

强烈推荐-A (维持)

天威视讯 002238.SZ

目标估值: NA

当前股价: 20.22 元

2010 年 7 月 22 日

基础数据

上证综指	2,562
总股本(万股)	26,700
已上市流通股(万股)	10,299
总市值(亿元)	54
流通市值(亿元)	21
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	6.1
资产负债率	26.6%
主要股东	深圳广电集团
主要股东持股比例	61.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-20	33
相对表现	-9	0	56



相关报告

1、《天威视讯税收压力加大放缓盈利增长，后续催化剂众多》

4/29/10

2、《天威视讯电视增值业务发展是亮点，用户 ARPU 值提升明显》

3/31/10

3、《天威视讯经营能力优秀，高清交互业务发展令人惊喜》

1/28/10

赵宇杰

0755-82943293

zhaoyj@cmschina.com.cn

S1090208050196

精耕细作面临用户规模瓶颈，高清交互仍是亮点

公司发布上半年业绩快报，低于市场和我们预期。公司上半年收入 3.87 亿，同比增长 4.3%，增速有所放缓；营业利润为 0.43 亿，同比下滑 0.2%，主要是公司去年 9 月底以来推广高清交互业务相应增加了部分折旧，使公司整体营业利润率与去年同期相比下降 0.5 个百分点，降为 11.2%；归属母公司所有者净利润 0.35 亿，同比下降 7.8%，主要是营业外收入减少和所得税率由去年 20% 提升到今年 22%；每股盈利 0.13 元。

公司上半年数字电视用户终端数和宽带用户保持平稳增长态势。数字电视用户终端数为 109 万，比去年底增加 1.1 万，发展势头好于去年同期（去年同期仅增 0.5 万终端）；宽带用户 29.2 万户，比去年底新增 1.2 万，保持平稳增长。不过上述两大业务与公司全年分别计划发展 5.5 万和 4.5 万终端相比有一定差距。电视增值业务领域，高清交互发展是亮点，而付费频道业务发展则面临一定的挑战。上半年交互用户终端数为 17.9 万，比去年底增加 5.3 万，其中高清交互终端已达到 12.1 万，比去年底增加 6.5 万，而标清交互终端为 5.7 万，比去年减少 1.2 万，我们判断该部分减少的用户基本都升级为高清交互用户，这表明高清交互业务更受消费者青睐；而由于目前国内付费频道缺乏足够吸引用户的优质及差异化内容，上半年付费频道用户减少 0.3 万户，降为 5 万户。

我们认为公司后续值得关注的催化剂：1、我们判断公司关外整合进程在加快。一方面是深圳成为三网融合试点城市，广电、电信将双向进入，目前深圳分散的有线网络格局在与统一的电信运营商竞争时将处于不利地位；另一方面广东省网整合已开始启动，广电总局要求今年各省网络整合要基本完毕，这将倒逼天威及其大股东要加快关外网络整合步伐；2、深圳成为试点城市后，将有利于公司获取政策方面特别是税收方面的优惠，有可能会获得高新企业 15% 的所得税优惠（我们认为存在可能性，去年歌华就凭借高清互动电视业务取得 15% 的所得税优惠），则公司业绩未来有进一步上调空间；3、公司今年开始积极利用平台价值和用户基础发展增值业务，其中电视时移回看和发展 EPG 广告等功能就是有益尝试。

继续维持“强烈推荐-A”的投资评级。我们下调公司未来电视业务与宽带业务用户发展速度，将 10~12 年 EPS 由此前 0.33 元、0.63 元和 0.71 元，下调为 0.27 元、0.59 元和 0.66 元。

风险提示：关外整合进程可能低于市场预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	711	753	817	904	968
同比增长	9%	6%	8%	11%	7%
营业利润(百万元)	73	84	89	205	234
同比增长	5%	15%	6%	130%	14%
净利润(百万元)	76	78	73	158	177
同比增长	6%	3%	-7%	116%	12%
每股收益(元)	0.28	0.29	0.27	0.59	0.66
PE	71.3	69.0	74.0	34.2	30.5
PB	16.7	17.3	15.0	10.1	9.4

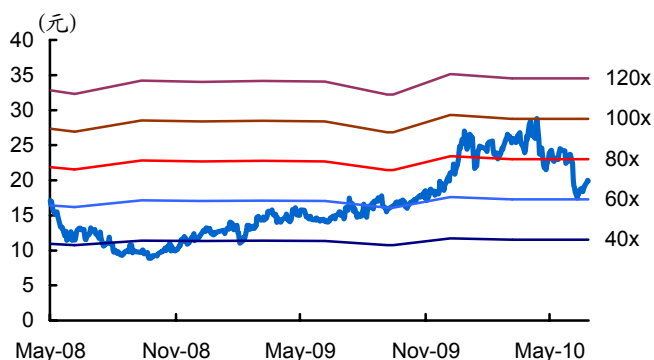
资料来源：招商证券

表 1、分季度财务数据对照表

单位: 百万元	09Q1	09Q2	10Q1	10Q2	09H	10H	09N	10E
营业收入	178.9	191.9	190.4	196.3	370.8	386.8	752.8	816.5
同比增长	5.4%	12.1%	6.5%	2.3%	8.7%	4.3%	5.9%	8.5%
营业利润	20.2	23.2	21.7	21.6	43.4	43.3	84.5	89.2
同比增长	5.4%	13.5%	7.3%	-6.8%	9.6%	-0.2%	15.2%	5.6%
营业利润率	11.3%	12.1%	11.4%	11.0%	11.7%	11.2%	11.2%	10.9%
营业外收支合计	2.4	0.9	0.8	1.6	3.3	2.4	12.3	5.7
利润总额	22.6	24.1	22.4	23.2	46.7	45.7	96.8	94.9
同比增长	4.7%	5.5%	-0.6%	-3.6%	5.1%	-2.2%	7.1%	-1.9%
利润率	12.6%	12.6%	11.8%	11.8%	12.6%	11.8%	12.9%	11.6%
归属母公司所有者的净利润	18.4	19.1	17.0	17.6	37.6	34.6	78.2	72.9
同比增长	1.5%	-1.1%	-7.6%	-8.0%	0.2%	-7.8%	3.3%	-6.7%
每股收益 (摊薄)	0.07	0.07	0.06	0.07	0.14	0.13	0.29	0.27

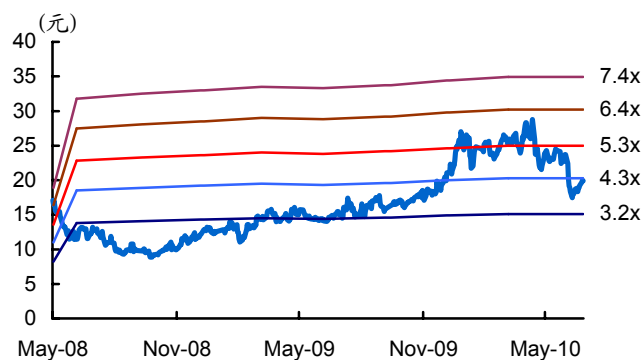
资料来源: 招商证券研发中心

图 1、天威视讯历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2、天威视讯历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

表 2、盈利预测表

分业务收入 (单位: 百万)	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
电视收视业务收入	342	388	428	477	516	557	600	660
有线宽频业务收入	183	192	215	243	271	298	326	355
节目传输收入	81	87	83	85	86	87	88	88
机顶盒销售收入	38	32	30	34	25	22	22	22
有线电视工程及入网费收入	39	28	30	30	30	30	30	30
广告代理业务收入	10	11	12	15	18	20	22	25
业务运营支撑系统	8	4	8	10	13	15	18	20
其他业务收入	9	10	10	10	10	10	10	10
合计	711	753	817	904	968	1,038	1,115	1,210
分业务收入增速	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
电视收视业务收入	12.3%	13.4%	10.3%	11.5%	8.1%	7.9%	7.8%	10.1%
有线宽频业务收入	14%	5%	12%	13%	11%	10%	9%	9%
节目传输收入	3.2%	6.3%	-3.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	0%
机顶盒销售收入	-17%	-15%	-8%	12%	-26%	-12%	0%	0%
有线电视工程及入网费收入	-8%	-28%	5.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0%
广告代理业务收入	-31%	9%	12%	25%	20%	11%	10%	14%
业务运营支撑系统		30%	40%	40%	30%	30%	30%	30%
其他业务	20%	15%	-6%	5%	0%	0%	0%	0%
合计	8.6%	5.9%	8.5%	10.7%	7.1%	7.2%	7.4%	8.5%
其他主要盈利预测(单位: 百万)	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业成本/营业收入	68.2%	68.5%	67.5%	58.9%	59.5%	61.0%	61.0%	61.0%
经营费用比率	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
管理费用比率	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
财务费用	21	10	2	1	1	1	0	0
经营现金流	285	313	185	270	305	321	343	350
净利润	75	80	74	160	180	198	215	202
EPS	0.28	0.29	0.27	0.59	0.66	0.73	0.79	0.74

资料来源: 公司公告、招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	646	694	725	823	932
现金	586	660	686	784	890
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	5	5	6	7	7
其它应收款	19	9	7	7	7
存货	17	13	13	12	12
其他	18	7	12	14	15
非流动资产	1,061	1,020	969	946	928
长期股权投资	14	21	21	21	21
固定资产	589	562	558	573	585
无形资产	31	33	30	27	24
其他	427	404	360	325	297
资产总计	1,707	1,714	1,694	1,769	1,859
流动负债	312	326	258	244	252
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	78	130	111	101	106
预收账款	56	59	67	61	63
其他	179	138	81	82	83
长期负债	190	127	130	130	130
长期借款	100	50	50	50	50
其他	90	77	80	80	80
负债合计	503	453	388	374	382
股本	267	267	267	267	267
资本公积金	382	382	382	382	382
留存收益	541	593	636	723	803
少数股东权益	14	20	21	23	26
母公司所有者权益	1,190	1,241	1,285	1,372	1,451
负债及权益合计	1,707	1,714	1,694	1,769	1,859

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	285	313	185	270	305
净利润	76	78	73	158	177
折旧摊销	0	0	132	123	118
财务费用	0	0	2	1	1
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(22)	(15)	6
其它	210	235	0	3	3
投资活动现金流	(90)	(133)	(81)	(100)	(100)
资本支出	0	0	(80)	(100)	(100)
其他投资	(90)	(133)	(1)	0	0
筹资活动现金流	173	(107)	(77)	(72)	(98)
借款变动	0	0	(50)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(29)	(71)	(97)
其他	173	(107)	2	(1)	(1)
现金净增加额	369	73	27	98	106

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	711	753	817	904	968
营业成本	485	502	554	506	528
营业税金及附加	13	25	28	31	33
营业费用	32	38	42	47	50
管理费用	86	94	102	114	122
财务费用	21	10	2	1	1
资产减值损失	(0)	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	2	0	0	0
营业利润	73	84	89	205	234
营业外收入	17	13	6	6	6
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	90	97	95	211	240
所得税	15	17	21	51	60
净利润	75	80	74	160	180
少数股东损益	(0)	1	1	2	3
母公司所有者净利润	76	78	73	158	177
EPS (元)	0.28	0.29	0.27	0.59	0.66

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	9%	6%	8%	11%	7%
营业利润	5%	15%	6%	130%	14%
净利润	6%	3%	-7%	116%	12%
获利能力					
毛利率	31.8%	33.3%	32.1%	44.0%	45.5%
净利率	10.7%	10.4%	8.9%	17.5%	18.3%
ROE	6.4%	6.3%	5.7%	11.5%	12.2%
ROIC	5.6%	5.7%	5.2%	10.9%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	29.5%	26.4%	22.9%	21.1%	20.5%
净负债比率	11.7%	5.8%	3.0%	2.8%	2.7%
流动比率	2.1	2.1	2.8	3.4	3.7
速动比率	2.0	2.1	2.8	3.3	3.6
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	24.0	32.8	42.3	40.4	43.2
应收帐款周转率	206.2	141.3	145.3	145.9	143.7
应付帐款周转率	6.2	4.8	4.6	4.8	5.1
每股资料(元)					
每股收益	0.28	0.29	0.27	0.59	0.66
每股经营现金	1.07	1.17	0.69	1.01	1.14
每股净资产	4.46	4.65	4.81	5.14	5.44
每股股利	0.10	0.10	0.11	0.27	0.36
估值比率					
PE	71.3	69.0	74.0	34.2	30.5
PB	4.5	4.3	4.2	3.9	3.7
EV/EBITDA	16.7	17.3	15.0	10.1	9.4

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位，招商证券研发中心研究副董事。获 2009 年《新财富》传播与文化行业最佳分析师第二名。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 6 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

行业层面创新性提出传媒行业具有“势能”、“动能”两大商业天赋，总结出“势能法则”，并将传媒划分为三代媒体形态，每一代媒体具有不同的势能和动能。公司层面深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。