

业绩下滑预期之内，静待融合变局

天威视讯 (002238)
评级: 增持 (维持)
股价: 22.60 元
跟踪报告

2010 年 08 月 17 日 星期二

TMT 小组

康志毅 SAC 执业证书编号: S0630209100142
 010-59707103
 kzy@longone.com.cn
 通信及传媒

联系人: 郑永双
 010-59707120
 zhengys@longone.com.cn
 传媒

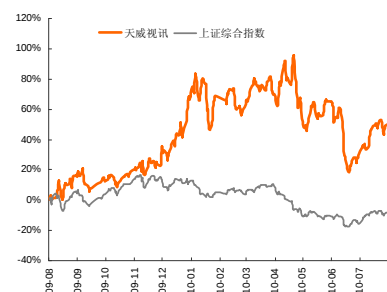
联系人: 顾颖
 021-50586660-8638
 dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	2.67
流通股本(亿股)	1.03
总市值(亿元)	60.34
流通市值(亿元)	23.28

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	17.6	7.9
3 个月	3.7	1.2
6 个月	9.1	2.7

个股相对上证综指走势图

投资要点

- **业绩略有下滑，符合预期。**10 年上半年公司实现营业收入 3.87 亿元，同比增长 4.3%，实现净利润 3431 万元，同比下滑 8.6%，对应摊薄后每股收益 0.13 元，二季度实现营业收入 1.96 亿元，同比增长 2.3%，环比增长 3.1%，实现净利润 1728 万元，同比下滑 9.6%，环比增长 1.4%，对应每股收益 0.06 元。业绩下滑的主要原因有两方面: (1) 公司大力推广高清互动业务，致使成本增加。上半年公司高清互动用户数达到 12.1 万，比年初增加了 6.4 万户，超过去年 5.7 万户，随着用户数的快速增长，折旧摊销也不断增加，营业利润率有所下降; (2) 公司处于过渡税率阶段，10 年所得税率由 09 年的 20% 提高至 22%，使得公司上半年净利润率同比下降了 1.1%。
- **试点三网融合，加快推进高清互动，有线宽带需等待政策扶持。**深圳已进入了第一批三网融合试点城市名单，面对电信运营商的强势竞争，公司面临考验，预计未来将与电信运营商形成竞争之势。高清互动是广电运营商应对三网融合的优势业务，公司已认识到这一点，今年上半年推广速度明显加快，预计下半年仍会保持快速增长。有线宽带用户增长缓慢，主要因为公司在深圳市区（关内）的宽带接入市场占有率已经达到 25%，而且深圳宽带接入市场竞争激烈，实现较大增长并不现实。短期来看，试点三网融合，能否降低互联网带宽租用成本是宽带接入业务增收的关键。
- **关注省网整合及关外资产注入预期。**按总局要求，2010 年各省需完成有线网络的省内整合，上半年广东省网整合已取得进展，除深圳外，各地有线网络将以净资产入股省网公司，然后深圳再以适当的方式进入省网公司。我们认为，深圳并入省网是大概率事件，但以上市公司平台整合省网的可能性则不大；相比而言，对关外资产整合的预期要强的多，目前宝安和龙岗合计用户数为 120 万，09 年合计利润 6200 万，一旦完成整合，将大幅提升公司业绩。
- **预计 2010-2011 年每股收益分别为 0.36 元、0.61 元，动态市盈率为 63x、36x。维持公司“增持”的投资评级。**

主要财务指标

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入(百万元)	654.5	710.6	752.8	810.0	872.5
营业收入增长率(%)	4.9%	8.6%	5.9%	7.6%	7.7%
营业利润(百万元)	70.0	73.4	84.5	113.2	208.2
营业利润增长率(%)	-1.8%	4.8%	15.2%	33.9%	84.0%
净利润(百万元)	71.3	75.7	78.2	95.3	164.1
净利润增长率(%)	7.6%	6.2%	3.3%	21.9%	72.2%
营业利润率(%)	10.7%	10.3%	11.2%	14.0%	23.9%
每股收益(元)	0.27	0.28	0.29	0.36	0.61
每股净资产(元)	2.49	4.46	4.65	5.01	5.62
PE (X)	84.7	79.7	77.2	63.3	36.8
PB (X)	9.1	5.1	4.9	4.5	4.0
ROE (%)	10.7%	6.4%	6.3%	7.1%	10.9%

表 1. 天威视讯 10 年上半年及二季度业绩对比

百万元	1-2Q2009	1-2Q2010	YoY	2Q2009	2Q2010	YoY	1Q2010	2Q2010	QoQ
营业收入	370.81	386.78	4.3%	191.93	196.33	2.3%	190.45	196.33	3.1%
增长率	8.7%	4.3%	-4.4%	12.1%	2.3%	-9.8%	6.5%	2.3%	-4.2%
毛利率	34.1%	32.7%	-1.4%	34.3%	33.1%	-1.2%	32.3%	33.1%	0.8%
营业成本	244.34	260.18	6.5%	126.09	131.34	4.2%	128.84	131.34	1.9%
营业税金及附加	12.38	12.60	1.8%	6.11	6.65	8.9%	5.95	6.65	11.8%
期间费用率	19.3%	18.5%	-0.8%	19.7%	19.3%	-0.4%	17.7%	19.3%	1.5%
销售费用	20.34	21.93	7.8%	11.86	12.74	7.4%	9.19	12.74	38.6%
销售费用率	5.5%	5.7%	0.2%	6.2%	6.5%	0.3%	4.8%	6.5%	1.7%
管理费用	44.56	48.38	8.6%	22.78	24.27	6.5%	24.11	24.27	0.6%
管理费用率	12.0%	12.5%	0.5%	11.9%	12.4%	0.5%	12.7%	12.4%	-0.3%
财务费用	6.75	1.32	-80.4%	3.19	0.83	-74.0%	0.49	0.83	68.7%
财务费用率	1.8%	0.3%	-1.5%	1.7%	0.4%	-1.2%	0.3%	0.4%	0.2%
资产减值损失	0.71	-0.13	-118.3%	-0.08	-0.29	247.6%	0.16	-0.29	-279.6%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA	0.00	0.00	NA
投资净收益	1.66	0.36	-78.2%	1.19	0.39	-67.2%	-0.03	0.39	-1382.3%
营业利润	43.38	42.86	-1.2%	23.18	21.19	-8.6%	21.67	21.19	-2.2%
增长率	9.6%	-1.2%	-10.8%	13.5%	-8.6%	-22.1%	7.3%	-8.6%	-15.8%
营业利润率	11.7%	11.1%	-0.6%	12.1%	10.8%	-1.3%	11.4%	10.8%	-0.6%
加: 营业外收入	3.35	4.26	27.0%	0.93	3.48	272.3%	0.78	3.48	346.3%
减: 营业外支出	0.03	0.05	58.7%	0.00	0.05	1392.0%	0.00	0.05	8026.4%
利润总额	46.70	45.28	-3.0%	24.11	22.83	-5.3%	22.45	22.83	1.7%
减: 所得税	9.47	9.54	0.8%	5.25	4.22	-19.7%	5.32	4.22	-20.6%
实际所得税率	20.3%	21.1%	0.8%	21.8%	18.5%	-3.3%	23.7%	18.5%	-5.2%
净利润	37.24	35.73	-4.0%	18.86	18.60	-1.4%	17.13	18.60	8.6%
减: 少数股东损益	-0.32	1.43	-545.9%	-0.26	1.33	-603.7%	0.10	1.33	1261.1%
归属于母公司所有者的净利润	37.56	34.31	-8.6%	19.12	17.28	-9.6%	17.03	17.28	1.4%
增长率	0.2%	-8.6%	-8.8%	-1.1%	-9.6%	-8.5%	-7.6%	-9.6%	-2.0%
净利润率	10.1%	8.9%	-1.3%	10.0%	8.8%	-1.2%	8.9%	8.8%	-0.1%
每股收益 (元)	0.14	0.13	-8.6%	0.07	0.06	-9.6%	0.06	0.06	1.4%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

表 2. 天威视讯用户数据

	2005	2006	2007	2008	2009	2010H
模拟电视	32.5	0	0	0	0	0
数字电视	40.5	93.4	100	105.9	107.9	108.94
合计	73	93.4	100	105.9	107.9	107.9
有线宽频用户	13.7	21.2	27.3	25.39	28.07	29.26
付费频道				4.87	5.29	4.99
交互电视用户				5.19	12.6	17.85
高清互动用户					5.7	12.11

资料来源: 东海证券研究所, 公司数据

表 3. 天威视讯盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10	12vs11
营业收入	654.5	710.6	752.8	810.0	872.5	942.8	8.6%	5.9%	7.6%	7.7%	8.1%
增长率	4.9%	8.6%	5.9%	7.6%	7.7%	8.1%	3.7%	-2.7%	1.7%	0.1%	0.4%
电视收视业务	304.8	342.4	388.2	438.7	482.5	530.8	12.3%	13.4%	13.0%	10.0%	10.0%
有线宽频业务	160.6	183.4	192.2	201.8	222.0	244.2	14.2%	4.8%	5.0%	10.0%	10.0%
广告代理业务	14.2	9.8	10.7	11.2	11.8	12.4	-31.2%	9.2%	5.0%	5.0%	5.0%
节目传输业务	79.0	81.5	86.6	90.9	95.5	100.3	3.2%	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%
机顶盒销售	46.1	38.1	32.5	29.3	26.3	23.7	-17.4%	-14.7%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
有线电视工程及入网费	42.4	39.2	28.4	22.7	18.2	14.5	-7.5%	-27.6%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
业务运营支撑系统	0.0	7.6	4.2	4.4	4.6	4.9	0.0%	-44.7%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	7.3	8.8	10.0	11.0	11.6	12.1	20.9%	13.6%	10.0%	5.0%	5.0%
毛利率	33.26%	31.79%	33.28%	35.02%	44.94%	44.82%	-1.5%	1.5%	1.7%	9.9%	-0.1%
营业总成本	584.0	636.6	670.6	696.8	664.3	719.0	9.0%	5.3%	3.9%	-4.7%	8.2%
营业成本	436.8	484.7	502.3	526.3	480.4	520.2	11.0%	3.6%	4.8%	-8.7%	8.3%
营业税金及附加	12.1	12.8	25.3	26.7	28.8	31.1	5.2%	98.1%	5.6%	7.7%	8.1%
期间费用率	21.0%	19.6%	18.9%	18.0%	18.0%	18.0%	-1.4%	-0.7%	-0.9%	0.0%	0.0%
销售费用	27.5	32.4	38.0	40.5	43.6	47.1	18.1%	17.2%	6.5%	7.7%	8.1%
销售费用率	4.2%	4.6%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%	0.4%	0.5%	-0.1%	0.0%	0.0%
管理费用	82.8	85.8	94.2	97.2	104.7	113.1	3.7%	9.7%	3.2%	7.7%	8.1%
管理费用率	12.7%	12.1%	12.5%	12.0%	12.0%	12.0%	-0.6%	0.4%	-0.5%	0.0%	0.0%
财务费用	27.4	21.0	9.9	8.1	8.7	9.4	-23.4%	-52.8%	-18.4%	7.7%	8.1%
财务费用率	4.2%	3.0%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	-1.2%	-1.6%	-0.3%	0.0%	0.0%
资产减值损失	(2.6)	(0.2)	0.9	(2.0)	(2.0)	(2.0)	-92.6%	-544.9%	-333.0%	0.0%	0.0%
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
投资净收益	-0.4	-0.7	2.3	0.0	0.0	0.0	70.7%	-439.5%	-100.0%	NA	NA
营业利润	70.0	73.4	84.5	113.2	208.2	223.8	4.8%	15.2%	33.9%	84.0%	7.5%
增长率	-1.8%	4.8%	15.2%	33.9%	84.0%	7.5%	6.5%	10.4%	18.8%	50.0%	-76.5%
营业利润率	10.7%	10.3%	11.2%	14.0%	23.9%	23.7%	-0.4%	0.9%	2.7%	9.9%	-0.1%
加: 营业外收入	13.0	17.2	12.9	12.0	12.0	12.0	32.0%	-25.2%	-6.7%	0.0%	0.0%
减: 营业外支出	2.2	0.2	0.6	0.1	0.1	0.1	-91.5%	216.4%	-83.3%	0.0%	0.0%
利润总额	80.8	90.4	96.8	125.1	220.1	235.7	11.8%	7.1%	29.3%	76.0%	7.1%
减: 所得税	10.4	15.0	17.1	28.8	55.0	58.9	43.9%	14.5%	67.9%	91.3%	7.1%
实际所得税率	12.9%	16.6%	17.7%	23.0%	25.0%	25.0%	3.7%	1.1%	5.3%	2.0%	0.0%
净利润	70.4	75.4	79.6	96.3	165.1	176.8	7.1%	5.6%	21.0%	71.4%	7.1%
减: 少数股东损益	-0.8	-0.3	1.4	1.0	1.0	1.0	-62.3%	-550.2%	-30.3%	0.0%	0.0%
归属母公司净利润	71.3	75.7	78.2	95.3	164.1	175.8	6.2%	3.3%	21.9%	72.2%	7.1%
增长率	7.6%	6.2%	3.3%	21.9%	72.2%	7.1%	-1.4%	-3.0%	18.6%	50.3%	-65.0%
净利率	10.9%	10.7%	10.4%	11.8%	18.8%	18.6%	-0.2%	-0.3%	1.4%	7.0%	-0.2%
每股收益(元)	0.27	0.28	0.29	0.36	0.61	0.66	6.2%	3.3%	21.9%	72.2%	7.1%

资料来源: 东海证券研究所, WIND

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 高级研究员, 从事电信服务及通信设备业、广电服务及新闻广电业研究, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2009年7月加盟东海证券研究所。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122