

评级：买入（维持）

有线电视行业

公司研究

第一创业研究所

分析师：任文杰，CFA

电话：0755-25832647

邮件：renwenjie@fcsc.cn

天威视讯（002238）09年半年报点评

—— 增值业务渐露苗头

交易数据

52周内股价区间(元): 8.61-18

总市值(百万元): 3,991.65

流通股本(百万股): 103.00

流通股比率(%): 38.6%

资产负债表摘要

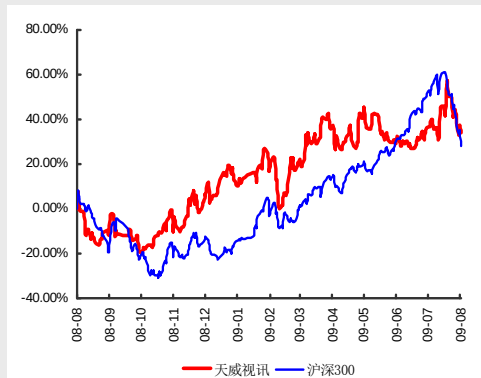
股东权益(百万元): 1,208.20

每股净资产: 4.50

市净率: 3.14

资产负债率: 30.7%

公司与沪深300指数比较



相关报告

《天威视讯深度报告：基本收视业务可见性强，增值业务面临突破》，2009/7/20

要点：

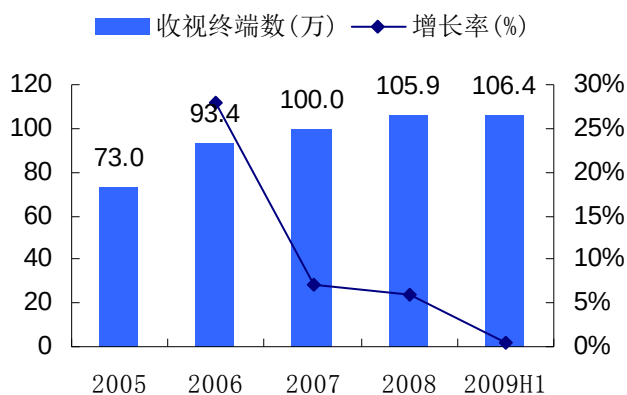
- **业绩符合预期** 天威视讯公布了09年半年报，2009年上半年公司实现营业收入3.71亿元，同比增长8.74%；归属于上市公司股东的净利润为3756万元，同比增加0.16%，每股收益为0.14元，每股净资产为4.50元。公司预计2009年1-9月净利润与上年同期增减变动幅度小于10%
- **收视收入增长高于终端数增长** 截止6月底，公司共拥有的有线数字电视用户终端数为106.38万个，比08年底略微增加了0.48万户。而09年上半年的电视收视收入为1.96亿元，比08年上半年同比增长了20.8%，比08年下半年环比增长了8.8%。收视收入的增长明显高于收视终端数的增长，显示了公司付费频道和交互电视等增值业务的收入贡献增加。
- **付费频道和交互电视业务发展渐现** 在付费频道引进方面，公司完成中央数字电视传媒有限公司平台上第一剧场、央视精品、风云剧场、风云足球等24个付费频道、以及财富天下频道的引进。截止09年6月末，公司拥有的付费频道用户终端数为5万个。交互电视业务方面，公司节目更新量约4250小时，更新率约85%。截止6月末，公司在线节目总量约5,000小时，节目库存量约20,500小时，拥有交互电视用户终端数为7.74万个，比08年底增加了2.55万个。
- **宽频上网用户数和收入实现增长** 在有线宽频业务方面，虽然市场竞争较激烈，但公司通过将部分付费频道与有线宽频业务进行捆绑以及发展宽带大客户（含VPN）市场用户等策略，保持了较稳定的市场份额。09年6月末，有线宽频在网用户数为26.92万户，比08年底增加了1.53万户。09年上半年有线宽频业务实现收入9531万元，较2008年上半年的8735万元增长了9.12%，增长的主要原因是有线宽频用户数的增加。
- **经营区域扩大是趋势** 公司在半年报中表示将要研究跨区域合作成功的经验，争取在跨区域合作上有所突破。“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。因此未来天威视讯未来网络收购特区外的宝安、龙岗、光明新区的有线电视网络和运营的可能性较大，目前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。此外，广电总局鼓励通过有线电视网络跨区域合作或股份制等方式，推动网络整合，促进联合发展。在最近的《关于加快广播电视有线网络发展



的若干意见》中表示，省级广播电视部门要积极争取政府的支持，组织制定切实可行的整合方案，明确整合路线图和时间表，推动具体实施，确保 2010 年底前各省基本完成整合。因此长期来看，全省有线电视网的整合也是可以期待的。

- **现金流充沛** 09 年上半年的经营活动现金流净额 1.46 亿元，每股经营活动现金流为 0.55 元，货币资金从 08 年底的 5.86 亿元增长到 09 年 6 月末的 6.46 亿元。减去借款以后的净现金有 4.46 亿元。由于公司已经完成了数字电视的整体转换，未来几年将不需要大的资本开支，因此充沛的自由现金流更能反映公司的实际价值。
- **毛利率上升** 09 年上半年毛利率为 33.44%，比上年同期增加 1.95 个百分点，显示了付费电视频道等增值业务的贡献增加。
- **销售和管理费用率同比有所上升** 09 年上半年的销售费用率增加到 5.49%（08 年上半年为 4.48%），主要原因是公司的广告宣传费及销售人员增加导致。管理费用率也上升到 12.02%（08 年上半年为 10.4%）。
- **营业税和所得税支出增加** 公司有线数字电视收视维护费的营业税优惠已于 2008 年底到期，且企业所得税税率由 18%提高至 20%，使得 09 年上半年营业税金及附加同比增长 106.6%到 1238 万元，所得税同比增加 24%到 947 万元。
- 我们预计 2009 年到 2011 年的每股收益将分别为 0.30 元、0.36 元、0.61 元。未来公司增值业务的发展和外延扩张都可能超出市场预期，维持“买入”评级。

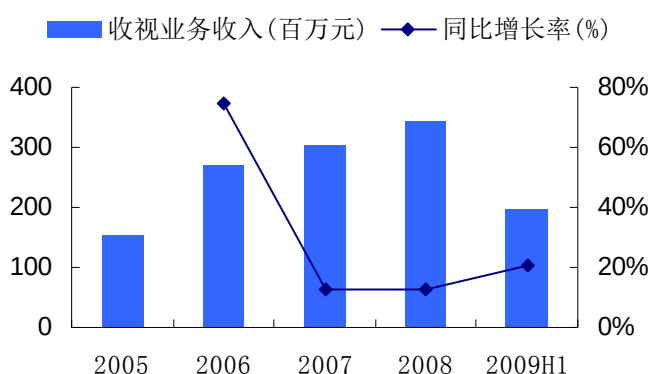
图 1、数字电视收视终端数轻微增长



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

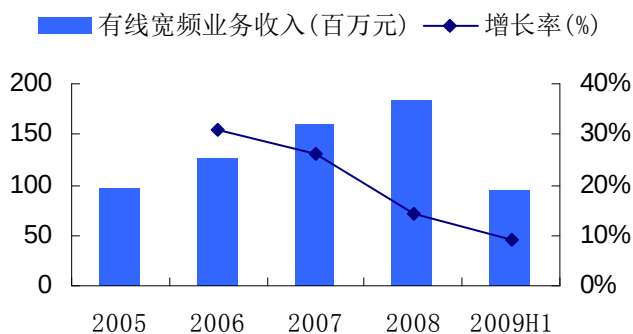


图 2、电视收视收入增长明显高于终端数增长



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

图 3、有线宽频业务收入同比增长 9.1%



资料来源：公司定期报告、第一创业证券研究所

表 1、盈利预测和主要财务指标

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
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	1,443.9	1,706.7	1,747.2	1,798.5
流动负债	452.7	312.2	294.0	272.6
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	79.3	77.5	81.6	84.4
预收帐款	53.7	55.9	61.7	65.4
其他	319.7	178.7	150.7	122.7
长期负债	312.6	190.5	190.5	190.5
长期借款	200.0	100.0	100.0	100.0
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	112.6	90.5	90.5	90.5
负债合计	765.3	502.7	484.5	463.1
少数股东权益	13.9	14.3	14.3	14.3
股本	200.0	267.0	267.0	267.0
资本公积	104.5	492.4	492.4	492.4
留存收益	360.2	430.3	488.9	561.7
股东权益合计	678.6	1,204.1	1,262.6	1,335.5
负债和股东权益	1,443.9	1,706.7	1,747.2	1,798.5

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2007	2008	2009	2010
经营活动现金流	274.8	285.3	379.9	314.7
净利润	70.4	75.4	81.3	97.2
折旧摊销	229.0	246.3	253.0	241.9
财务费用	28.1	24.0	1.1	-1.4
投资损失	0.4	0.7	0.0	0.0
营运资金变动	-53.5	-58.9	8.4	4.9
其它	0.4	-2.1	36.1	-28.0
投资活动现金流	-127.6	-90.2	-100.0	-100.0
资本支出	-87.7	-110.2	-100.0	-100.0
长期投资	-39.9	-2.8	0.0	0.0
其他	0.0	22.8	0.0	0.0
筹资活动现金流	-80.2	173.3	-23.9	-23.0
债务融资	50.0	-250.0	0.0	0.0
权益融资	0.0	451.8	0.0	0.0
其它	-130.2	-28.4	-23.9	-23.0
汇率变动影响	-0.5	-0.5	0.0	0.0
现金净增加额	66.5	368.0	256.0	191.7

三、利润总额	80.8	90.4	101.6	124.7
减: 所得税费用	10.4	15.0	20.3	27.4
四、净利润	70.4	75.4	81.3	97.2
归属母公司净利润	71.3	75.7	81.3	97.2
少数股东损益与调整	-0.8	-0.3	0.0	0.0
五、总股本(万股)	267.0	267.0	267.0	267.0
EPS (元)	0.27	0.28	0.30	0.36

主要财务比率

会计年度	2007	2008	2009	2010
成长能力				
营业收入	4.9%	8.6%	5.6%	6.1%
营业毛利	-1.5%	3.8%	12.3%	11.4%
EBIT	4.1%	-0.4%	4.1%	20.5%
净利润	5.9%	6.2%	7.4%	19.6%
获利能力				
毛利率	33.3%	31.8%	33.8%	35.5%
EBIT/收入	14.6%	13.4%	13.2%	14.9%
净利率	10.9%	10.7%	10.8%	12.2%
ROE	10.7%	6.4%	6.5%	7.4%
ROIC	8.0%	5.8%	6.0%	6.8%
偿债能力				
资产负债率	47.0%	70.5%	72.3%	74.3%
利息保障倍数	2.6	3.6	71.4	-68.4
速动比率	0.51	1.95	2.95	3.88
经营现金净额/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.42	0.43	0.44
应收账款天数	0.88	2.69	2.96	2.96
存货天数	18.91	12.99	13.33	13.33
每股指标 (元)				
EBIT/股本	0.36	0.36	0.37	0.45
每股经营现金流	1.03	1.07	1.42	1.18
每股净资产	2.49	4.46	4.68	4.95
估值比率				
P/E	56.00	52.71	49.10	41.05
P/B	6.00	3.35	3.20	3.02
P/S	6.10	5.62	5.32	5.01
EV/EBITDA	9.84	11.99	11.63	11.34

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