

有线电视/传播与文化产业

2009年8月21日

公司研究

公司点评

维持评级：短期-中性，长期-A

业绩大幅增长在 2011 年，关注外延式扩张预期

——天威视讯(002238)中报点评

报告期内，公司实现营业收入 37,081.21 万元，较上年同期增长 8.74%；实现营业利润 4,338.06 万元，较上年同期增长 9.61%；实现净利润 3,755.60 万元，较上年同期增长 0.16%。公司的营业收入和净利润分别完成了年度计划的 49.44%和 49.42%。每股收益 0.14 元，符合预期。

核心观点

1. 用户终端数量总体略有增长，ARPU 值有所提升

截止报告期末，公司共拥有的有线数字电视用户终端数为 106.38 万个，交互电视用户终端数为 7.74 万个，付费频道用户终端数为 5 万个，有线宽频在网用户数为 26.92 万户；分别比年初增加 0.48 万户、2.55 万户、0.13 万户和 1.53 万户。上半年公司用户综合 ARPU 值为 57.34 元，而上年同期为 54.30 元，增长约 5.59%。

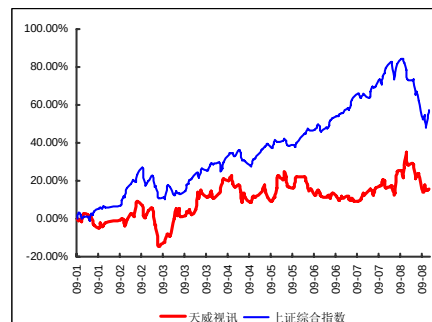
公司各项业务中，电视收视费为 1.96 亿元，同比增长 20.75%；宽带业务收入 0.95 亿元，同比增长 9.12%；节目传输收入 0.43 亿元，同比增长 6.43%。机顶盒销售和入网费收入则出现负增长，这主要是由于电视用户市场基本饱和以及过去年度的入网费摊销减少所致。

2. 付费电视业务有所进展，但推进速度仍有待提高

截止报告期末，公司涉及到付费电视业务的交互式 and 付费频道用户数量合计为 12.74 万户，同比增长了 26.64%。这已成为公司电视收视费同比增长 20.75% 的主要推动力。特别是交互式用户终端的较快增长，说明该业务更容易被市场所接受。

报告期内，公司在付费节目引进方面正加大力度，目前已拥有付费频道 24 个，交互式点播节目库存 20500 小时。同时，公司还努力推广高清付费频道业务和高清点播节目（互动）业务。公司目前为用户传输了央视高清综合、文广新视觉、华诚（CHC）高清、深视高清等四套高清频道；截止报告期末，公司高清点播节目在线节目总量达 1,300 小时。

历史走势：



市场数据：

指标	数值
最新股价	14.91
年内最高	18.00
年内最低	8.61

研究员：归凯

电话：010—84183328

E-mail: guikain@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

为应对 IPTV 和互联网的经营压力，公司未来计划对现有增值业务进行全面改进和提升，增加了数字电视“家庭信息”、“家庭娱乐”等服务功能，争取尽快推出满足用户需求的数字电视新产品。在节目经营方面，将加大引进高质量、高水平、具有吸引力的影视节目力度，满足用户不断提高的对数字电视节目内容的需求。

3、个人宽带业务基本饱和，将加大对企业用户的开发力度

目前深圳宽带市场已基本饱和，而电信运营商推出了 3G 无线上网业务对公司现有宽带业务构成挑战。公司计划未来加强企业（含 VPN）市场的开发，通过提高网络稳定性、提高网速、丰富网内应用等方式提高用户在网率。此外，公司将积极探索和尝试创新型业务合作模式，通过引入有实力的合作伙伴，实现优势互补，降低公司有线宽频业务的运营成本，提升天威有线宽频业务的竞争力。

4、存在外延式扩张预期

公司存在收购深圳关外 150 万户有线电视用户的预期，但历史遗留问题使得收购整合还存在较大困难。公司在中报中表示正积极探索跨区域发展。上述收购的启动有可能将成为刺激公司股价的催化剂，但时间存在不确定性因素。

5、内生性增长短期存在一定增长压力，2010 年出现业绩拐点

公司享受的数字电视收视费自 2006 年 1 月 1 日至 2008 年 12 月 31 日免征营业税的政策已到期，所得税率也将从 2008 年的 18% 过渡到 2009 年的 20% 和 2010 年的 22%。这将对业绩的短期增长有一定压制。于此同时，由于公司整体转换时间较早，折旧摊销费用将从 2011 年起大幅下降近 1 亿元，届时业绩将有大幅度提升。

6、维持“短期中性-长期 A”评级

预计公司 09-11 年每股收益分别为 0.29 元、0.31 元、0.55 元。目前公司对应的 EV/EBITDA 大约为 16 倍，已部分反映了可能的扩张预期，目前估值与其他有线运营商比并无优势，我们维持对公司“短期中性-长期 A”的投资评级。

表 1:天威视讯业绩预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	62,399	65,446	71,064	76,892	83,043	89,686
营业收入	62,399	65,446	71,064	76,892	83,043	89,686
二、营业总成本	55,235	58,404	63,660	68,142	72,817	70,907
营业成本	40,308	43,678	48,470	50,595	53,978	50,224
毛利率	35.40%	33.26%	31.79%	34.20%	35.00%	44%
营业税金及附加	1,094	1,215	1,278	2,691	2,907	3,139
营业税金及附加比率	1.75%	1.86%	1.80%	3.50%	3.50%	3.50%
销售费用	4,413	2,747	3,244	4,229	4,567	4,933
销售费用率	7.07%	4.20%	4.57%	5.50%	5.50%	5.50%

管理费用	7,430	8,280	8,585	9,227	9,965	11,211
管理费用率	11.91%	12.65%	12.08%	12.00%	12.00%	12.50%
财务费用	2,038	2,744	2,103	1,400	1,400	1,400
资产减值损失	-47	-260	-19	0	0	0
三、其他经营收益						
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	-34	-39	-67	300	350	400
汇兑净收益	0	0	0	0	0	0
四、营业利润						
加：营业外收入	664	1,302	1,718	450	100	300
减：营业外支出	170	223	19	0	0	0
五、利润总额						
减：所得税	895	1,040	1,496	1,900	2,349	4,870
综合税率	11.74%	12.86%	16.56%	20%	22%	25%
加：未确认的投资损失	0	0	0			
六、净利润						
减：少数股东损益	105	-85	-32	-30	0	50
归属于母公司所有者的净利润	6,623	7,127	7,572	7,630	8,327	14,560
七、每股收益：						
0.25	0.27	0.28	0.29	0.31	0.55	
八、总股本						
26,700	26,700	26,700	26,700	26,700	26,700	26,700

资料来源:国都证券研究所

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	减持	预计未来6 个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明:本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。