



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2010年2月1日

传媒行业

研究部

分析员：金宇 jinyu@cicc.com.cn

联系人：钟文明 zhongwm@cicc.com.cn

杨磊 yanglei3@cicc.com.cn

下调至审慎推荐

天威视讯(002238.CH)

目标价已过，安全边际下降

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	654.5	710.6	768.0	843.3	927.3
(+/-)	4.9%	8.6%	8.1%	9.8%	10.0%
主营业务利润	205.5	213.2	232.4	297.2	391.3
(+/-)	-2%	4%	9%	28%	32%
净利润	71.3	75.7	78.0	114.2	171.0
(+/-)	8%	6%	3%	46%	50%
每股盈利(元)	0.27	0.28	0.29	0.43	0.64
市盈率	100.0	94.1	91.3	62.4	41.7
市净率	10.71	5.99	5.74	5.36	4.84
EV/EBITDA	23.1	20.0	21.1	20.0	18.0
净资产收益率	10.3%	7.6%	6.4%	8.9%	12.2%
每股经营现金流(元)	1.37	1.07	1.21	1.20	1.23
股价/经营现金	19.4	25.0	22.0	22.2	21.6

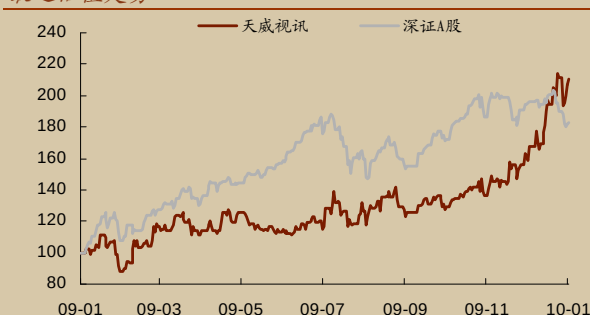
股票信息

A股	
当前股价	人民币26.68
股票代码	002238 CH Equity
日成交量(百万股)	3.5
52周最高价/最低价	人民币27.99/11.01
总市值(百万元)	7124
发行股数(百万股)	267
其中：流通股(百万股)	103
主要股东(持股比例)	深圳广播电影电视集团(61.42%)

最近估值走势

%	一周	一月	三月	年初至今
[002238.CH]	-0.37	+33.13	+62.98	+25.79
[深证A股指数]	-3.58	-6.19	+6.24	-6.76
[中金传媒指数]	-2.72	+8.89	+16.21	+7.29

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资提示：

公司基本面正常良性发展，由于当前股价已超过我们25元的目标价，并已经较好地反映中短期利好预期，考虑到估值水平创历史新高，我们下调天威视讯评级至审慎推荐。

理由：

目标价已过，跑赢大盘62%。公司当前股价为26.68元，已经超过我们目标价25元，并处于历史高位。自09年8月28日以来，上证指数上涨4.5%，天威视讯上涨66.8%，超越大盘指数62.3%。

股价已经反映折旧下降和关外收购预期。2010年，折旧开始下降推动业绩大幅增长和收购关外有线网络资产促使用户数增加1倍以上，一直是我们坚定推荐公司的核心逻辑。我们认为，当前市场对于这两大因素已经有了较好的预期，股价反映也较为充分。

估值水平高企，安全边际下降。当前股价对应公司2010年PE为62.4x，EV/EBITDA为20x，处于板块估值的高端，也处于公司自身历史估值水平的高端，安全边际下降。

减持风险：

市场对于三网融合主题过度追捧。三网融合后续政策细则出台，并实质改变公司盈利情况，如广电拿到互联网出口带宽资质。高清互动用户发展超出预期，增值业务对公司收入贡献比重大幅上升。公司参与广东省网整合的确定性和进程超出预期。

图表 1：历史和预测的财务指标

人民币（百万）		Y2007	Y2008	Y2009E	Y2010E	Y2011E
主营业务收入	总计	654	703	768	843	927
	电视收视业务	305	342	401	458	497
	有线宽频业务	161	183	192	213	243
	广告代理业务	14	10	10	10	10
	节目传输	79	81	82	85	100
	机顶盒销售	46	38	35	30	30
	有线电视工程及入网费	42	39	39	39	39
	其他	7	9	9	9	9
主营业务利润	主营业务利润	205.53	213.16	232.40	297.20	391.31
	主营业务利润率	31%	30%	30%	35%	42%
运营指标	三项费用	-138	-139	-155	-166	-182
	主营业务占比	21.0%	19.8%	20.2%	20%	20%
	经营费用	-27	-32	-42	-46	-51
	主营业务占比	4.2%	4.6%	5.5%	6%	6%
	管理费用	-83	-86	-100	-110	-121
	主营业务占比	12.7%	12.2%	13.0%	13%	13%
	财务费用	-27	-21	-13	-10	-10
	主营业务占比	4%	3%	2%	1%	1%
其他指标	营业利润	70	73	82	136	215
	营业利润率	11%	10%	11%	16%	23%
	投资收益	-0	-1	5	5	5
	营业外收支净额	11	17	15	10	10
	所得税	-10	-15	-19	-32	-54
	有效税率	13%	17%	20%	22%	24%
	净利润	71	76	78	114	171
	净利润率	11%	11%	10%	14%	18%
净利指标	年同比增长	8%	6%	3%	46%	50%
	每股盈利	0.36	0.28	0.29	0.43	0.64
资产负债指标	现金	218	586	624	692	769
	应收帐款	2	5	6	6	7
	存货	23	17	18	19	18
	应付帐款	79	78	84	88	87
	短期借款	-	-	-	-	-
	长期借款	200	100	50	-	-
	流动资本	-153	-153	-164	-172	-182
现金流指标	经营现金流	275	285	323	320	330
	资本开支	192	110	130	150	150

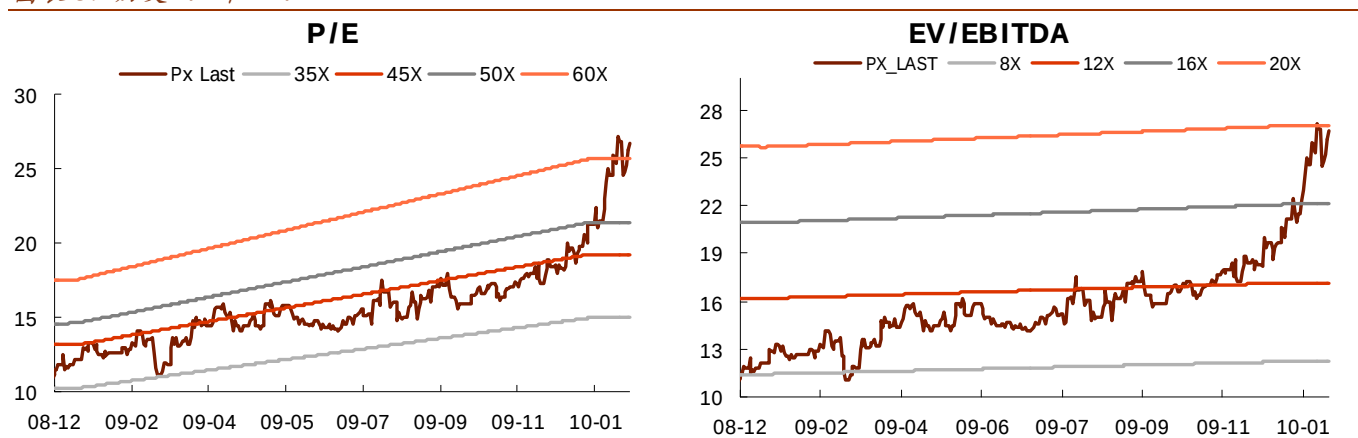
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 可比公司估值

公司列表	股价货币	股价 (2010-1-29)	总市值 (百万元)	投资建议	09E	P/E 10E	11E	09E	P/B 10E	11E	EV/EBITDA		
					09E	10E	11E	09E	10E	11E	09E	10E	11E
中金研究-A股													
有线网络													
歌华有线	CNY	16.93	17,951	审慎推荐	54.5	54.2	48.4	3.9	3.7	3.6	21.6	19.9	16.5
天威视讯	CNY	26.68	7,124	审慎推荐	91.3	62.4	41.7	5.7	5.4	4.8	21.1	20.0	18.0
广电网络	CNY	12.04	5,218	中性	60.7	49.0	44.4	4.3	4.0	3.7	15.5	14.2	13.2
报纸经营													
博瑞传播	CNY	28.89	10,842	推荐	39.9	32.0	27.4	8.8	7.3	6.1	27.7	22.2	18.8
新华传媒	CNY	11.96	10,414	中性	45.1	41.8	38.4	4.4	4.0	3.6	34.6	30.5	28.1
华闻传媒	CNY	6.93	9,426	中性	55.3	49.1	45.8	4.2	3.9	3.6	21.3	17.5	14.9
图书出版													
时代出版	CNY	19.88	7,765	推荐	31.7	28.6	26.2	3.7	3.3	2.9	26.0	24.0	22.3
出版传媒	CNY	12.9	7,107	中性	56.2	48.6	44.5	4.9	4.5	4.1	45.1	38.0	34.2
鑫新股份	CNY	17.02	3,191	无评级	43.5	39.9	Na	3.4	3.1	Na	Na	Na	Na
皖新传媒	CNY	11.8		无评级	34.9	31.1	28.5	4.0	3.2	2.9	Na	Na	Na
电视广告													
电广传媒	CNY	21.79	8,855	中性	123.0	70.5	62.9	5.1	4.7	4.4	24.3	22.4	20.6
中视传媒	CNY	17.49	4,140	中性	61.8	56.5	50.3	4.7	4.4	4.2	37.8	32.0	26.1
户外广告													
北巴传媒	CNY	13.82	5,572	推荐	39.0	26.7	23.1	5.5	4.5	3.8	17.3	15.3	12.8
动漫													
奥飞动漫	CNY	43.5	6,960	中性	67.1	51.1	39.4	5.6	5.2	4.7	45.8	35.3	27.3
影视娱乐													
华谊兄弟	CNY	47.48	7,977	中性	95.3	59.1	42.0	5.6	5.1	4.5	52.3	38.9	27.1
综合													
中信国安	CNY	14.55	22,813	中性	36.6	61.7	51.0	4.1	3.9	3.7	70.7	56.8	50.5
东方明珠	CNY	12.32	39,256	中性	84.8	77.0	72.9	6.0	5.6	5.2	53.0	47.4	44.0
中值													
					55.8	50.1	44.3	4.8	4.5	4.1	31.1	27.2	24.2

资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司研究部

图表 3: 历史 P/E 和 EV/EBITDA



资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。