

评级：买入（维持）

有线电视行业

公司深度报告

第一创业证券研究所
分析师：任文杰, CFA
电话：0755-25832647
邮件：renwenjie@fcsc.cn

天威视讯（002238）

——基本收视业务可见性强，增值业务面临突破

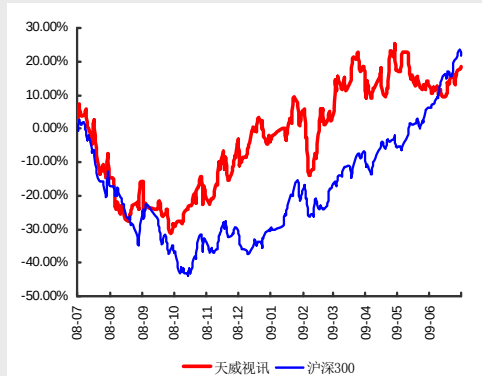
交易数据

52 周内股价区间(元): 8.61-16.53
总市值(百万元): 4,066.41
流通股本(百万股): 103.00
流通股比率(%): 38.5%

资产负债表摘要

股东权益(百万元): 1,208.20
每股净资产: 4.53
市净率: 3.37
资产负债率: 30.7%

股价与沪深 300 指数比较



相关报告

要点:

- **基本收视业务可见性强** 公司目前主要经营深圳特区内的有线电视运营业务。电视收视业务是公司的盈利基石。未来特区内的有线电视主机终端数将保持稳定中略有增长，而副终端的数量有较大提升空间。
- **实际自由现金流大幅高于净利润** 数字电视整体转换免费送出的机顶盒分 5 年摊销，是公司目前的财报净利润大幅低于其自由现金流的主要原因。例如 08 年公司的每股净利润为 0.28 元，但每股自由现金流则有 0.84 元。而整体转换结束以后，机顶盒都是由用户购买。2010 年以后公司的机顶盒、智能卡摊销将基本结束，预计每年将增加约 1 亿元的税前利润。
- **节目传输收入稳定** 由于有线电视公司具有独家专营的特质，基本上是目前各个卫视频道和境外频道落地的唯一渠道。因此节目传输收入十分稳定，并且会随着未来落地频道数量的增加而增加。
- **付费频道等增值业务面临突破** 随着全国数字电视用户总数的不断快速增加，使得付费频道有了可以盈利的足够大的用户基础，从而吸引更多的节目制作者，制作越来越多的付费节目，而节目源的丰富会促进更多的有线电视用户订购符合个人需求的附加频道，形成正向促进循环。美国有线电视行业的经验表明，在有线电视用户数量不增长的情况下，增值业务使得总体收入依然取得较快的增长。公司 08 年付费频道用户终端数为 4.87 万个，已经有 59 套付费频道，收费频道的资费相对深圳一般家庭的消费支出水平有相当吸引力。如果未来公司加大营销推广的力度，付费频道的收入将进入高速增长阶段。
- **充足的现金为公司将来的对外投资提供了资源** 最近公司开始逐步尝试一些有线电视相关的投资。虽然目前为止的投资金额不大，但迈出了向上下游价值链延伸的第一步。
- **存在整合特区外有线电视网络的可能** “全市一张网”是深圳市的规划，也是符合有线电视行业规模化发展的需要。如果关外的有线电视运营纳入上市公司，则公司的用户规模和收入规模都将会有很大的提高。
- **盈利预测和评级** 我们预计 2009 年到 2011 年的每股净利润将分别是 0.30 元、0.36 元、0.61 元。公司的 EV/EBITDA 倍数在有线电视公司中最低，也明显低于公用事业公司的中位数。综合相对估值和 DCF 估值，我们维持对公司的“买入”评级，目标价为 20 元。

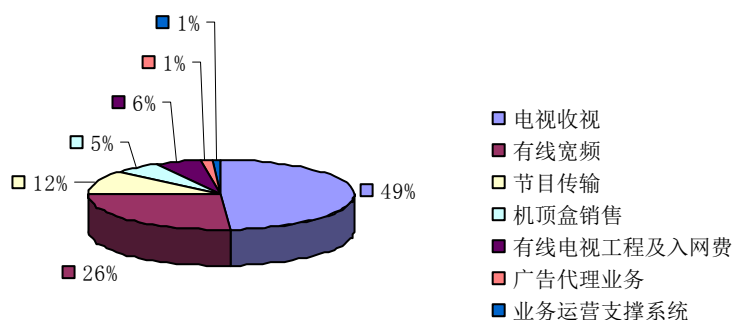
目 录

1、当前业务可见性强	3
1.1、电视收视业务是利润贡献基石	3
1.2、机顶盒摊销期结束后净利润将大为提高	4
1.3、宽频上网业务份额稳定	6
1.4、节目传输收入显示独家通道地位	7
2、有线电视增值业务面临突破	8
2.1、数字化转换以后打开了增值服务的渠道	8
2.2、付费节目进入高增长的临界点	9
2.3、从美国有线行业经验看增值业务发展	11
2.4、三网融合是长远趋势	13
3、公司付费频道和交互业务渐成规模	13
4、迈出向相关价值链延伸的第一步	15
5、存在整合特区外有线电视网络的可能	15
6、具有长期成本优势	16
6.1、毛利率未来将提高	16
6.2、较高的 EBITDA 率显示具有成本优势	18
6.3、数字化转换完成后未来资本开支需求低	19
7、估值和盈利预测	19
7.1、盈利预测	19
7.2、相对估值	20
7.3、DCF 估值	21

1、当前业务可见性强

公司目前的主要业务是经营深圳特区内福田、罗湖、南山三个区的有线电视运营业务。2008 年公司营业收入为 7.08 亿元，其中电视收视业务收入占 49%，有线宽频上网业务收入占 26%，节目传输收入占 12%。

图 1、2008 年公司收入构成

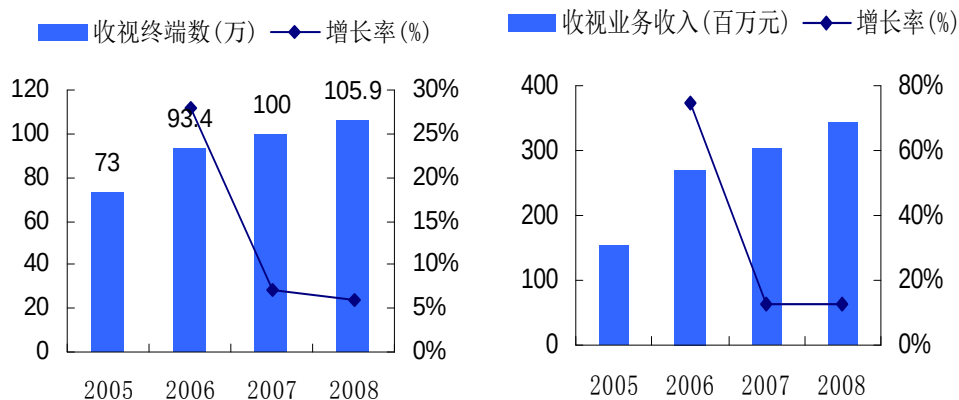


资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

1.1、电视收视业务是利润贡献基石

电视收视业务是公司的盈利基石，电视收视业务占营业收入的比例仅几年一直在上升。从 2005 年到 2008 年，电视收视业务收入占公司同期营业收入的比例分别是 37%、43%、47%、49%。

图 2、电视收视终端数量和收视业务收入



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所



2008 年末, 公司共拥有的有线数字电视用户终端数为 105.9 万个, 比上年增长 5.9%。我们预计未来特区内的有线电视主机终端数将保持稳定中略有增长, 主要驱动因素来自于新住宅的入住。而副机终端目前公司并没有作为推广的重点, 但未来每户多于一个终端的趋势可能会展现, 家庭里在厅里一个主终端, 房间内一个副终端的情况会增加, 因此副终端的数量有较大地提升空间。

2008 年的电视收视业务收入为 3.42 亿元, 比上年增长 12.3%。收视收入的增长高于终端数量的增长, 说明了付费频道和交互点播已经逐渐开始显示出贡献。2008 年底, 公司有交互电视用户终端数为 5.19 万个, 付费频道用户终端数为 4.87 万个。

基本收视业务是十分稳定的具有公用事业性质的业务。目前国内有线电视基本收视维护费实行政府定价, 收费标准由价格主管部门制定。深圳 2006 年度数字电视整体转换基本完成以后, 有线数字电视基本收视维护费的收费标准有由原先的主机 16 元/月, 副机 7 元/月提高到主机 28 元/月, 副机 14 元/月。

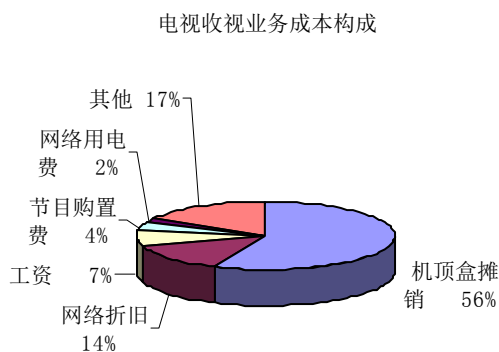
按照国家发展和改革委员会发布的《有线电视基本收视维护费管理暂行办法》, 有线电视基本收视维护费由当地价格主管部门依据有线电视网络运营的合理成本加合理利润和税金制定。有线电视网络经营者采用新技术和提高服务质量导致经营成本或支出发生明显变化的, 可以申请调整有线电视基本收视维护费的收费标准。《有线电视基本收视维护费管理暂行办法》从原则上保证了营运商即使其业务只限于基本收视也是有合理利润的。在目前基本收视维护费占有有线电视公司收入大部分的时候, 实际上有线电视公司用于网络建设和改造的开支成本已经包含在制定基本收视维护费的成本当中。将来当基本频道以外的收费频道和用户点播等增值服务推出的时候, 由于基本不再增加网络固定成本, 其利润率将有较大的提高空间。

1.2、机顶盒摊销期结束后净利润将大为提高

2007 年电视收视业务的毛利率为 37.9%。在各项成本中机顶盒摊销占了 56%。在特区内数字电视整体转换期间, 每户主机的机顶盒是免费提供给用户使用, 机顶盒成本计入长期待摊费用并分 5 年摊销, 副机机顶盒则由用户自费购买。

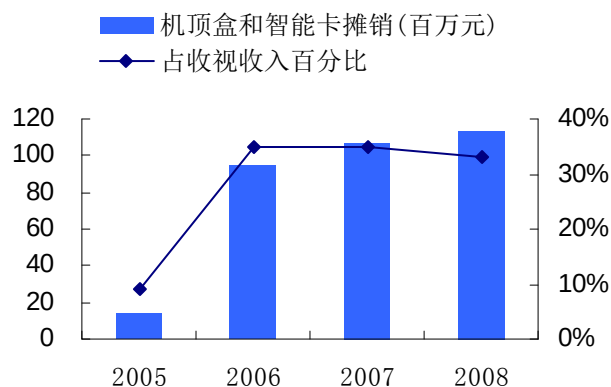
从 2006 到 2008 年度的机顶盒和智能卡摊销数额占收视收入的比例在 33%到 35%之间, 是公司最近 2 年的财报净利润大幅低于其自由现金流的主要原因。例如 08 年公司的每股净利润为 0.28 元, 但每股自由现金流则有 0.84 元。而整体转换结束以后, 无论是主机或者副机的机顶盒都是由用户购买。2010 年以后, 公司的机顶盒、智能卡摊销将基本结束, 预计每年将增加约 1 亿元的税前利润。

图 3、07 年电视收视业务的成本构成



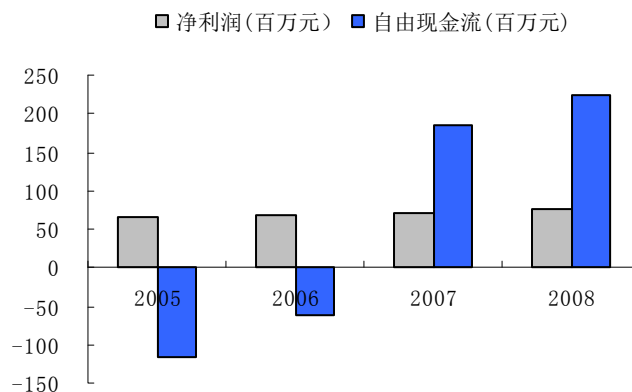
资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

图 4、机顶盒和智能卡摊销占收入比例



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

图 5、07 和 08 年自由现金流大幅高于净利润

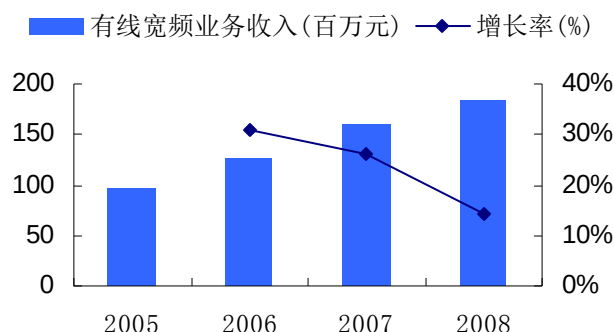


资料来源：第一创业证券研究所

1.3、宽频上网业务份额稳定

天威是国内主要有线电视公司中上网业务开展的最好的一家。2008 年末，有线宽频在网用户数为 25.39 万户。2008 年有线宽频业务实现收入 18,338 万元，同比增长 14.17%。公司利用节目内容的优势增加对宽带上网用户的吸引力，例如建立了 30 套电视节目的网络直播系统，播出清晰度接近数字电视标准清晰度水平，从而提高有线宽频用户的满意度和忠诚度。

图 6、宽频上网业务收入



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

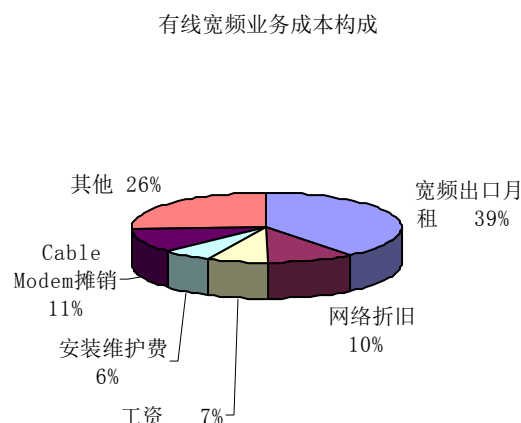
公司现有的宽带网络基本覆盖了深圳特区内，宽带机房已达 22 个，有线宽频业务运行平台已初具规模，接入端口已达到 1,157 个。随着深圳特区全面完成有线数字电视整体转换工程，分配网络已基本实现双向化，带宽出口也从 2002 年初的 10M 提高到 3.6G。

公司并计划大力发展 VPN 商业用户，进一步提高公司在宽带市场的占有率。VPN 业务（为用户在宽带 IP 网络上构建企业虚拟专网，建立私有数据传输通道，为企业提供安全的端到端的数据通讯服务）的 ARPU 值较高，将是公司新的利润增长点。

目前由于网络出口租用的成本较高，使得宽带上网业务的毛利率不高。07 年宽频出口月租占宽频业务成本的 39%，宽频上网业务的毛利率在 9% 左右。随着电信行业重组完成后，公司可选择合作者增加，未来的毛利率有提高空间。

国际上通过有线电视网络是宽带上网的其中一种主流方式。未来虽然继续面临电信的竞争，但我们预计天威的宽频业务收入会继续增长，在深圳的宽带上网市场占有率比较稳定的份额。

图 7、07 年有线宽频上网业务成本构成



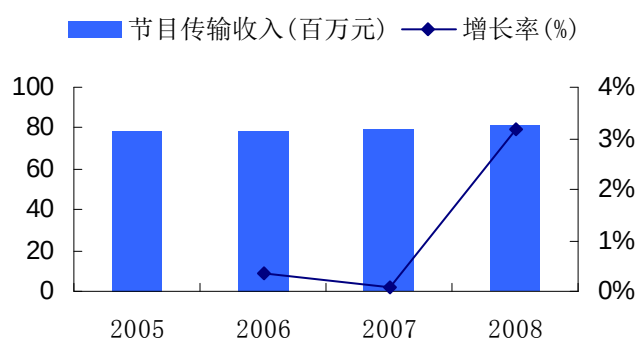
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

1.4、节目传输收入显示独家通道地位

公司 2008 年实现节目传输费收入为 8,120 万元。根据公司与深圳广电集团签订的协议，公司为深圳广电集团传输其买断经营落地传输业务的境外节目收视频道 9 套，境内节目收视频道 37 套，境外频道的节目传输费价格为人民币 450 万元/频道，境内频道的节目传输费价格为人民币 110 万元/频道。

由于有线电视公司具有独家专营的特质，基本上是目前各个卫视频道和境外频道落地的唯一渠道。因此节目传输收入十分稳定，并且会随着未来落地频道数量的增加而增加。

图 8、节目传输收入稳定



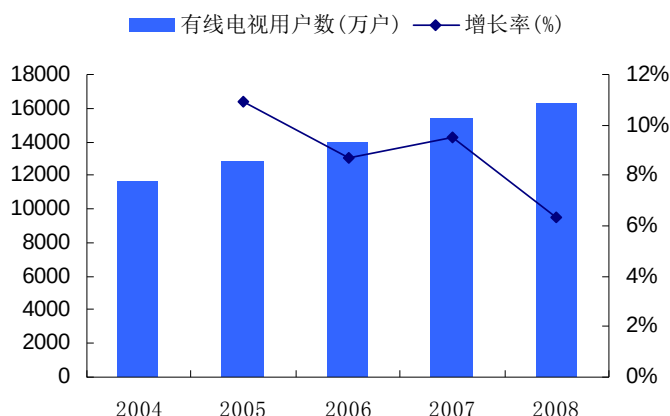
资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

2、有线电视增值业务面临突破

2.1、数字化转换以后打开了增值服务的渠道

随着有线电视入户率的提高，国内的有线电视用户数从 2004 年的 1.16 亿户增加到 2008 年的 1.63 亿户。

图 9、国内有线电视用户数量大幅增加

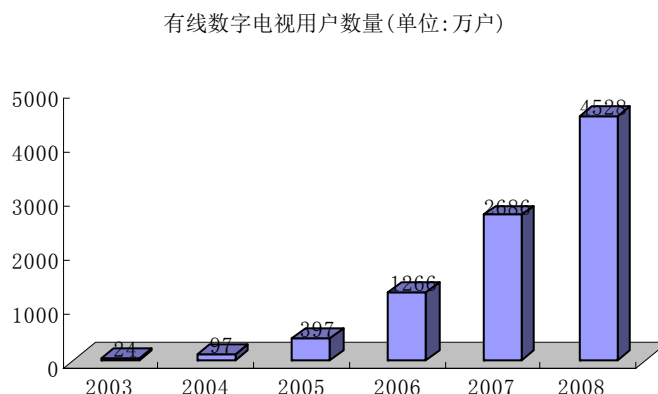


资料来源：广电总局、第一创业证券研究所

在数字转换实施以前，有线电视虽然比以前的无线电视广播带来了传输方式的大改变，但其公用事业的属性没有大的改变，有线电视公司主要收入来自基本收视费，而基本收视费的水平受到政府的管制，使得其难以获得更高的盈利。在网络双向改造和数字电视转换以后，提供了付费频道、点播、电视购物、宽带上网、语音通话等多种附加服务的技术基础。同时政府也明确了基本收视服务的以外的收费由企业自主确定，不属于价格管制的范围。如果说基本收视服务属于公用事业服务，则其他服务的收费水平由市场决定。

目前有 229 个城市进行了数字平移，其中 106 个城市已经完成。2008 年底，全国有线电视数字化整体转换用户数已达到了 4528 万户，比上年增长 69%，其中双向用户超过 2400 万户。在全国有线电视 1.6 亿用户中，数字有线用户已经占到了 27%，而且全国有线数字电视的用户数量还在不断的高速增长中。

图 10、有线数字电视用户数量大幅增加



资料来源: 广电总局、第一创业证券研究所

随着全国数字电视用户总数的不断快速增加,使得付费频道有了可以盈利的足够大的用户基础,从而吸引更多的节目制作者,制作越来越多的付费节目,而节目源的丰富会促进更多的有线电视用户订购附加频道,形成正向促进循环。

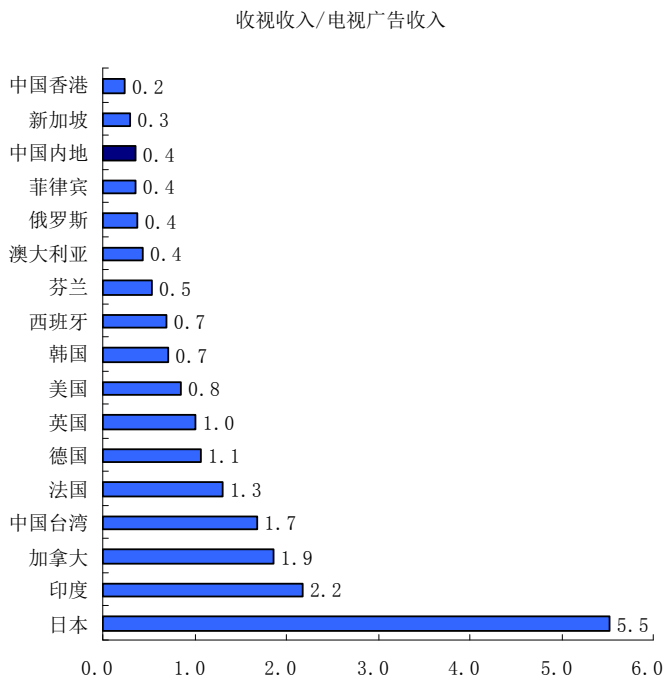
高清电视很可能会成为有线电视业务的另一个增长点。未来当越来越多电视台开通高清节目,有线电视网络将成为众多高清频道的主要传输渠道,情形就如同目前的标清电视传输市场。高清频道的开通同样可以使有线电视公司在核定的基本收视费以外获得更多的收入。从国外的情况来看,由于高清电视在清晰度上的明显提高,一旦高清节目源不再成为瓶颈,高清电视的推广获得用户接受将会是十分迅速的。

2.2、付费节目进入高增长的临界点

由于目前国内有线电视的收视费绝大部分只是来自基本收视费,因此和国际上其他国家和地区相比明显偏低。考虑到各国家和地区的经济水平不一样,我们用全年收视费收入相对全年电视广告收入的比例来衡量收视收入的相对高低。2007年中国内地全年收视费收入仅相当于电视广告收入的0.35倍,明显低于大部分其他国家和地区,例如这个比例最高的日本为5.5,人口和中国最接近的印度为2.2,美国为0.85,韩国为0.72。

电视广告收入可以作为反映一个国家或者地区的电视收看群体的收入和消费水平的重要指标,国内收视费收入目前相对国内观众的消费水平处于一个偏低的位置。这个观察意味着一方面未来收视费收入有较大的增长空间,另一方面国内观众的消费水平并非制约增长的主要因素,只要有符合需求的内容,观众是有能力并且愿意购买的。

图 11、中国内地收视费收入相对电视广告收入比例偏低



资料来源：第一创业证券研究所

中国目前还处于有线电视，尤其是数字电视用户基础快速增长的阶段，在此阶段，用户基数和数字电视转换后基本收视费的提高是有线电视收入近期增长的主要贡献因素。而同时基本收视服务以外的其他服务的逐步启动将为国内有线电视行业更长远的增长提供了驱动。

有线数字电视用户的数量在 08 年的高速增长，使得付费电视的用户基础扩大，从而促进了付费节目内容制作的发展。08 年付费数字电视用户从年初的 175 万户增加到年底的 452 万户，并实现了 13.9 亿元的收入，简单平均计算每个付费电视用户贡献了 44 元的收入。未来随着有线数字电视转换在更多的城市推进，付费电视的用户和收入将继续高速的增长。

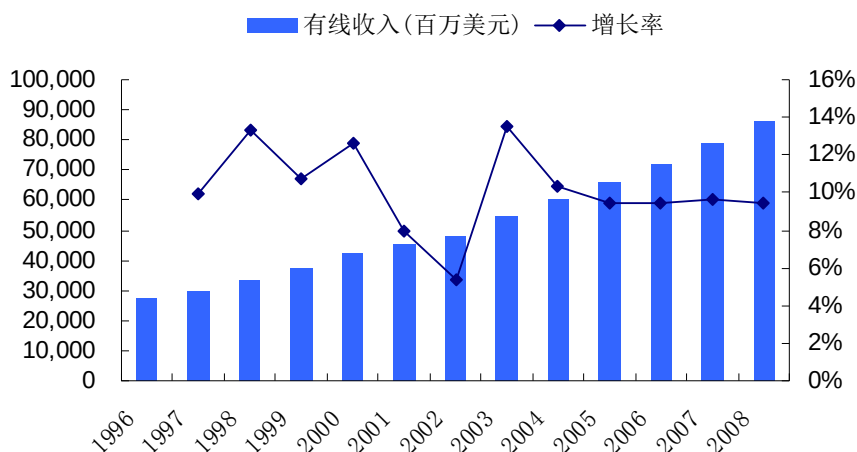
目前 1.6 亿的有线电视用户中，我们预计在未来三年将有超过 1 亿的用户转为数字电视用户，以平均每户 3 个人计算，则数字电视覆盖人口将达到 3 亿以上，和我国的互联网人口相近。庞大的用户数量将为有线电视网络的增值服务提供了足够大的盈利基础。原来国内增值服务的发展较慢的重要原因是受制于用户规模，规模太小使得难以实现赢利。而目前全国数字电视用户数量的快速增加，预示着增值服务很可能到达一个大发展的临界点。可以参照的是，当中国的互联网用户在 2005 年突破 1 亿人以后，网上服务在过去几年百花齐放的加速发展。有线电视服务也处于中国互联网在 2005 年时的机遇。

2.3、从美国有线行业经验看增值业务发展

在美国，有线电视和卫星电视、无线电视为居民收看电视的三种主要方式。截至 2009 年 3 月，在有线电视覆盖的地区，有线电视的用户渗透率为 50.8%。

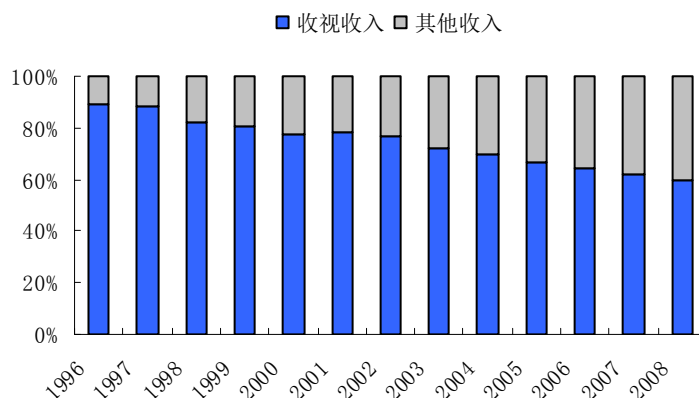
美国有线电视行业收入增长高于美国的 GDP 增长，从 1996 年的 271 亿美元增长到 2008 年的 863 亿美元，每年的平均增长率在 10% 左右。其中收视服务以外的收入的占比大幅度提高，收视服务以外的收入的占比从 96 年的 11% 大幅增加到 2008 年的 40%。

图 12、美国有线电视行业收入增长



资料来源：SNL Kagan、第一创业证券研究所

图 13、美国有线电视行业收视服务以外收入占比逐年提高



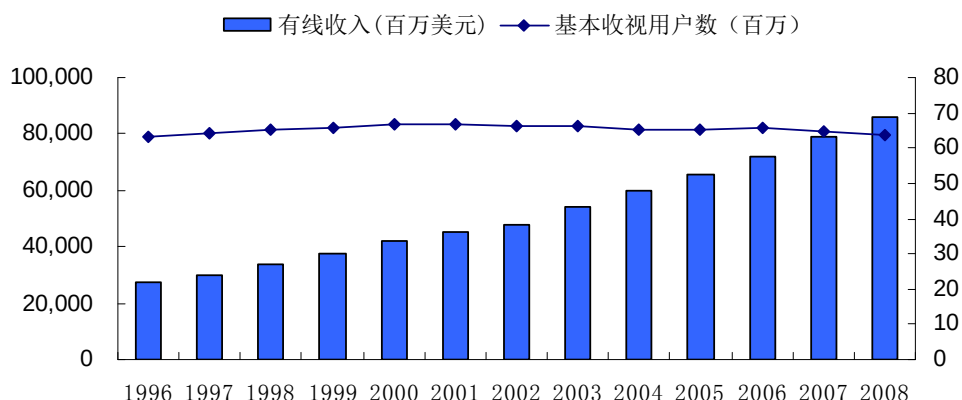
资料来源：SNL Kagan、第一创业证券研究所

和美国相比，中国同样是幅员广阔、而人口更多，尤其是城市人口更密集。因此

中国具有比美国更适合有线电视发展的人文环境。而且和国外不同，卫星电视在中国只是定位于偏远地区的补充收视方式，在城市里并没有成为可供选择的收视方式，因此有线电视在中国少了一个竞争对手，而无线电视虽然免费，但只能接受到数量有限的频道，在楼房密集的城市，由于缺少楼宇公用天线系统，其收视质量也明显不如有线电视。因此有线电视基本上成为城市居民收看电视的主要途径，和国外相比，中国的有线电视行业有独家经营特性更加明显，有线电视的渗透率具有高于美国的客观条件。

回顾美国有线电视的发展，其收入的增长要明显高于基本收视用户数的增长。行业收入的增长主要不是来自于有线电视渗透率的提高，而来自基本收视服务以外的付费频道、有线上网、电话等服务收入的增长。从1996年到2008年，有线电视网络的收入从1996年的271亿美元增加到2008年的863亿美元，增长了2.2倍。而基本收视用户数1996年为6300万户，2008年为6370万户，用户数基本上没有增长。收入的增长明显高于用户数的增长，尤其是从2001以后，当基本收视用户数量略有负增长的情况下，美国的有线网络收入从2001年到2008年依然获得较高增长。美国的情况显示了即使在基本电视服务的用户数量增长已经饱和的阶段，有线网络公司依然通过收费频道、上网、语音服务等附加服务的增长实现了收入的较高增长。

图 14、美国有线电视收入增长高于用户数增长



资料来源：SNL Kagan、第一创业证券研究所

从国外的有线电视行业收入情况来看，在基本频道收视业务以外，其他的收入占了非常大的比重。以美国为例，2007年有线电视行业的总收入752.08亿美元中，基本收视收入为336.86亿，只占总收入的48%，而其他52%的收入来自基于有线网络的各种增值业务，包括收费频道、宽带上网、电话、广告等。而数字电视的普及也极大地促进了增值服务的发展。美国的有线数字电视用户从98年的140万大幅增加到08年的4040万，占基本收视用户的比例达到63.4%。

从美国经验可以看出，在有线电视用户数量不增长的情况下，收入依然可以保持较快的增长。因此对于天威视讯，除了用户数增长带来的基本收视收入增长以外，来自现有用户的更多收入将提供公司业务未来的增长空间。



2.4、三网融合是长远趋势

2009 年 5 月，国务院批准了由发改委提交的《关于 2009 年深化经济体制改革工作意见》。在本次改革工作意见中，首次对广电和电信的双向进入问题做了明确指示，要求“落实国家相关规定，实现广电和电信企业的双向进入，推动‘三网融合’取得实质性进展”。

三网融合带来了新的商机，各地电信企业和广电企业也逐步开始尝试新的业务，从目前情况来看，双方采取合作的方式多于采用直接竞争的方式。09 年 5 月，拥有 1500 万用户的深圳移动与深圳广播电影电视集团签署了战略合作框架协议，根据协议双方将开展跨行业的多业务套餐营销，提供“移动通信+宽带接入+无线上网+数字电视”的全业务方案，合作建设基础网络设施。其中数字电视和宽带接入主要由深圳广电集团负责，而移动通信和无线上网则主要由深圳移动提供。中国移动在江苏试验“有线通”。“有线通”合作模式不涉及合作双方在网络上的改造，由中国移动负责宣传推广，当地广电提供现有的有线数字电视网络资源，为家庭用户提供基于双向有线网络的宽带接入服务。今年初开始，已经在扬州、无锡、苏州、常州等城市试点。中国移动具有成功的市场化运营检验，但缺乏本地固定网络。而有线电视公司具有现成的本地网络，两者合作将有利于有线电视网络价值的发掘。

从发达国家和地区的经验来看，有线网络的语音和数据服务已经成为重要的业务。未来无论天威视讯是选择和某个电信运营商合作还是自己主导，都将可以提供更多的服务，从而带来更高的收入。

3、公司付费频道和交互业务渐成规模

公司的付费电视从 2005 年推出，随着节目源的丰富，付费频道数量也有较快增长，07 年付费电视频道达到 39 套，实现收入 1200 万元。08 年付费频道用户终端数为 4.87 万个。目前已经有 59 套付费频道。单个频道的收费大部分在 5 元/月到 25 元/月之间。还提供包括多套收费频道的包月套餐，价格从 20 元/月到 120 元/月不等。

根据深圳市统计局的数据，深圳 2008 年居民人均可支配收入 26729 元，居民人均消费性支出 19779 元，收费频道的资费相对深圳一般家庭的消费支出水平是有相当吸引力。随着观众多样化个性化需求的增长，付费电视节目的不断丰富，经过市场培育以后，如果未来公司加大营销推广的力度，付费频道的收入将进入高速增长阶段。

表 1、付费频道列表

付费频道名称	价格(元/月)	付费频道名称	价格(元/月)
HBO 家庭影院	50	第一剧场	36
CINEMAX	20	世界地理	15
卫视国际电影台 (STAR MOVIE)	20	风云音乐	15
贺曼影视台 (HALLMARK)	10	风云剧场	15
索尼动作影视娱乐频道 (AXN)	15	风云足球	10
凤凰电影台+凤凰资讯台	10	央视精品	8
TVB 星河+ TVB8	10	怀旧剧场	15
国家地理亚洲频道 (NGC)	20	发现之旅	12
探索亚洲频道 (DISCOVERY)	20	女性时尚	15
ESPN 体育频道+卫视体育频道	30	现代女性	10
[V] 音乐台	5	留学世界	10
韩国 KBS	150	汽摩	5
美国有线新闻网 (CNN)	25	老故事	36
英国 BBC 世界台 (BBC WORLD)	25	百姓健康	10
CNBC 亚太财经频道	25	环球奇观	12
彭博财经频道 (BLOOMBERG TV)	25	彩民在线	8
NHK 世界收费频道 (NHK WORLD)	150	中小学同步辅导	20
天映电影频道	10	早期教育	6
法国 TV5	50	老年福	10
欧亚体育	10	梨园	12
华诚影院	8	城市建设	5
靓妆频道	5	摄影	10
高尔夫频道	100	先锋纪录	10
天元围棋	18	育婴宝典	18
证券资讯	100	财富天下	10
欧洲足球	68	文广高清晰视觉	80
英语辅导	10	深圳高清+央视综合高清	8
书画频道	12	华诚高清频道	120
游戏竞技	12	华诚动作电影频道	16
孕育指南	15		

资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

在互动点播业务方面，08 年交互电视用户终端数为 5.19 万个。公司 08 年引进了影视、综艺、动漫等各类型节目约 8000 小时，节目储备达 2 万小时，较 07 年增长 100%。交互电视业务给用户按需点播节目的自由，随着双向机顶盒的普及，未来有较大的市场空间。



08 年公司利用奥运会全部采用高清标准播出的契机，推出了高清互动电视业务。虽然目前高清频道内容目前尚不多，但高清取代标清电视节目是一个必然的趋势，高清电视业务同样会给公司带来基本收视费以外的收入。

4、迈出向相关价值链延伸的第一步

有线电视业务的现金收入稳定，除去日常的维护开支以后，留存现金会不断增加，截至 09 年 1 季度末，公司货币资金减去银行借款以后有 4.3 亿元的净现金。充足的现金为公司将来的对外投资提供了资源。最近公司开始逐步尝试一些和有线电视相关的投资。虽然目前为止的投资金额不大，但迈出了向上下游价值链延伸的第一步。

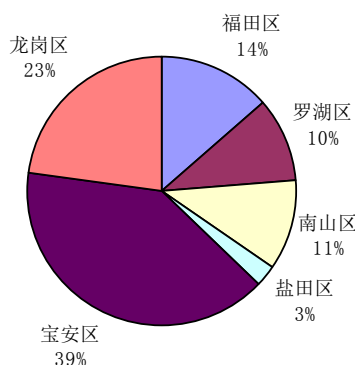
公司 2009 年 6 月公告，公司以现金方式认购茁壮网络新增发的 130 万股股份，每股认购价格为 10 元，认购价款总额为 1,300 万元人民币，本次增资完成后，公司在茁壮网络股本中所占的比例为 1.555%。茁壮网络是一家专注于数字电视软件开发的高科技民营企业，目前是中国规模最大的数字电视业务平台及应用软件提供商，核心产品为 iPanel 数字电视平台系列软件。茁壮网络的主要业务模式为网络运营商定制开发 iPanel 软件产品，开发完成的功能版本交付给数字电视终端设备厂商，终端设备厂商将软件在接收终端后，与接收终端一起交付给运营商，茁壮网络根据安装 iPanel 软件的接收终端数量，向网络运营商收取版权费。

公司 2009 年 7 月公告，与深圳市震华高新电子有限公司共同以现金人民币 1,000 万元出资设立合资公司，其中公司出资 600 万元，占合资公司 60% 的股权。合资公司从事影视节目的版权引进、制作、加工集成及节目发行等工作，提供适应不同平台播放需要的内容及运营服务。公司与震华高新共同出资设立合资公司，旨在加速公司在节目引进、加工、集成制作及分销等方面的成长，使其成为公司向外部市场拓展的重要方式，形成未来新的业务支柱及盈利增长来源。而且震华高新属国内较早进入付费电视节目领域的公司之一，长期以来与国家广电总局以及多家境外节目供应商都有长期的良好合作关系，公司选择与震华高新进行合作也是看重其多年行业积淀的资源与经验。

5、存在整合特区外有线电视网络的可能

目前公司的营业范围主要是深圳特区内的福田、罗湖、南山 3 个区。根据深圳市统计局的数据，2008 年这三个区的常住人口合计 304 万，只占深圳总人口的 35%。而宝安、龙岗、盐田 3 个区常住人口合计为 573 万，占深圳总人口的 65%。如果未来全深圳的有线电视资产和运营都进入上市公司，公司的用户规模将有很大的增长。

图 15、2008 年深圳各区人口比例



资料来源：深圳市统计局、第一创业证券研究所

公司控股股东及实际控制人为深圳广播电影电视集团，持有公司 61.42%的股权。深圳广电集团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。

深圳广电集团采取“网台入股模式”分别在特区以外的宝安区、龙岗区设立了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，并以现金和净资产出资的方式设立深圳市天明广播电视网络有限公司承继光明新区的有线电视网络建设和广播电视传输业务。上述三家公司负责整合深圳经济特区外各区有线电视广播电视网络资源。

从全国各地有线电视的整合趋势来看，一个城市由一家有线电视公司统一运营已经成为各地的基本模式。而陕西、湖南等省更进一步，已经或者接近完成全省有线电视网络的整合。

“全市一张网”是深圳市的规划，也是符合有线电视行业规模化发展的需要。天威视讯和天宝、天隆的大股东同是深圳广电集团，长远来说统一运营是大势所趋。因此未来天威视讯存在收购特区外的宝安、龙岗、光明新区的有线电视网络和运营的可能性，目前宝安龙岗的有线电视用户在 100 万户左右，并且特区关外有线电视渗透率低于关内，如果关外的有线电视运营纳入上市公司，则公司的用户规模和收入规模都将会有很大的提高。

6、具有长期成本优势

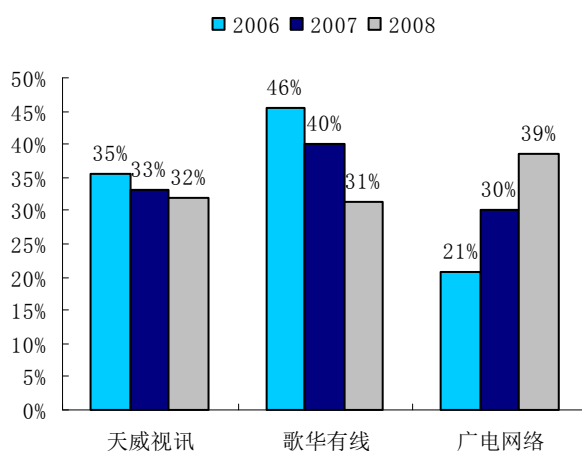
6.1、毛利率未来将提高

国内三家上市有线电视公司的毛利率基本在 30%-40%的范围内。但三家公司呈现

不同的变化趋势，主要是受各公司处于数字化转换的不同阶段及数字化后基本收视费是否调高的影响。

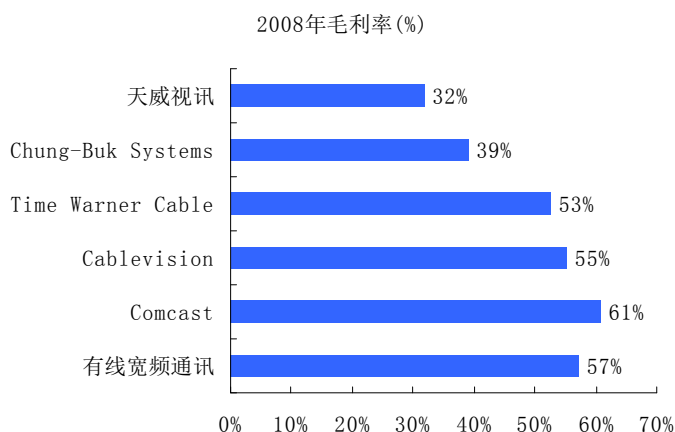
歌华有线的毛利率呈下降趋势主要是由于北京正处于推进数字化平移的过程中，导致折旧和摊销的增加。广电网络的毛利率呈上升趋势，主要是由于毛利率较低的广告业务的中止，虽然数字化平移的过程中也使得折旧和摊销增加，但因为数字化平移后基本收视费得到提高，使得毛利率总体上升。而天威视讯已经完成了深圳特区内的数字化转换，因此电视业务毛利率保持较为稳定，但由于网络折旧和摊销处于高峰期，使得其在 08 年毛利率低于广电网络。

图 16、国内有线电视公司毛利率比较



资料来源：各公司定期公告、第一创业证券研究所

图 17、天威视讯毛利率低于国际上有线电视公司



资料来源：各公司定期公告、第一创业证券研究所

数字机顶盒的摊销成本使得目前天威视讯低于其他国家和地区的大部分有线电视公司。例如美国的 Comcast、Time Warner Cable、Cablevision 在 2008 年的营业毛

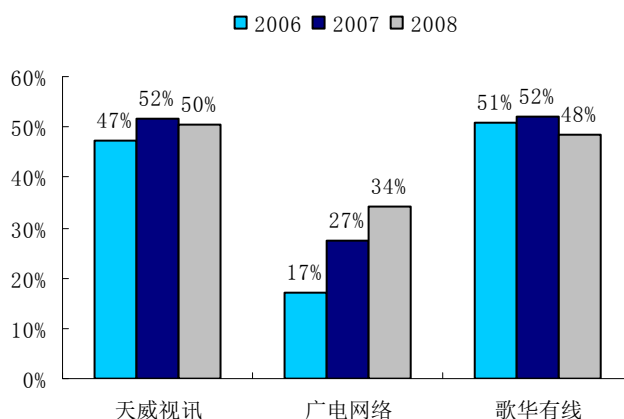
利率都在 50%以上，韩国的 Chung-Buk Systems 的毛利率为 39%，香港的有线宽频的毛利率为 57%。事实上如果不计机顶盒和智能卡摊销，天威视讯的综合毛利率将增加到 49%左右，将达到和美国有线电视公司相近的毛利率。

对于国外的有线电视公司，节目成本是最重要的一项成本，而国内目前主要的节目来源来自中央电视台频道、本省市的电视频道、以及其他省的卫视节目，这些频道主要通过广告的收入模式，有线电视公司不需要付出现金购买这些频道节目。因此节目成本目前在有线电视公司的成本中所占比例偏低。未来随着收费频道的发展，节目购买成本会上升，但由于有线电视占有渠道的独家优势，使得其在和节目供应商的条款谈判中会处于优势地位，因此我们预计未来收费频道带来的收入增加会超过成本的上升，对毛利率的提升有正面的作用。

6.2、较高的 EBITDA 率显示具有成本优势

EBITDA 率是以折旧摊销息税前利润除以营业收入，国内三家上市有线电视公司的 EBITDA 率总体呈上升趋势。歌华有线和天威视讯的 EBITDA 率高于广电网络，一方面是由于广电网络收购的陕西全省有线网络资产的收入从 2007 年 8 月起才计入上市公司，另一方面显示了较发达城市中的有线电视运营商有更高的利润空间。

图 18、国内有线电视公司 EBITDA Margin 比较



资料来源：各公司定期公告、第一创业证券研究所

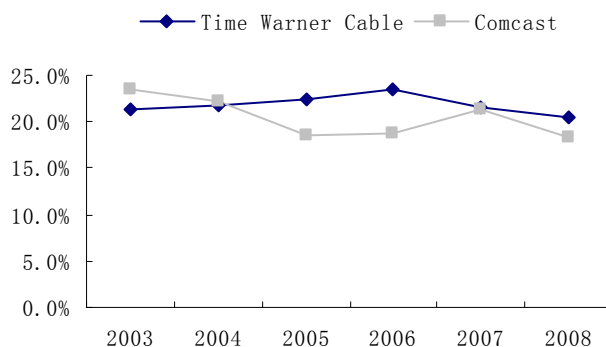
和海外的有线电视公司比较，国内公司的 EBITDA 率要高于海外公司，主要原因是国内的人员成本和节目购置成本都要低于国外。我们相信在未来相当长一段时间内，这两点优势将使公司继续获得较高的 EBITDA 率。

6.3、数字化转型完成后未来资本开支需求低

公司在经过前几年的数字电视转换的资本开支高峰期以后，未来虽然也需要持续进行网络升级等投资以保持竞争力，但从成熟市场如美国的情况来看，虽然最近几年增加了多种新业务，而资本开支相对营业收入的比例会保持在比较稳定的水平上。例如 Comcast 和 Time Warner Cable 从 2003 年到 2008 年每年资本开支相对营业收入的比例基本在 18%到 23%的范围内，而且最近两年都呈下降趋势。

公司由于已经完成了网络的双向化改造，从 2007 年开始资本开支占营业收入的比例大幅度减低，2007 年和 2008 年分别为 19.5%和 15.9%。未来三年中深圳特区内网络没有大规模改造的需要，因此资本开支需求较低，大部分的收入将成为自由现金。

图 19、美国有线电视公司资本支出相对营业收入比例比较稳定



资料来源：各公司定期公告、第一创业证券研究所

7、估值和盈利预测

7.1、盈利预测

公司的基本业务的可见性强，即使对增值业务的增长作保守的假设，2011 年机顶盒摊销期结束后净利润水平也上一个台阶。我们预计 2009 年到 2011 年的每股净利润将分别是 0.30 元、0.36 元、0.61 元。

表 2、分业务营业收入预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
合计(百万元)	710.64	750.38	796.17	833.91
增长率 (%)	9.8%	5.6%	6.1%	4.7%
电视收视业务收入(百万元)	342.42	363.84	389.02	412.97
增长率 (%)	12.3%	6.3%	6.9%	6.2%

有线宽频业务收入(百万元)	183.38	213.79	232.89	239.88
增长率(%)	14.2%	16.6%	8.9%	3.0%
节目传输收入(百万元)	81.47	83.91	86.43	89.02
增长率(%)	3.2%	3%	3%	3%
机顶盒销售收入(百万元)	38.12	43.82	46.34	53.72
增长率(%)	-17.4%	15.0%	5.8%	15.9%
有线电视工程及入网费收入(百万元)	39.15	35.24	31.71	28.54
增长率(%)	-7.7%	-10%	-10%	-10%
广告代理业务收入(百万元)	9.78	9.78	9.78	9.78
增长率(%)	-31.3%	0%	0%	0%

资料来源：第一创业证券研究所

表 3、盈利预测

单位：万元	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	71,064	75,038	79,618	83,392
减：营业成本	48,470	49,664	51,347	44,923
营业税金及附加	1,278	3,045	3,393	4,616
销售费用	3,244	3,452	3,583	3,586
管理费用	8,585	9,005	9,395	9,590
财务费用	2,103	114	-142	-142
资产减值损失	-19	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-67	0	0	0
二、营业利润	7,337	9,759	12,043	20,819
加：营业外收入	1,718	422	444	466
减：营业外支出	19	20	21	22
三、利润总额	9,037	10,161	12,466	21,263
减：所得税费用	1,496	2,032	2,742	5,103
四、净利润	7,540	8,129	9,723	16,160
归属母公司净利润	7,572	8,129	9,723	16,160
少数股东损益	-32	0	0	0
五、总股本(万股)	26,700	26,700	26,700	26,700
六、摊薄每股收益(元/股)	0.28	0.30	0.36	0.61

资料来源：第一创业证券研究所

7.2、相对估值

在比较相对估值情况时，我们比较 A 股市场上另外两家有线电视公司歌华有线和广电网络、以及有线网络收入占收入重要组成的电广传媒。此外有线电视公司的基本收视业务和公用事业一样具有地区垄断和价格受管制的特点，因此公用事业上市公司的估值水平可以作为对有线电视基本收视业务估值的相对参考。我们也比较了目前在

A 股上市的业务面向居民用户的公用事业公司的相对估值情况。

表 4、有线电视公司和公用事业公司估值比较

	EV/EBITDA	PE	PB	资本支出/营业收入	折旧和摊销/营业收入
公用事业公司中位数	18.2	44.6	3.5	29.6%	9.9%
天威视讯	11.7	53.9	3.5	15.9%	34.4%
歌华有线	19.8	39.7	3.1	76.9%	26.8%
广电网络	15.5	84.6	3.2	85.4%	21.3%
电广传媒	12.6	326.2	4.1	26.7%	7.8%

资料来源：Wind、第一创业证券研究所

天威视讯的市盈率高于歌华有线而低于广电网络和电广传媒，和公用事业公司接近，而公司在机顶盒摊销期结束后市盈率将会明显下降。市净率基本和其他有线电视公司和公用事业公司在接近的水平。

除了 PE 和 PB 之外，EV/EBITDA 常用于比较运营类企业的估值情况。EBITDA 更能及时地体现企业的现金收入情况，其变化趋势要领先于净利润的变化。

EV/EBITDA 的高低和以下决定因素有关：在其他条件相同的情况下，所得税率较低的公司应享有较高的 EV/EBITDA；较低的资本成本的公司应享有较高的 EV/EBITDA；未来增长率较高的公司应享有较高的 EV/EBITDA；资本开支占 EBITDA 比例较低的公司应享有较高的 EV/EBITDA；折旧摊销占 EBITDA 比例较高的公司应享有较高的 EV/EBITDA。

天威视讯的资本支出比例在有线电视公司中是最低的，也低于公用事业公司，理论上应该享有较高的 EV/EBITDA 倍数。同时天威视讯的折旧摊销占收入比例在有线电视公司中最高，也高于公用事业公司，理论上也应该享有较高的 EV/EBITDA 倍数。但天威视讯的实际 EV/EBITDA 倍数却是在有线电视公司中最低，也明显低于公用事业公司的中位数。天威视讯在基本收视服务以外，未来增长空间很大的收费电视等增值业务并不会受到政府价格管制，因此我们认为天威视讯的估值应该高于公用事业公司。目前市场对于其估值并没有反映其未来增长性。

即使给予公司以低于公用事业公司中位数的 15 倍 EV/EBITDA，公司的合理价格为 19.72 元。

7.3、DCF 估值

我们采用公司自由现金流折现对公司估值。折现率 WACC 为 10.1%，2009 年到 2011 年的自由现金流根据预测模型得出，从 2012 年到 2015 年的高速增长阶段的增长率为 15%，永续增长率为 5%。得出公司的每股合理价格为 20.44 元。

综合相对估值和 DCF 估值，我们维持对公司“买入”评级，目标价为 20 元。我们的估值仅考虑了公司的现有运营规模，并没有考虑未来可能对深圳宝安龙岗等区的

有线电视资产的整合。

表 5、主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2007	2008	2009	2010	会计年度	2007	2008	2009	2010
流动资产	268.2	645.8	903.3	1,096.6	一、营业收入	654.5	710.6	750.4	796.2
货币资金	218.2	586.2	842.2	1,033.9	减: 营业成本	436.8	484.7	496.6	513.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	12.1	12.8	30.4	33.9
应收款项	1.6	5.3	6.2	6.5	销售费用	27.5	32.4	34.5	35.8
预付款项	10.9	17.9	17.7	18.3	管理费用	82.8	85.8	90.0	93.9
存货	22.9	17.5	18.4	19.0	财务费用	27.4	21.0	1.1	-1.4
其他流动资产	14.6	18.9	18.9	18.9	资产减值损失	-2.6	-0.2	0.0	0.0
非流动资产	1,247.7	1,175.7	1,060.9	843.8	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	20.7	14.4	14.4	14.4	投资收益	-0.4	-0.7	0.0	0.0
投资性房地产	60.8	59.6	59.6	59.6	其中: 联营企业收益	-0.4	-0.7	0.0	0.0
固定资产	609.3	588.9	567.2	545.6	二、营业利润	70.0	73.4	97.6	120.4
在建工程	28.6	64.1	0.0	0.0	加: 营业外收入	13.0	17.2	4.2	4.4
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	2.2	0.2	0.2	0.2
无形及递延性资产	456.3	334.0	202.6	82.3	三、利润总额	80.8	90.4	101.6	124.7
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	10.4	15.0	20.3	27.4
资产总计	1,443.9	1,706.7	1,747.2	1,798.5	四、净利润	70.4	75.4	81.3	97.2
流动负债	452.7	312.2	294.0	272.6	归属母公司净利润	71.3	75.7	81.3	97.2
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益与调整	-0.8	-0.3	0.0	0.0
应付账款	79.3	77.5	81.6	84.4	五、总股本(万股)	267.0	267.0	267.0	267.0
预收帐款	53.7	55.9	61.7	65.4	EPS (元)	0.27	0.28	0.30	0.36
其他	319.7	178.7	150.7	122.7	主要财务比率				
长期负债	312.6	190.5	190.5	190.5	会计年度	2007	2008	2009	2010
长期借款	200.0	100.0	100.0	100.0	成长能力				
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	4.9%	8.6%	5.6%	6.1%
其他	112.6	90.5	90.5	90.5	营业毛利	-1.5%	3.8%	12.3%	11.4%
负债合计	765.3	502.7	484.5	463.1	EBIT	4.1%	-0.4%	4.1%	20.5%
少数股东权益	13.9	14.3	14.3	14.3	净利润	5.9%	6.2%	7.4%	19.6%
股本	200.0	267.0	267.0	267.0	获利能力				
资本公积	104.5	492.4	492.4	492.4	毛利率	33.3%	31.8%	33.8%	35.5%
留存收益	360.2	430.3	488.9	561.7	EBIT/收入	14.6%	13.4%	13.2%	14.9%
股东权益合计	678.6	1,204.1	1,262.6	1,335.5	净利率	10.9%	10.7%	10.8%	12.2%
负债和股东权益	1,443.9	1,706.7	1,747.2	1,798.5	ROE	10.7%	6.4%	6.5%	7.4%
现金流量表					ROIC	8.0%	5.8%	6.0%	6.8%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2007	2008	2009	2010					



经营活动现金流	274.8	285.3	379.9	314.7	资产负债率	47.0%	70.5%	72.3%	74.3%
净利润	70.4	75.4	81.3	97.2	利息保障倍数	2.6	3.6	71.4	-68.4
折旧摊销	229.0	246.3	253.0	241.9	速动比率	0.51	1.95	2.95	3.88
财务费用	28.1	24.0	1.1	-1.4	经营现金净额/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
投资损失	0.4	0.7	0.0	0.0	营运能力				
营运资金变动	-53.5	-58.9	8.4	4.9	总资产周转率	0.45	0.42	0.43	0.44
其它	0.4	-2.1	36.1	-28.0	应收账款天数	0.88	2.69	2.96	2.96
投资活动现金流	-127.6	-90.2	-100.0	-100.0	存货天数	18.91	12.99	13.33	13.33
资本支出	-87.7	-110.2	-100.0	-100.0	每股指标（元）				
长期投资	-39.9	-2.8	0.0	0.0	EBIT/股本	0.36	0.36	0.37	0.45
其他	0.0	22.8	0.0	0.0	每股经营现金流	1.03	1.07	1.42	1.18
筹资活动现金流	-80.2	173.3	-23.9	-23.0	每股净资产	2.49	4.46	4.68	4.95
债务融资	50.0	-250.0	0.0	0.0	估值比率				
权益融资	0.0	451.8	0.0	0.0	P/E	57.05	53.70	50.02	41.82
其它	-130.2	-28.4	-23.9	-23.0	P/B	6.12	3.42	3.26	3.08
汇率变动影响	-0.5	-0.5	0.0	0.0	P/S	6.21	5.72	5.42	5.11
现金净增加额	66.5	368.0	256.0	191.7	EV/EBITDA	10.01	12.21	11.85	11.54

资料来源：第一创业证券研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	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
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120