

三网融合

天威视讯 (002238.SZ) / 22.15 元

主营平稳，三网融合受益暂不明确

事 项

2010 年 1 月 13 日，国务院常务会议决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合，“三网融合”获得政策上的准生证，并有可能在近期进入实质性建设阶段。之后 2010 年 4 月 2 日和 4 月 26 日，广电总局和工信部两次联合向国务院上报三网融合的试点方案，但均因双方存在分歧或缺乏可操作性而被国务院驳回，预计两部门将在 5 月底 6 月初再次向国务院上报试点方案。

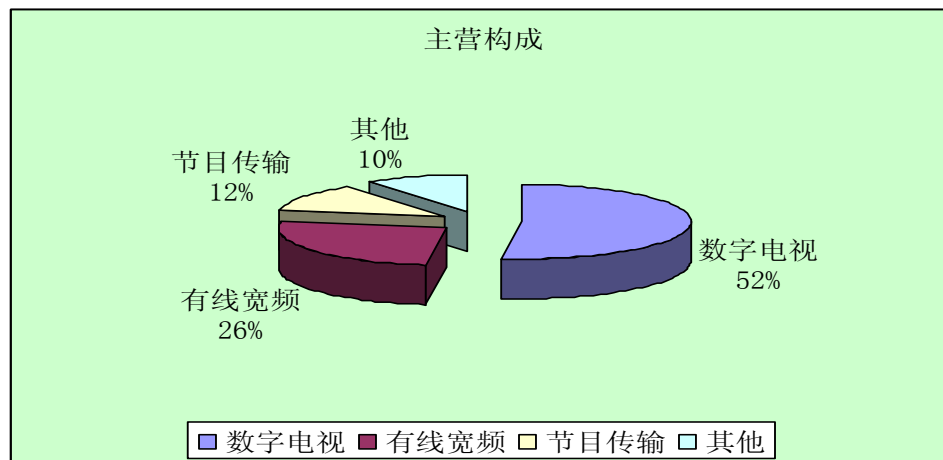
与此同时，深圳已经在申请成为三网融合第一批试点城市。天威视讯是深圳唯一的有线网络运营商方面的上市公司。2010 年 5 月 18 日，华创证券联合四家基金和一家私募资产管理公司，对该公司生产经营情况和三网融合方面的准备进行调研。

主要观点

1、天威视讯主营业务垄断地位明显，主营业务将继续平稳发展。

1) 公司主要有三块业务：有线数字电视业务，有线宽频业务，节目传输业务(见图 1)。

图表 1



资料来源：公司公告 华创证券

我们看到 2009 年对 2008 年的增长：有线数字电视业务增长 13%，有线宽频增长 5%，节目传输 6%。2008 年对 2007 年的增长：有线数字电视业务增长 12.5%，有线宽频增长 14.4%，节目传输 3.8%（见图 2）。

研究员：高利

联系人：柴银辉

刘洪军

Tel: 010-59370861

010-59370828

Email: chaiyinhui@hczq.com

liuhongjun@hczq.com

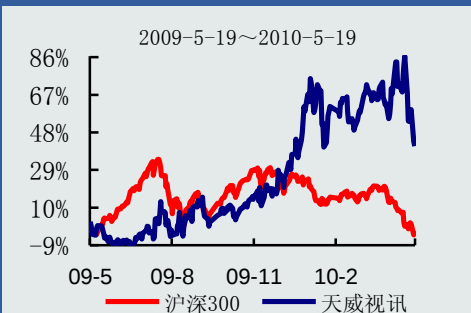
投资评级

投资评级:	谨慎推荐
评级变动:	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	26700
流通 A 股/B 股(万股)	10299/0
资产负债率(%)	26.42
每股净资产(元)	4.65
市盈率(倍)	74.72
市净率(倍)	4.71
12 个月内最高/最低价	29.98/13.81

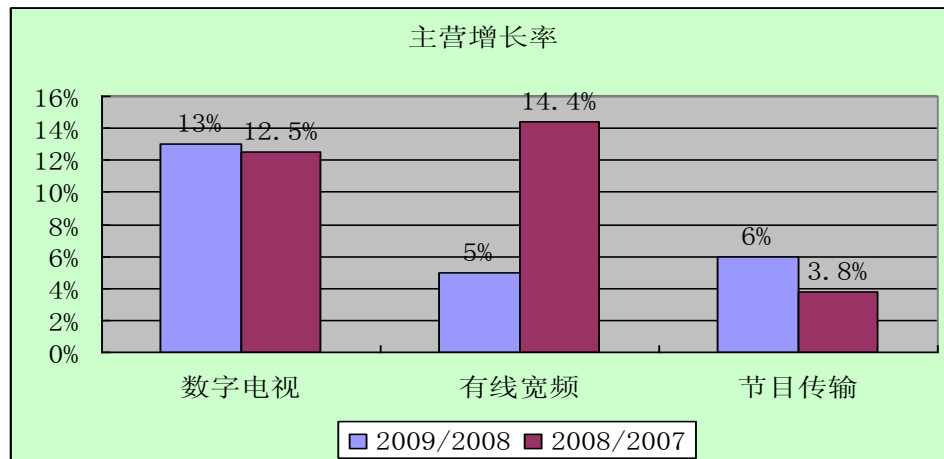
市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

图表 2



资料来源：公司公告 华创证券

有线数字电视业务由于高清互动付费节目的强劲发展支撑整体有线数字电视业务主营收入持续两位数高速增长，节目传输业务保持适度增长，但有线宽频业务 2009 年增长明显放缓。

2) 深圳市关内除因为历史原因导致蛇口约 6 万有线数字电视用户不归属天威视讯外，其余各区包括南油在内都已纳入天威视讯囊中，其用户数从 2007 年的 100 万户增长为 2008 年的 105.9 万户以及 2009 年 107.85 万户，主营业务收入有垄断地位，稳中有升，但缺乏高成长空间。有线宽频用户数从 2007 年的 27.3 万户增长为 2009 年的 27.39 万户，也已经进入稳定期。

3) 公司面临的隐忧：有线电视业务和有线宽频业务新增用户数比较缓慢。其中有有线数字电视业务，因为深圳关外宝安，光明，龙岗三区由于政策原因一直不能转变为天威视讯的用户，而关内已有住房家庭再开发新用户潜力不大，加之关内用于新建居民住宅的土地越来越少使得新建小区，居民新拥有住房越来越少，我们保守预计预计 2010 年，2011 年，2012 年其有效有线电视用户数分别为 109.9 万户，111.4 万户，112.4 万户。有线宽带方面，由于深圳电信 5 月 17 日已经宣布将把现有的 ADSL 网络从 2M 升级到 4M，性价比优于有线宽频，且由于有线宽频业务体验不佳（共享式带宽分配策略导致周末网速显著下降，且公司考虑降低互联网接入的结算费用，根据自身需要灵活调整出局端口的供应商，各供应商端口速度及质量不一致也影响到服务质量），因此，有线宽频新增用户难度很大，我们保守预计 2010 年，2011 年，2012 年其有效有线宽频用户数分别为 29.57 万户，30.77 万户，31.77 万户。

2、市场憧憬的高清互动交互付费增值业务需要持续加大力度推广，综合 ARPU 值仍有待提升。

1) 2009 年 9 月 28 日，天威视讯全面启动“深圳高清互动家庭计划”，用户可以根据自己的意愿对电视节目暂停，回播（前一周的），点播等时移，回放，录像业务以及在线查询股票信息，天气，交通等生活咨询，在线游戏等新型增值业务。截止到 2009 年底发展了交互电视用户 12.6 万，其中高清交互电视用户 5.65 万，付费频道用户 5.29 万。

2) 据我们测算，有线数字电视用户综合（普通用户加上高清互动用户，下同）平均 ARPU 值 2009 年为 29.9 元（2007 年和 2008 年分别为 25.4 元和 26.9 元），但高清互动用户平均 ARPU 值高达 40.7 元（2009 年），大大高于有线数字电视用户的平均 ARPU 值（深圳普通有线电视数字电视用户月租为 28 元）。2009 年有线数字电视业务收入增长 13%，其中高清付费业务贡献了 85% 以上。

3) 另外，公司表示如果发展到 30 万用户，将有力的推动各种增值业务的大发展及推升公司利润的增长，公司也打算在今年倾尽全力发展 20 万户高清交互电视用户，我们认为在公司大力推广下，加上今年 6 月 11 日南非世界杯开赛，深圳关内大量球迷由于上班冲突等原因不能及时观看球赛，不排除其中部分球迷将开通高清互动业务来达到观看比赛的意愿，因此今年全年有望完成或接近完成 20 万用户的目标，其综合 ARPU 值可望从 29.9 元提升到约 36 元，继续提升 ARPU 值的空间仍然很大。

3、从三网融合中受益尚不明确，但短期内也不会对公司业绩形成有力冲击。

1) 尽管国家关于三网融合的最后政策没有最终出台，但公司明确表示考虑投入产出比以及资金现状，一般不会以上市公司的名义投资大量资金建设 NGB（除非政府强力支持和资助），也不会投资大量资金购买相关设备去建设和开展竞争对手的传统话音业务，而且，不管是从国内还是国外来看，传统话音业务早已开始走下坡路，不是未来驱动业绩提升的主要增长点。另外，考虑国家终将在试点期间采取不对称管制，公司既有的有线数字电视主营业务短期内不会受到有力冲击，整体业绩不会遭受大的变动。

2) 三网融合的大政策下，市场预期天威视讯将成为深圳市网（尤其是关外的宝安，光明，龙岗三区的网络）的整合操作者，甚至成为广东省省网的整合/资本平台。据深入了解，由于各地的有线电视网络发展初期非常不规范，网络规模小，技术规范不统一，利益集团众多，且政府政策往往不连贯，使得整合的可操作性比较差，整合工作一拖再拖，整合的难度很高，仅深圳市关外的宝安，光明，龙岗三区的网络就难以整合（现状是深圳市广电集团和三区的的地方国资委分别成立了三家公司：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，深圳市天业广播电视网络股份有限公司，深圳广电集团占其中 51% 的股份，地方占 49% 的股份，从股权上看和天威视讯没有归属关系）。

3) 另外，广东省内还有另外一家成立时间较早，实力雄厚的南方传媒公司也在省级广播电视主管部门和政府决策者的考虑视野内，因此，我们认为，天威视讯成为深圳市关内关外有线电视网络的潜在整合者尚可籍深圳市政府强烈希望成为三网融合第一批试点城市而期待，但成为广东省有线电视网络的整合者短期看将相当困难。

风险因素：高清互动业务用户发展不达预期。

股价潜在的催化因素：

- 1、高清互动用户发展超预期；
- 2、深圳市成为三网融合第一批试点城市后将从资金上（如注资）、政策上（税收优惠等）大力扶持；
- 3、三网融合政策性利好（降低互联网网间结算费用等）；

考虑到公司主营业务发展非常平稳，巨额长期摊销费用将在 2010 年摊销完毕，新的设备开支不大，高清互动增值业务在 2010 年下半年或 2011 年可能超预期，我们预计 2010 年至 2012 年 EPS 为 0.33 元，0.47 元，0.60 元，对应行业平均 45 倍的 PE，我们对公司的评级为“谨慎推荐”。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	694	774	845	921
现金	660	725	798	878
应收账款	5	4	5	5
其它应收款	9	14	14	12
预付账款	7	12	12	10
存货	13	18	16	16
其他	0	0	0	0
非流动资产	1020	698	488	310
长期投资	21	19	18	19
固定资产	562	475	385	296
无形资产	33	32	31	30
其他	404	172	55	-34
资产总计	1714	1471	1334	1232
流动负债	326	381	441	450
短期借款	0	50	50	50
应付账款	130	96	101	109
其他	196	235	290	291
非流动负债	127	143	187	186
长期借款	50	50	100	100
其他	77	93	87	86
负债合计	453	524	627	636
少数股东权益	20	20	20	21
股本	267	267	267	267
资本公积金	382	382	382	382
留存收益	593	654	753	875
归属母公司股东权益	1241	1302	1402	1524
负债和股东权益	1714	1846	2050	2180

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	313	545	401	346
净利润	80	88	127	162
折旧摊销	239	230	111	91
财务费用	10	-6	-7	-9
投资损失	-2	-0	-1	-1
营运资金变动	-10	219	177	103
其它	-4	14	-5	-1
投资活动现金流	-133	-134	-19	-2
资本支出	128	0	0	0
长期投资	-5	-1	-1	1
其他	-10	-134	-20	-1
筹资活动现金流	-107	-21	-19	-31
短期借款	0	50	0	0
长期借款	-50	0	50	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-57	-71	-69	-31
现金净增加额	73	391	363	313

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	753	791	860	904
营业成本	502	532	527	499
营业税金及附加	25	28	30	32
营业费用	38	45	53	62
管理费用	94	96	111	128
财务费用	10	-6	-7	-9
资产减值损失	1	1	0	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	1	1
营业利润	84	96	148	194
营业外收入	13	14	15	14
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	97	110	162	207
所得税	17	22	35	45
净利润	80	88	127	162
少数股东损益	1	0	0	1
归属母公司净利润	78	88	126	161
EBITDA	334	320	251	276
EPS（元）	0.29	0.33	0.47	0.60

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	5.9%	5.1%	8.8%	5.1%
营业利润	15.2%	13.9%	53.3%	31.3%
归属母公司净利润	3.3%	12.5%	43.6%	27.9%
获利能力				
毛利率	33.3%	32.8%	38.8%	44.8%
净利率	10.4%	11.1%	14.7%	17.9%
ROE	6.3%	6.8%	9.0%	10.6%
ROIC	8.6%	19.5%	-699.1%	-48.6%
偿债能力				
资产负债率	26.4%	28.4%	30.6%	29.2%
净负债比率	22.08%	28.62%	31.88%	31.46%
流动比率	2.13	2.03	1.92	2.05
速动比率	2.08	1.98	1.88	2.01
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.50	0.61	0.71
应收帐款周转率	141	168	191	186
应付帐款周转率	4.84	4.72	5.36	4.76
每股指标(元)				
每股收益	0.29	0.33	0.47	0.60
每股经营现金	1.17	2.04	1.50	1.29
每股净资产	4.65	4.88	5.25	5.71
估值比率				
P/E	74.72	66.44	46.26	36.18
P/B	4.71	4.49	4.17	3.83
EV/EBITDA	16	16	21	19

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

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。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801