

动态报告/公司快评

传媒

广播与电视

天威视讯 (002238)

推荐

关联交易点评

(维持评级)

2010年3月8日

关外网络净资产大幅增加

分析师: 陈财茂 chencm@guosen.com.cn 021-60933163

事项:

天威视讯之控股子公司迪威特数字视讯技术有限公司拟分别与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签订合同, 向后者分别提供“迪威特综合业务运营支撑系统软件 V3.0”, 以及系统建设和集成服务, 合同总金额分别为 355 万元, 另外, 系统建成后分别向天宝网络和天隆网络收取 18 万元的年度维护费。

评论:

■ 向关联方销售两套 BOSS 系统, 增厚 EPS 约为 1.4%

天威视讯持有迪威特 75% 的股权, 而天威视讯的大股东深圳广电集团分别持有天宝网络和天隆网络 51% 的股权, 因此迪威特本次向天宝网络和天隆网络分别销售一套 BOSS 系统, 属于关联交易。预计本次交易对天威视讯 2010 年财务业绩的影响为: 增加营业收入 728 万元, 增加净利润 146 万元, 增厚幅度为 1.4%。

- 1、关于营业收入, 因单套软件的销售价格为 355 万元/套, 两套总价为 710 万元; 单套软件的维护费用为 18 万元/年, 2010 年按照半年计算, 两套软件的维护费用共计 18 万元, 即增加 2010 年的营业收入为 728 万元。
- 2、关于净利润, 迪威特 2008 年新增 BOSS 系统的营业收入 756 万元, 使得该公司从 2007 年经亏损 162 万元, 下降为 2008 年经亏损 0.6 万元, 相当于 BOSS 系统的销售新增了 161 万元利润, 净利润为 21.4%。对于天威视讯本次关联交易, 我们简单按照 20% 的净利率计算, 增加净利润 146 万元, 增厚幅度为 1.4%。

■ 关联交易中披露关外资产状况, 净资产缘何大幅增加?

本次关联交易中, 同时披露了关外有线网络资产 2009 年的财务状况, 天宝网络 2009 年净利润 3015 万元, 天隆网络净利润 3222 万元, 分别同比增长了 23% 和 2.6%, 两者合计净利润 6236 万元, 同比增长 11.5%。

- 1、关于用户规模, 并没有关外用户的确切数据, 我们判断 2009 年底用户规模达到 130 万户。根据天隆和天宝 2009 年的收入规模推算, 两者收入合计 3.25 亿元, 按照 16 元/月的模拟电视收视费计算, 用户规模最多 169 万户, 2008 年底的上限是 158 万户。但是这种计算显然存在高估, 原因包括忽略了广告收入、工程和入网费收入、第二终端的收入等等。如果按照市场普遍预期的 2008 年 120 万户规模计算, 2009 年底, 用户规模估计已经达到了 130 万户, 由于广告行业在 2009 年处于低迷期, 我们判断天隆和天宝 2009 年的收入增量主要由新增用户贡献。关外用户: 关内用户为 130 万户: 80 万户, 也符合关内和关外的人口比例关系。
- 2、关于数字化整转, 我们判断 2009 年末天隆和天宝并未开始数字化整转, 尽管两者 2009 年合计营业收入同比增长 7.4%, 但是我们认为这并非数字化整转提价引起的, 因为在收入增加 2243 万元的同时, 净利润增加了 645 万元, 增量收入的净利率达到了 28.8%, 高于存量资产 18.5% 的净利率, 与数字化整转时净利率下降并不相符 (需要考虑

资本开支以及相应的折旧摊销)。

- 3、**关于关外资产的改组**，从天隆和天宝的法人代表、注册资本看，均未发生变化，但是天隆和天宝的净资产都出现了很明显的增加，2009 年分别增加了 1.17 亿元和 1.47 亿元，这并不能用净利率的变化进行解释，天隆和天宝 2009 年的净利润分别为 3222 万元和 3015 万元，而两者的注册资本未发生变化，意味着也没有发生增资扩股。那问题是如何解释天隆和天宝两者净资产的大幅增加呢？可能性包括：（1）因两者财务数据并未经过审计，存在差错。（2）天隆和天宝账面上存在可供出售金融资产巨大浮赢。（3）天隆和天宝采取权益法核算的对外股权投资发生净资产变化。（4）**两者内部资产重组，发生资产重估**。而天隆和天宝两者同时存在净资产巨大增加，若用前三种情况来解释，真可谓巧合，而用第四种情况解释，则在情理之中。

■ 维持“推荐”评级

因前面对关联交易的评估，我们将天威视讯 2010 年的 EPS 从 0.39 元上调为 0.40 元，2009 和 2011 年 EPS 未作调整，仍为 0.29 和 0.68 元。当前股价下，2009-2011 年 PE 分别为 84、65 和 35 倍，EV/EBITDA 分别为 20、18 和 17 倍。若考虑关外资产 130 万户，600 元/户的收购价格，则收购需要耗资 7.8 亿元，若假定 23 元的增发价，并且按照关外资产全额收购计算，约增厚 EPS 为 0.10 元，若此，考虑对关外资产的收购 2010-2011 年 EPS 分别可以达到 0.50 元和 0.78 元，按照 2011 年 30 倍 PE 计算，天威的每股价值为 23.5 元，对应的市值为 71 亿元，对应每户市值 3367 元/户。因此，若仅仅考虑机顶盒摊销结束以及关外资产重组，当前股价已经比较合理。但是我们认为天威仍旧存在作为广东省省网整合平台的可能，关外资产收购完成后，数字化整转也同样能贡献增量利润。因此，维持“推荐”评级。

表1：深圳关外有线网络资产状况

单位，百万，%	2008	2009	变化(率)	2008	2009	变化(率)
	宝安-天宝网络			龙岗-天隆网络		
注册资本	200.0	200.0	0.0	200.0	200.0	0.0
总资产	454.8	597.8	143.0	327.0	450.6	123.6
净资产	408.5	555.6	147.1	291.4	408.1	116.7
主营业务收入	152.0	164.9	8.5%	150.5	160.0	6.3%
净利润	24.5	30.1	23.0%	31.4	32.2	2.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

表2：天威视讯财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	586	697	661	783	营业收入	711	753	808	857
应收款项	24	25	27	28	营业成本	485	507	515	458
存货净额	17	17	17	15	营业税金及附加	13	23	24	26
其他流动资产	18	19	20	21	销售费用	32	41	44	47
流动资产合计	646	758	725	848	管理费用	86	90	97	103
固定资产	653	698	701	673	财务费用	21	4	(2)	(8)
无形资产及其他	31	31	31	31	投资收益	(1)	2	0	0
投资性房地产	363	247	153	141	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	14	27	27	27	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1707	1761	1636	1720	营业利润	73	90	129	231
短期借款及交易性金融负债	100	100	0	0	营业外净收支	17	5	5	5
应付款项	78	70	69	59	利润总额	90	95	134	236
其他流动负债	135	139	141	127	所得税费用	15	18	29	55
流动负债合计	312	309	210	185	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(1)
长期借款及应付债券	100	100	0	0	归属于母公司净利润	76	77	106	181
其他长期负债	90	90	90	90					
长期负债合计	190	190	90	90	现金流量表（百万元）	2008	2009E	2010E	2011E
负债合计	503	499	301	276	净利润	76	77	106	181
少数股东权益	14	14	14	13	资产减值准备	2	(0)	(0)	0
股东权益	1190	1248	1322	1430	折旧摊销	246	241	232	159
负债和股东权益总计	1707	1761	1636	1720	公允价值变动损失	(0)	0	0	0
					财务费用	21	4	(2)	(8)
关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	(20)	(5)	(2)	(25)
每股收益	0.28	0.29	0.40	0.68	其它	(3)	(0)	(0)	(1)
每股红利	0.07	0.07	0.12	0.27	经营活动现金流	302	313	336	315
每股净资产	4.46	4.67	4.95	5.36	资本开支	(123)	(170)	(140)	(120)
ROIC	6%	7%	13%	23%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	6%	8%	13%	投资活动现金流	(117)	(183)	(140)	(120)
毛利率	32%	33%	36%	47%	权益性融资	452	0	0	0
EBIT Margin	13%	12%	16%	26%	负债净变化	(100)	0	(100)	0
EBITDA Margin	48%	44%	44%	45%	支付股利、利息	(20)	(19)	(32)	(73)
收入增长	9%	6%	7%	6%	其它融资现金流	(29)	0	(100)	0
净利润增长率	6%	2%	37%	71%	融资活动现金流	183	(19)	(232)	(73)
资产负债率	30%	29%	19%	17%	现金净变动	368	111	(36)	122
息率	0.3%	0.3%	0.5%	1.1%	货币资金的期初余额	218	586	697	661
P/E	83.8	82.4	60.0	35.0	货币资金的期末余额	586	697	661	783
P/B	5.3	5.1	4.8	4.4	企业自由现金流	182	140	190	185
EV/EBITDA	19.2	19.7	17.7	16.6	权益自由现金流	54	137	(8)	191

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%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
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。