	106	114	118
负债合计	765	503	439	459	468
股本	200	267	267	267	267
资本公积金	0	382	382	382	382
留存收益	465	541	589	651	735
少数股东权益	14	14	14	13	13
母公司所有者权益	665	1,190	1,238	1,299	1,383
负债及权益合计	1,444	1,707	1,691	1,772	1,864

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	275	285	241	249	284
净利润		76	80	103	153
折旧摊销		0	151	138	128
财务费用		0	6	5	4
投资收益		0	(1)	0	0
营运资金变动		0	5	4	(1)
其它		210	(0)	(0)	(1)
投资活动现金流	(128)	(90)	(81)	(80)	(100)
资本支出		0	(80)	(80)	(100)
其他投资		(90)	(1)	0	0
筹资活动现金流	(80)	173	(122)	(38)	(69)
借款变动		0	(100)	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(32)	(41)	(69)
其他		173	10	4	0
现金净增加额	67	369	39	132	115

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	654	711	789	891	999
营业成本	437	485	529	565	578
营业税金及附加	12	13	24	27	30
营业费用	27	32	38	45	52
管理费用	83	86	103	119	135
财务费用	27	21	6	5	4
资产减值损失	(3)	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(1)	1	0	0
营业利润	70	73	89	132	200
营业外收入	13	17	10	0	0
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	81	90	99	132	200
所得税	10	15	20	29	48
净利润	70	75	79	103	152
少数股东损益	(1)	(0)	(0)	(1)	(1)
母公司所有者净利润	71	76	80	103	153
EPS (元)	0.27	0.28	0.30	0.39	0.57

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	5%	9%	11%	13%	12%
营业利润	-2%	5%	21%	48%	52%
净利润	8%	6%	5%	30%	48%
获利能力					
毛利率	33.3%	31.8%	32.9%	36.6%	42.1%
净利率	10.9%	10.7%	10.1%	11.6%	15.3%
ROE	10.7%	6.4%	6.4%	7.9%	11.0%
ROIC	7.5%	5.6%	5.6%	7.5%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	53.0%	29.5%	26.0%	25.9%	25.1%
净负债比率	31.2%	11.7%	5.9%	5.6%	5.4%
流动比率	0.6	2.1	3.0	3.4	3.8
速动比率	0.5	2.0	2.9	3.3	3.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	16.8	24.0	24.8	21.7	21.3
应收帐款周转率	29.1	206.2	143.7	147.4	146.8
应付帐款周转率	4.2	6.2	6.3	6.1	5.9
每股资料(元)					
每股收益	0.27	0.28	0.30	0.39	0.57
每股经营现金	1.03	1.06	0.90	0.93	1.06
每股净资产	2.49	4.44	4.64	4.87	5.18
每股股利	0.00	0.10	0.12	0.15	0.26
估值比率					
PE	54.5	51.5	48.8	37.6	25.4
PB	5.8	3.3	3.1	3.0	2.8
EV/EBITDA	18.6	18.0	14.6	13.2	10.8

分析师简介

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位。2006 年加入招商证券研发中心，现为招商证券文化传媒行业分析师。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 4 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。