

湘财证券研究所

TMT 研究小组

张良卫

Tel: 021-68634510-8054

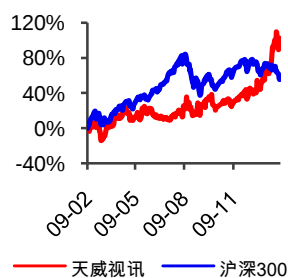
Email: zlw2889@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634518-8331

Email: cg2012@xcsc.com

一年收益率比较



增值业务启动有望，期待规模扩张落实

□ 业绩平稳增长，略低于预期

天威视讯 2009 年实现营业收入 7.56 亿元，同比增长 6.38%；营业利润 8,758 万元，同比增长 19.36%；实现净利润 7,775 万元，同比增长 2.68%；全面摊薄后 EPS 为 0.291 元，业绩平稳增长，基本符合市场预期，略低于我们预期（我们预计 09EPS 为 0.31 元）。

收入增幅低于我们的预期，我们估计主要是由于增值业务的开展并未达到我们的预期；营业利润的增速高于营业收入的增速，前 3 季度营业利润同比出现负增长，而全年出现了大幅度增长，我们判断主要是由于去年 4 季度的营业利润较低（只有去年其它季度的一半左右），今年 4 季度回复正常，且期间费用率有所下降；而营业外收入的减少以及所得税率的上升带来了净利润增速低于营业利润增速。

□ 互动电视用户发展超预期，开启实质性盈利贡献之旅程

截止到 09 年底，有线宽频在网用户数为 28.07 万户，付费电视和互动电视终端分别为 5.29 万个和 12.60 万个（其中高清交互电视用户终端数为 5.65 万个），而去年底互动用户仅为 5.19 万个，互动电视用户增速超过我们的预测，主要是高清业务的推动。公司致力于付费电视和互动电视的发展，积极探索有效的商业模式，付费电视和互动电视节目量的大幅增加为更好的推广增值业务奠定了良好的基础，我们相信未来随着人们收视习惯和观念的形成以及规模效应递增的影响，付费电视和增值业务将成为公司发展的重要动力，增值业务的潜力很大，尤其是在深圳这样发达的地区，规模增加将有效缓解成本压力，形成良性循环的趋势，从而真正提升有线运营商的投资价值。

□ 估值及投资评级

基于我们对公司增值业务发展的预期以及折旧摊销到期形成对业绩的实质性贡献，我们上调公司 10-11 年 EPS 至 0.40 和 0.66 元，对应目前的股价 PE 分别为 66、40 倍，鉴于公司目前的股价水平已经较好的反映了公司未来的成长预期，估值水平较高，但考虑到 10 年关外资产整合是大概率事件，将有效提升公司的价值，我们维持公司“增持”的投资评级。未来股价的催化剂主要来自于（1）关外资产收购的实质性进展；（2）价值链的延伸带来的机会（3）增值业务超预期（4）与电信运营商的合作：渠道共享，多业务捆绑营销、宽带业务合作，错位竞争等。风险在于资产整合进程的不确定性。

表 1：天威视讯分季度利润简表及各指标对比

	1Q08	2Q08	3Q08	1Q09	2Q09	3Q09	同比 (%)	08 1-9	09 1-9	同比 (%)
营业收入	169.76	171.24	184.05	178.88	191.93	190.92	3.73%	525.05	561.73	6.99%
营业成本	116.53	115.16	125.33	118.25	126.09	131.43	4.87%	357.03	375.78	5.25%
营业税金及附加	2.85	3.15	3.82	6.27	6.11	5.94	55.73%	9.81	18.33	86.77%
销售费用	6.31	8.98	7.19	8.48	11.86	8.06	12.08%	22.48	28.40	26.31%
管理费用	18.08	17.37	19.98	21.78	22.78	24.96	24.93%	55.43	69.52	25.42%
财务费用	6.86	6.87	4.66	3.56	3.19	2.01	-56.79%	18.38	8.76	-52.34%
经营性利润	19.14	19.70	23.07	20.53	21.91	18.50	-19.78%	61.91	60.94	-1.56%
资产减值损失	-0.12	-0.74	0.28	0.79	-0.08	0.50	78.09%	-0.58	1.21	-309.22%
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	
净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		0.00	0.00	
投资净收益	-0.10	-0.02	-0.04	0.46	1.19	-0.05	19.70%	-0.16	1.61	-1127.80%
营业利润	19.16	20.42	22.75	20.20	23.18	17.96	-21.04%	62.33	61.34	-1.58%
加：营业外收入	2.41	2.44	2.55	2.42	0.93	4.02	57.35%	7.40	7.37	-0.39%
减：营业外支出	0.00	0.00	0.02	0.03	0.00	0.02	2.71%	0.02	0.06	135.56%
利润总额	21.57	22.85	25.28	22.59	24.11	21.96	-13.15%	69.70	68.66	-1.50%
减：所得税	3.68	3.91	4.19	4.21	5.25	4.86	16.13%	11.77	14.33	21.73%
净利润	17.89	18.95	21.09	18.38	18.86	17.09	-18.95%	57.93	54.33	-6.22%
减：少数股东损益	-0.27	-0.39	-0.06	-0.06	-0.26	0.07	-206.72%	-0.72	-0.25	-64.91%
归属于母公司所有者的净利润	18.16	19.33	21.16	18.44	19.12	17.03	-19.52%	58.65	54.58	-6.94%
每股收益	0.068	0.072	0.079	0.069	0.072	0.064	-19.52%	0.220	0.204	-6.94%
比率										
毛利率	31.4%	32.7%	31.9%	33.9%	34.3%	31.2%	-0.7%	32.0%	33.1%	1.10%
营业税率	1.7%	1.8%	2.1%	3.5%	3.2%	3.1%	1.0%	1.9%	3.3%	1.39%
销售费用率	3.7%	5.2%	3.9%	4.7%	6.2%	4.2%	0.3%	4.3%	5.1%	0.77%
管理费用率	10.7%	10.1%	10.9%	12.2%	11.9%	13.1%	2.2%	10.6%	12.4%	1.82%
财务费用率	4.0%	76.4%	64.8%	42.0%	26.9%	25.0%	-39.8%	81.8%	30.9%	-50.91%
净利润率	10.5%	11.1%	11.5%	10.3%	9.8%	9.0%	-2.5%	11.0%	9.7%	-1.36%
所得税率	17.0%	17.1%	16.6%	18.6%	21.8%	22.1%	5.6%	16.9%	20.9%	3.98%

资料来源：湘财证券研究所

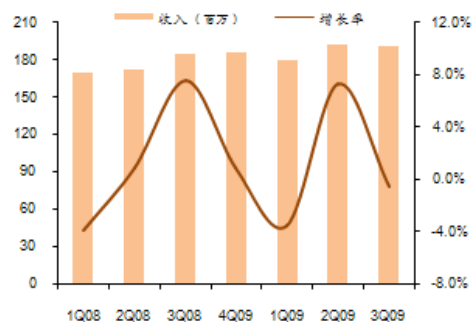
表 2：高清互动业务套餐

高清互动业务套餐一览表

用户类型	业务类型	产品内容		产品价格	说 明
		所含硬件	所含业务		
新申请用户	租用机顶盒	高清互动机顶盒	无	12元/月	1. 同名、同地址、同帐户的用户限租用两台以内的（含两台）高清互动机顶盒。 2. 租机用户如停止订购套餐，将收取12元/月·台的租金。 3. 如租机用户不再缴纳租金，将不再拥有机顶盒的使用权，需返还机顶盒。 4. 租机用户需缴纳押金500元。如需租用智能卡，需另缴押金100元。 5. 用户连续租用六年将获得机顶盒所有权。 6. 天天影院套餐预缴一年到期后按35元/月扣费。
		高清互动机顶盒	天天影院套餐包月	35元/月	
		高清互动机顶盒	天天影院套餐预缴1年	360元	
	购买机顶盒	高清互动机顶盒	无	1000元	
在册用户	租用机顶盒	高清互动机顶盒	无	12元/月	
		高清互动机顶盒	天天影院套餐包月	35元/月	
		高清互动机顶盒	天天影院套餐预缴1年	360元	
	购买机顶盒	高清互动机顶盒	无	800元	用户需返还旧机顶盒
温馨提示		1. 以上产品不包含有线数字电视基本收视维护费（主机：28元/月/台；副机：14元/月/台）。 2. 购买机顶盒的用户如需新购卡，收取100元/卡的智能卡购置费。租机用户暂不受理智能卡购买业务。 3. 新申请用户需缴纳装机工料费100元/台（副机50元/台）。			

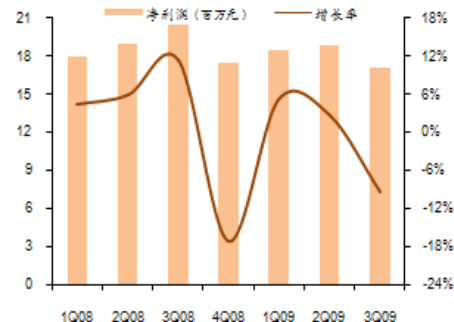
资料来源：公司网站

图 1：公司近几个季度收入稳定



资料来源：湘财证券研究所

图 2：公司净利润基本保持平稳



资料来源：湘财证券研究所

资产负债表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	646	860	1159	1628
现金	586	736	1028	1499
应收账款	5	34	37	39
其他应收款	19	22	23	25
预付账款	18	30	32	29
存货	17	38	40	36
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1061	824	515	206
长期投资	14	21	21	21
固定资产	589	585	527	460
无形资产	31	28	25	22
其他非流动资产	427	190	-59	-297
资产总计	1707	1684	1674	1833
流动负债	312	330	228	224
短期借款	0	0	0	0
应付账款	78	83	87	79
其他流动负债	235	246	142	145
非流动负债	190	100	100	100
长期借款	100	100	100	100
其他非流动负	90	0	0	0
负债合计	503	430	328	324
少数股东权益	14	14	13	12
股本	267	267	267	267
资本公积	382	382	382	382
留存收益	541	592	684	848
归属母公司股东权益	1190	1240	1333	1497
负债和股东权益	1707	1684	1674	1833

现金流量表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	285	406	596	657
净利润	75	77	105	176
折旧摊销	246	238	251	258
财务费用	21	11	-4	-13
投资损失	1	-2	0	0
营运资金变动	-59	169	245	236
其他经营现金	1	-86	-0	-1
投资活动现金流	-90	-229	-186	-186
资本支出	110	90	50	50
长期投资	-3	7	-0	0
其他投资现金	17	-132	-136	-136
筹资活动现金流	173	-27	-119	-1
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-100	0	0	0
普通股增加	67	0	0	0
资本公积增加	382	0	0	0
其他筹资现金	-175	-27	-119	-1
现金净增加额	368	150	291	471

利润表

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	711	756	816	868
营业成本	485	499	526	477
营业税金及附加	13	26	29	30
营业费用	32	39	41	48
管理费用	86	95	98	104
财务费用	21	11	-4	-13
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	-1	2	0	0
营业利润	73	89	127	221
营业外收入	17	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	90	93	131	226
所得税	15	17	26	50
净利润	75	77	105	176
少数股东损益	-0	-0	-1	-1
归属母公司净利润	76	77	106	177
EBITDA	341	337	373	467
EPS (元)	0.28	0.29	0.40	0.66

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	8.6%	6.4%	7.8%	6.4%
营业利润	4.8%	20.7%	42.9%	74.7%
归属于母公司净利润	6.2%	1.8%	37.2%	67.6%
获利能力				
毛利率(%)	31.8%	34.0%	35.5%	45.0%
净利率(%)	24.2%	10.7%	10.2%	13.0%
ROE(%)	6.4%	6.2%	7.9%	11.9%
ROIC(%)	7.0%	11.5%	62.5%	-41.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	29.5%	25.5%	19.6%	17.7%
净负债比率(%)	39.79%	46.56%	30.47%	30.82%
流动比率	2.07	2.61	5.08	7.25
速动比率	2.01	2.49	4.90	7.08
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.45	0.49	0.49
应收账款周转率	26	35	21	21
应付账款周转率	6.18	6.20	6.19	5.76
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.29	0.40	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.52	2.23	2.46
每股净资产(最新摊薄)	4.46	4.64	4.99	5.61
估值比率				
P/E	94.14	92.44	67.35	40.18
P/B	5.99	5.75	5.35	4.76
EV/EBITDA	20	20	18	14

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。