

强烈推荐-A (维持)

天威视讯 002238.SZ

目标估值: NA
当前股价: 22.6 元
2010 年 8 月 16 日

基础数据

上证综指	2,662
总股本 (万股)	26,700
已上市流通股 (万股)	10,299
总市值 (亿元)	60
流通市值 (亿元)	23
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	20	-8	45
相对表现	11	5	62



相关报告

- 1、《天威视讯精耕细作面临用户规模瓶颈，高清交互仍是亮点》
7/22/10
- 2、《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
- 3、《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

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090208050196

内部三方面强化精耕细作，对外两架马车实现跨区拓展

公司半年报展示了日趋成熟的经营思路。对关内市场，公司主要从内容建设、营销策略、渠道完善 3 个方面强化精耕细作，其中高清交互业务是重点业务，并将以此带动其他电视增值业务和宽带业务发展。对外拓展，凭借天华世纪和迪威特在高清内容和技术上的优势，加快步伐走出去。我们继续维持天威“强烈推荐-A”的投资评级，后续催化剂主要在于整合关外进程加快和可能获得税收优惠。

- 公司此前发布半年业绩快报，符合预期。上半年收入 3.87 亿，同比增长 4.3%，增速放缓；营业利润 0.43 亿，同比下滑 1.2%，主要是去年 9 月底以来推广高清交互业务相应增加部分折旧，使整体营业利润率与去年同期相比下降 0.6 个百分点，降为 11%；归属母公司所有者净利润 0.34 亿，同比下降 8.6%，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。

电视业务方面：公司上半年主要是努力扩大基础网络覆盖范围和加强内容建设。**扩大基础网络覆盖方面：**公司借助与市建筑工程局合作在小部分关外实现业务延伸；同时配合市政府城中村改造解决了城中村网络覆盖问题，并通过双向化改造有效提升了业务拓展空间。**内容建设方面：**公司通过与 10 家内容供应商合作引进了标清节目近 0.36 万小时和高清节目 0.12 万小时；在线节目总量超过 0.6 万小时，标清、高清节目在线总量分别为 0.43 万和 0.2 万小时；节目库存量接近 3 万小时，标清、高清节目库存总量分别为 2.5 万和 0.5 万小时。

宽带业务方面，公司上半年注重营销推广和加强内容建设。**营销方面：**公司开展了“宽带用户付费电视节目优惠升级”和“天威宽带与中国联通联合营销”活动，并推出高清互动机顶盒开通宽带上网新业务。**内容建设方面：**公司与多家内容服务提供商合作，同时公司还通过光纤与腾讯在深圳总部的服务器实现对接，即提升公司宽带用户访问腾讯网的速度，同时也降低宽带流量成本。

跨区域拓展方面：天华世纪和迪威特分别凭借高清内容和技术优势展露头角，上半年表现出良好的上升势头。天华世纪的 VOD 节目已与重庆、上海、湖南等全国 13 家广电网络公司签约，在国内高清节目供应方面具有领先优势；迪威特则将业务拓展到福建宁德市、河南省和广东佛山等地，业务不断扩大。

- 高清交互业务是公司重点发展业务，下半年将通过丰富营销策略和完善销售渠道促进高清交互业务发展，并带动宽带业务和其他电视增值业务发展。

公司通过丰富的营销策略，目的在于进一步普及高清交互机顶盒在用户中的普及率，同时促进付费点播业务在用户中的渗透率。首先在家庭用户中大规模普及高清交互机顶盒是前提，为促进家庭用户进一步对高清节目的认可，公司下半年争取将部分高清付费频道（目前主要有华诚电影和新视觉）打包向用户赠送，以丰富高清频道的数量和质量，提升用户体验；同时公司准备增加多模式业务购机，进一步降低用户获得高清交互机顶盒的门槛。另外公司还将推出多样化、差异化的付费点播套餐以丰富用户选择，公司将加大高清节目引进并单独推出多种高清节目点播套餐（目前高清节目点播与天天影院标清点播捆绑销售），同时尝试推出 VOD 大包月套餐（考虑将天天影院、欧美电影、宏梦教育组成大包销售）、试看点播套餐业务等。

在完善销售渠道方面，公司主要将从呼叫中心、网络工程维护人员、代理商 3 个方面加强建设。在呼叫中心基础上将建立专职外呼团队以对外开展营销工作，同时将引进 1 到 2 家专业外呼代理商以加强电话营销。凭借维护人员上门服务的优势，可直接和用户面对面沟通，是推广公司业务的有效渠道，公司考虑将网络工程维护人员打造成一只专业的销售队伍。同时公司将帮助代理商完善自身工作组织和加强相互间沟通，从而提升代理商的营销能力。

同时由于公司高清交互机顶盒具有上网功能，对公司而言是省去了 Cable Modem 这个硬件成本，对用户而言使家庭布局更为简洁，各有好处，因此公司准备计划将宽带业务和高清交互业务捆绑做营销推广。

- 继续维持“强烈推荐-A”的投资评级。维持 10~12 年 EPS 0.28 元、0.59 元和 0.67 元的盈利预测。

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。近期深圳正式启动“三网融合”试点工作，会上深圳广电集团总经理明确表示，广电集团将全力推进有线网络整合和双向化改造，这将进一步强化市场对公司加快关外整合预期。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 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（11 年业绩将由现在的 0.59 元上调为 0.66 元，对应 PE 为 34 倍）；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。

- 风险提示：关外整合进程可能低于市场预期。

附：上半年公司数字电视业务和宽带业务的用户发展情况

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。

表 1、各季度业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	09H	10H1	09N	10E
营业收入	190	196	371	387	753	825
营业成本	129	131	244	260	502	555
营业费用	9	13	20	22	38	45
管理费用	24	24	45	48	94	103
财务费用	0.5	0.8	6.7	1.3	9.9	1.6
投资收益	(0.03)	0.39	1.66	0.4	2.27	1.00
营业利润	22	21	43	43	84	93
归属母公司净利润	17	17	38	34	78	76
EPS (元)	0.06	0.06	0.14	0.13	0.29	0.28
主要比率	10Q1	10Q2	09H	10H1	09N	10E
毛利率	32.3%	33.1%	34.1%	32.7%	33.3%	32.7%
营业费用率	4.8%	6.5%	5.5%	5.7%	5.1%	5.5%
管理费用率	12.7%	12.4%	12.0%	12.5%	12.5%	12.5%
营业利润率	11.4%	10.8%	11.7%	11.1%	11.2%	11.3%
有效税率	23.7%	18.5%	20.3%	21.1%	17.7%	22.0%
净利率	9.0%	9.5%	10.0%	9.2%	10.6%	9.3%
YoY	10Q1	10Q2	09H	10H1	09N	10E
收入	6.5%	2.3%	8.7%	4.3%	5.9%	9.6%
归属母公司净利润	-7.6%	-1.0%	0.2%	-8.6%	3.3%	-2.9%

资料来源：招商证券研发中心

表 2、半年报分业务数据

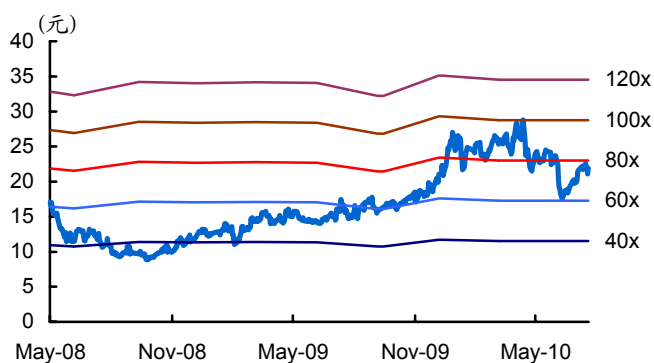
单位：百万元	09H1	10H1	HoH	09H2	10H2	HoH	09N	10E	YOY
主营业务收入	366	382	4.5%	377	434	15.1%	743	816	9.8%
电视收视业务收入	196	193	-1.5%	192	226	17.5%	388	419	7.9%
有线宽频业务收入	95	97	1.6%	97	108	11.8%	192	205	6.7%
节目传输收入	43	44	1.4%	43	40	-8.8%	87	83	-3.7%
机顶盒销售收入	9	23	162%	24	24	-0.6%	32	47	43.1%
有线电视工程及入网费收入	14	12	-8.8%	15	18	19.1%	28	30	5.7%
广告代理业务收入	5	5	0.1%	6	7	21.4%	11	12	12.1%
业务运营支撑系统	4	9	96%	(0.1)	12		4	20	381%
其他业务收入	4.9	5	-6.6%	5.3	5.0	-5.5%	10.1	9.5	-6.0%
合计	371	387	4.3%	382	439	14.8%	753	825	9.6%
毛利率	34.1%	32.7%	-4.0%	32.5%	32.8%	0.9%	33.3%	32.7%	-1.6%

资料来源：招商证券研发中心

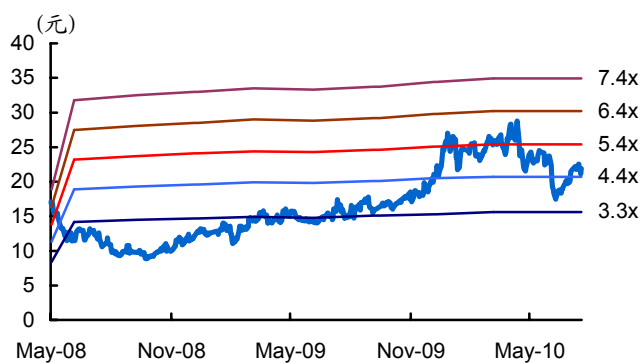
表 3、盈利预测表

分业务收入 (单位: 百万)	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
电视收视业务收入	342	388	419	467	504	543	584
有线宽频业务收入	183	192	205	229	255	281	308
节目传输收入	81	87	83	85	86	87	88
机顶盒销售收入	38	32	47	48	43	40	35
有线电视工程及入网费收入	39	28	30	30	30	30	30
广告代理业务收入	10	11	12	15	18	20	22
业务运营支撑系统	8	4	20	28	35	40	45
其他业务收入	9	10	10	10	10	10	10
合计	711	753	825	911	981	1,051	1,121
分业务收入增速	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
电视收视业务收入	12.3%	13.4%	7.9%	11.4%	8.1%	7.7%	7.5%
有线宽频业务收入	14%	5%	7%	12%	11%	10%	10%
节目传输收入	3.2%	6.3%	-3.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
机顶盒销售收入	-17%	-15%	43%	3%	-10%	-7%	-13%
有线电视工程及入网费收入	-8%	-28%	5.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
广告代理业务收入	-31%	9%	12%	25%	20%	11%	10%
业务运营支撑系统		30%	40%	40%	30%	30%	30%
其他业务	20%	15%	-6%	5%	0%	0%	0%
合计	8.6%	5.9%	9.6%	10.4%	7.6%	7.2%	6.7%
其他主要盈利预测(单位: 百万)	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业成本/营业收入	68.2%	68.5%	67.5%	58.9%	59.5%	61.0%	61.0%
经营费用比率	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%
管理费用比率	12%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
财务费用	21	10	2	1	1	1	0
经营现金流	285	313	187	269	307	323	340
净利润	75	80	77	161	183	201	213
EPS	0.28	0.29	0.28	0.59	0.67	0.74	0.79

资料来源: 公司公告、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

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	727	825	935
现金	586	660	688	786	894
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	1,696	1,771	1,863
流动负债	312	326	259	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	389	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	638	725	806
少数股东权益	14	20	21	23	26
母公司所有者权益	1,190	1,241	1,287	1,374	1,455
负债及权益合计	1,707	1,714	1,696	1,771	1,863

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	285	313	187	269	307
净利润	76	78	76	158	180
折旧摊销	0	0	132	123	118
财务费用	0	0	2	1	1
投资收益	0	0	(1)	(1)	(1)
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)	(78)	(72)	(99)
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	(30)	(71)	(99)
其他	173	(107)	3	(0)	0
现金净增加额	369	73	29	98	108

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	825	911	981
营业成本	485	502	555	507	529
营业税金及附加	13	25	28	31	33
营业费用	32	38	45	53	57
管理费用	86	94	103	115	124
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	1	1	1
营业利润	73	84	93	206	238
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	99	211	244
所得税	15	17	22	51	61
净利润	75	80	77	161	183
少数股东损益	(0)	1	1	2	3
母公司所有者净利润	76	78	76	158	180
EPS (元)	0.28	0.29	0.28	0.59	0.67

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	9%	6%	10%	10%	8%
营业利润	5%	15%	10%	121%	16%
净利润	6%	3%	-3%	109%	14%
获利能力					
毛利率	31.8%	33.3%	32.7%	44.4%	46.1%
净利率	10.7%	10.4%	9.2%	17.4%	18.4%
ROE	6.4%	6.3%	5.9%	11.5%	12.4%
ROIC	5.6%	5.7%	5.4%	10.9%	11.7%
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%	2.9%	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	3.7
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	146.1	145.8	144.0
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	0.28	0.59	0.67
每股经营现金	1.07	1.17	0.70	1.01	1.15
每股净资产	4.46	4.65	4.82	5.15	5.45
每股股利	0.10	0.10	0.11	0.27	0.37
估值比率					
PE	79.7	77.2	79.5	38.1	33.5
PB	5.1	4.9	4.7	4.4	4.1
EV/EBITDA	16.4	17.1	14.5	10.0	9.2

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。