

深度报告

传媒
广播与电视

天威视讯(002238)

推荐

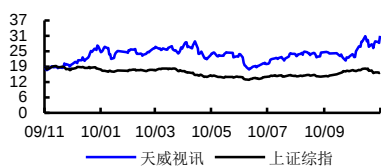
目标价: 47.00 元 昨收盘: 31.11 元 (上调评级)

2010 年 11 月 25 日

本报告的独到之处

- 分项测算各事件对 EPS 的贡献;
- 测算用户规模和推断机顶盒单价;

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	267.0/103.0
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	8,306.4/3,204.2
上证综指/深圳成指	2,859.94/12,407.66
12 个月最高/最低(元)	31.11/17.22

财务数据

净资产(百万元)	1,265.49
每股净资产(元)	4.74
市净率	6.56
资产负债率	22.73%
息率	0.32%

相关研究报告:

《天威视讯 2010 年中报业绩快报点评: 业绩下滑符合预期, 折旧摊销进入尾声》——
 《天威视讯关联交易点评: 关外网络净资产大幅增加》——2010-3-8
 《天威视讯: 业绩略好于预期》——2010-1-29

分析师: 陈财茂

电话: 021-60933163

E-mail: chencm@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210040007

独立性声明:

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。

深度跟踪

迎来历史最快增长期

●2011 年 EPS 相较 2009 年有望增长 220%

天威视讯 2011 年 EPS 将达到 0.944 元, 其中内生贡献 0.320 元, 2005-07 年形成的机顶盒和智能卡摊销结束贡献 0.269 元, 母公司免税贡献 0.179 元, 收购关外资产(天隆、天宝和天明)贡献 0.107 元, 关外资产免税贡献 0.069 元。这一 EPS 水平相对于 2009 年的 0.293 元, 增长了 220%, 将成为天威视讯上市以来的最大增幅。

●市场对天威视讯明显低估

(1) 市场预期高清互动业务推广形成新的资本开支, 从而抵消 2005-2007 年数字化整转时机顶盒和智能卡摊销结束的业绩贡献。而事实是, 高清机顶盒价格下降、对用户收费增加, 使得高清互动业务本身就有正收益。(2) 市场预期天威视讯对关外资产收购的比例仅限于大股东深圳广电集团所持天隆和天宝 51% 的股权, 而根据其他有线网络公司收购的经验看, 收购 100% 股权的可能性更大。(3) 市场并未预期关外资产的免税, 但天隆和天宝同样是深圳市第二批文化类改制试点单位。(4) 市场认同深圳最终将和广东省网整合在一起, 但是认为天威视讯不会成为广东省网整合平台, 从而没有给予相应的估值溢价, 但是我们认为不管是以天威视讯作为平台收购广东省网还是广东省网溢价收购天威视讯, 天威均应享有估值溢价(约 18%)。

●上调投资评级至“推荐”

不考虑关外资产收购, 2010-12 年 EPS 分别为 0.38 元、0.77 元和 0.90 元, 当前 PE 分别为 83、40 和 35 倍, 而考虑关外资产收购的情况下, 2011-12 年 EPS 分别为 0.944 元和 1.069 元, 对应 PE 分别为 33 和 29 倍。我们将天威视讯的投资评级从“谨慎推荐”上调至“推荐”, 合理价 47 元/股, 建议投资者现价买入, 长期持有。股价表现的催化剂包括:(1) 折旧摊销结束对 EPS 的贡献在 2010 年报和 2011 年一季报中体现;(2) 天威视讯母公司免税被正式确认;(3) 关外资产收购启动;(4) 关外资产免税;(5) 省网整合预期加强。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	710.64	752.84	823	884	942
(+/-%)	8.58%	5.94%	9.4%	7.4%	6.5%
净利润(百万元)	75.72	78.19	100	205	240
(+/-%)	6.24%	3.25%	28.3%	104.7%	16.9%
每股收益(元)	0.28	0.29	0.38	0.77	0.90
EBIT Margin	16.02%	14.57%	11.3%	22.0%	23.9%
净资产收益率(ROE)	6.36%	6.30%	7.6%	14.1%	15.0%
市盈率(PE)	109.69	106.24	82.8	40.5	34.6
EV/EBITDA	73.86	23.95	28.9	20.3	21.7
市净率(PB)	6.98	6.69	6.31	5.69	5.18

投资摘要

估值与投资建议

我们将天威视讯投资评级从“谨慎推荐”上调至“推荐”，认为其合理价值为 47 元/股，建议投资者现价买入，长期持有。

核心假设或逻辑的变化

我们认为天威视讯 2011 年 EPS 将达到 0.944 元，内生贡献 0.320 元，2005-07 年形成的机顶盒和智能卡摊销结束贡献 0.269 元，母公司免税贡献 0.179 元，收购关外资产（天隆、天宝和天明）贡献 0.107 元，关外资产免税贡献 0.069 元。这一 EPS 水平相对于 2009 年的 0.293 元，增长了 220%，将成为天威视讯上市以来最大一次增幅。

我们认为天威视讯对关外资产的收购、广东省网的整合都将提速，原因之一为国家要求 2010 年底各省完成省网整合；原因之二为免税和摊销结束对业绩的贡献即将体现，支撑股价，从而不利于增发。

与市场预期的差异之处

市场预期高清互动业务推广形成新的资本开支，从而抵消 2005-2007 年数字化整转时机顶盒和智能卡摊销结束的业绩贡献。而事实是，高清机顶盒价格下降、对用户收费增加，使得高清互动业务本身就有正收益。

市场预期天威视讯对关外资产收购的比例仅限于大股东深圳广电集团所持天隆和天宝 51% 的股权，而根据其他有线网络公司收购的经验看，收购 100% 股权的可能性更大。

市场并未预期关外资产的免税，但天隆和天宝同样是深圳市第二批文化类改制试点单位。

市场认同深圳最终将和广东省网整合在一起，但是认为天威视讯不会成为广东省网整合平台，从而没有给予相应的估值溢价，但是我们认为不管是以天威视讯作为平台收购广东省网还是广东省网溢价收购天威视讯，天威均应享有估值溢价。

股价变化的催化因素

（1）折旧摊销结束对 EPS 的贡献在 2010 年报和 2011 年一季报中体现；（2）天威视讯母公司免税的正式确定；（3）关外资产收购启动；（4）关外资产免税；（5）省网整合预期加强。

核心假设或逻辑的主要风险

收购和整合具有一定不确定性。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
业绩提升的路径: 2010-12 年 CAGR 为 54%	5
路径之一: 折旧摊销于 2010-12 年逐步结束	5
路径之二: 2009-2013 年免税优惠	9
路径之三: 关外资产整合, 增厚 2011-12 年 EPS 为 0.18 和 0.17 元	10
估值提升的路径: 预期也有价值	14
路径之一: 广东省网整合预期	14
路径之二: 不确定性逐步消失	18
合理价值 47 元/股, 上调评级至“推荐”	18
附录	20
附录一: 从数字终端推断有线用户数	20
附录二: 天威视讯盈利预测简表	20
附录三: 天威视讯高清互动业务套餐演变	21
天威视讯盈利预测与估值表	24
国信证券投资评级	25
免责声明	25

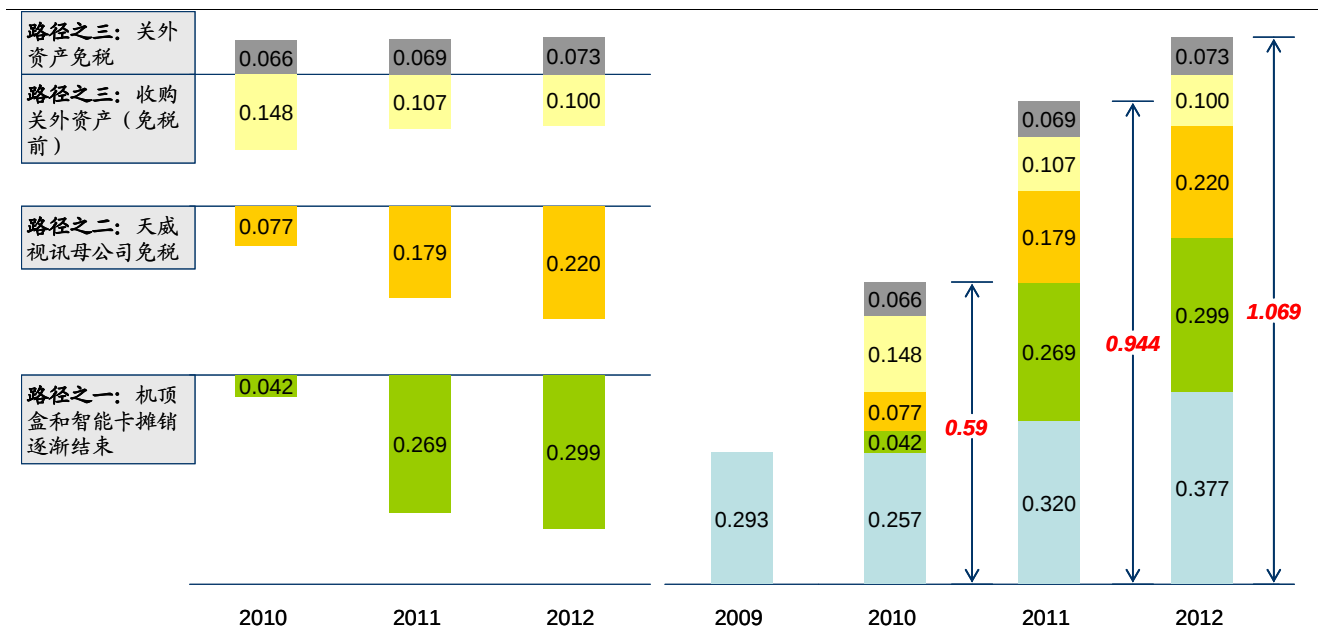
图表目录

图表 1: 天威视讯 EPS 提升的三个路径.....	5
图表 2: 天威视讯机顶盒和智能卡开支 (万元)	6
图表 3: 天威视讯机顶盒和智能卡摊销 (万元)	6
图表 4: 天威视讯机顶盒和智能卡摊销表 (2005-2013E)	6
图表 5: 天威视讯折旧摊销变化	8
图表 6: 除机顶盒和智能卡外的其他摊销和折旧	8
图表 7: 天威视讯折旧和摊销 (分项)	8
图表 8: 天威视讯高清互动机顶盒成本 (基于加权平均法计算)	8
图表 9: 天威视讯高清互动机顶盒价格逐渐下降	9
图表 10: 深圳市第二批文化体制改革试点单位名单	9
图表 11: 天威视讯本部及其子公司所得税率	9
图表 12: 深圳广电集团及天威视讯组织架构图	12
图表 13: A 股有线网络资产历次收购定价	12
图表 14: 深圳各区人口分布	13
图表 15: 深圳有线电视经营区划	13
图表 16: 深广电集团及深圳关外有线网络财务状况	14
图表 17: 全国有线电视网络资产的整合路径	15
图表 18: 广东省有线用户规模名列前茅 (单位, 万户)	15
图表 19: 2008 年广东省各级广电收入	16
图表 20: 广东省有线入户率居全国前列	17
图表 21: 南方国际传媒控股有限公司之股权架构	17
图表 22: 南方国际传媒控股有限公司财务状况 (经审计之合并报表)	17
图表 23: 广东省有线电视经营区域	18
图表 24: PE 仍然是 A 股有线网络中最合理的相对估值方法	19
图表 25: 歌华有线 PE-BAND	19
图表 26: 天威视讯 PE-BAND	19
图表 27: A 股纯有线网络估值	19
图表 28: 天威视讯盈利预测简表	20
图表 29: 天威视讯高清互动业务 (2009 年业务类型)	21
图表 30: 天威视讯高清互动业务 (2010 年 7 月 31 日之前)	22
图表 31: 天威视讯高清互动业务 (2010 年 12 月 31 日之前)	22
图表 32: 高清互动电视功能业务套餐一览表	22
图表 33: 深圳特区高清电视信号	23

业绩提升的路径：2010-12 年 CAGR 为 54%

按照我们的预测和判断，考虑机顶盒折旧和摊销结束、天威母公司免税、收购关外资产以及关外资产免税等四个因素，天威视讯 2011-12 年的 EPS 可达 0.944 元和 1.069 元，相对 2009 年 0.293 元的 EPS 水平，三年复合增长率达到 54%。

图表 1：天威视讯 EPS 提升的三个路径



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

路径之一：折旧摊销于 2010-12 年逐步结束

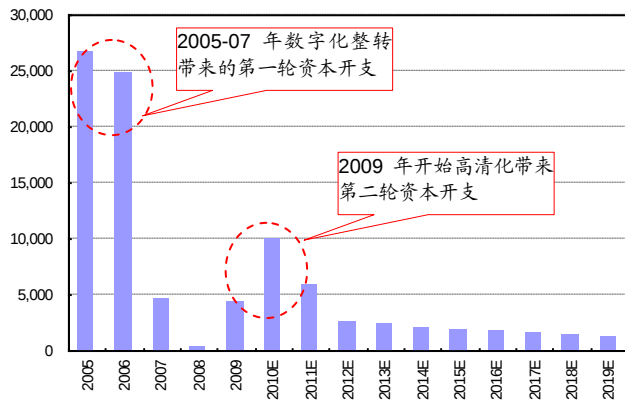
天威视讯经营深圳关内（罗湖、福田和南山）的有线网络，截止 2010 年上半年底，拥有数字电视终端 109 万个，交互电视终端 18 万个（其中高清交互终端 12 万个），付费频道终端 5 万个，在线宽带用户 29 万户。2005 年以来，天威经历了两轮资本开支高峰，第一轮为 2005-2007 年的数字化整转，而第二轮则是 2009 年开始的高清化。

1、数字化整转之机顶盒和智能卡摊销结束，贡献 2010-12 年 EPS 分别为 0.042、0.269 和 0.299 元。

2005-2007 年，天威视讯进行数字化整转，每个用户免费发放一个机顶盒（标清单向）和一张智能卡（CA 卡），为此，天威视讯总计花费 5.62 亿元，记入“长期待摊费用”，分 5 年摊销计入“营业成本”。

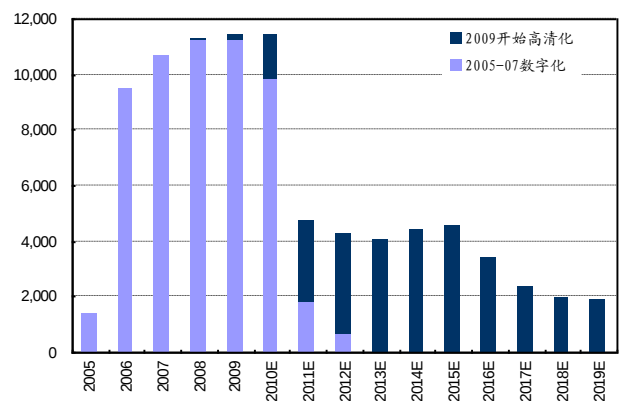
2010-2012 年，这部分摊销将逐渐结束，摊销额分别下降 1425 万元、8040 万元、1189 万元，分别扣除 22%、24%和 25%的所得税率后，贡献 EPS 分别为 0.042 元、0.269 元、0.299 元。

图表 2: 天威视讯机顶盒和智能卡开支 (万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 3: 天威视讯机顶盒和智能卡摊销 (万元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 4: 天威视讯机顶盒和智能卡摊销表 (2005-2013E)

单位: 万元, 万个, 元/个	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
期初余额	0	25,312	40,751	34,701	23,821	16,656	15,303	16,374	14,724
本期增加	26,737	24,904	4,605	414	4,257	10,073	5,829	2,623	2,361
数字终端净增	40.5	53.2	6.3						
单价	660.2	468.1	730.9						
标清交互净增				5.2	1.8				
单价				79.8					
高清交互净增					5.7	15.0	10.0	5.0	5.0
租用用户					4.5	13.2	8.5	4.3	4.3
租用比例					80%	88%	85%	85%	85%
单价					938	762	686	617	555
本期摊销	1,425	9,465	10,654	11,295	11,422	11,426	4,757	4,273	4,052
2005-2007 开支	1,425	9,465	10,654	11,249	11,249	9,824	1,784	595	
2008 年后开支				45	173	1,602	2,973	3,678	4,052
期末余额	25,312	40,751	34,701	23,821	16,656	15,303	16,374	14,724	13,033
摊销明细	摊销年限								
2005 年	5	1,425	5,347	5,347	5,347	3,922			
2006 年	5		4,118	4,981	4,981	4,981	863		
2007 年	5		326	921	921	921	921	595	
2008 年	5			45	83	83	83	83	41
2009 年	6				90	726	726	726	726
2010 年	6					793	1,679	1,679	1,679
2011 年	6						486	971	971
2012 年	6							219	437
2013 年	6								197

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

2、高清化带来机顶盒增量摊销, 但也带来增量收入, 并不会压制业绩。

天威视讯从 2009 年 9 月底开始实施“天威高清互动电视家庭计划”, 在深圳特区推广高清互动电视业务。2009 年下半年发展用户 5.65 万户, 2010 年上半年发展用户 6.46 万户。正因如此, 市场开始担心高清业务的发展对天威视讯将形成第二轮资本开支压力, 而事实上, 这一看法是片面的。

- (1) **高清化不同于数字化，机顶盒并非免费赠送。**发展模式包括“租、售、换购、打包业务”四种。租金为 15 元/月，高清机顶盒售价 1000 元/台，换购中老机顶盒折价 360 元/台。
- (2) **出租方式下，每台机顶盒可实现 46 元/年的毛利。**按照目前 15 元/月的租金计算，12 个月租金 180 元，扣除 5% 的营业税，税后收入 171 元/年，目前高清机顶盒成本 748 元/台，分 6 年摊销，每年成本 125 元，即纯出租可录得毛利 46 元/台/年。而市场过分强调 2009 年初期的推广方案，租金为 12 元/月，高清机顶盒成本价为 938 元/台，即每台录得亏损为 19.5 元/年。
- (3) **销售方式下，每台机顶盒可实现 202 元的毛利。**目前 1000 元/台的销售单价，扣除 5% 的营业税（视同混合销售缴纳营业税），成本价 748 元/台，即可录得 202 元/台的毛利。即使在 2009 年，每台机顶盒也能录得 12 元毛利（当时机顶盒成本 938 元/台）。
- (4) **换购方式下，每台机顶盒净亏损 140 元。**老机顶盒可以抵扣 360 元/台，即相当于高清机顶盒的售价降为 640 元，扣除 5% 的营业税，净收入 608 元/台，对应 748 元/台的成本价，每台净亏损 140 元。而按照 2009 的方式计算：换购价 800 元/台，成本价 938 元/台，则每台净亏损 178 元。换回的老机顶盒继续留在“长期待摊费用”中进行摊销。
- (5) **打包业务下，每户新增收入 60 元/三个月。**最新的推广策略下，天威视讯将发展高清互动用户和互动合家欢套餐三个月（天天影院+欧美影院+宏梦教育+时移回看+单片点播功能）打包销售，定价 1060 元，返还老的标清单向机顶盒可抵扣 360 元。其本质相当于“销售/换购+三个月套餐 60 元”，即使对应换购方式，也能将净亏损降至 83 元。
- (6) **高清互动机顶盒价格正在不断下降。**天威采购的机顶盒价格从 2009 年 11 月的 938 元/台下降到目前的 748 元/台，半年时间下降了 20%。硬件价格的下降降低了天威高清互动业务的推广成本，从而推动用户规模的集聚增长。
- (7) **高清互动机顶盒的出租比例从 71% 增长到 86%。**2009 年下半年新增高清互动终端 5.65 万个，出租部分 4.01 万个，占比 71%；2010 年上半年新增高清互动终端 6.46 万个，出租部分 5.53 万个，占比 86%。出租比例的增加对公司业绩形成正向影响。
- (8) **高清互动用户的集聚，给其他业务发展提供良好基础。**天威视讯互动娱乐套餐、互动共享套餐和互动合家欢套餐的报价分别为 45 元/月、60 元/月和 70 元/月。这些业务尽管不完全基于高清机顶盒，但完全依赖于互动机顶盒。

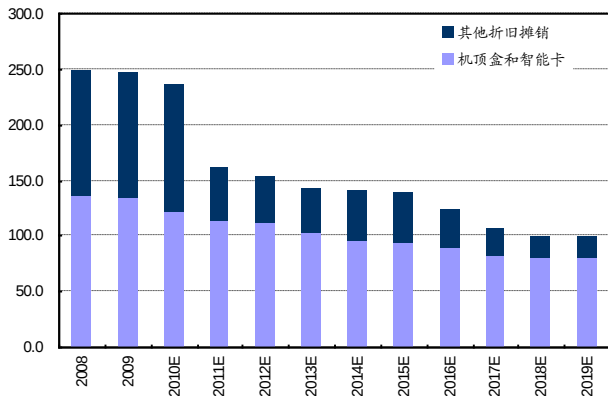
2009 年下半年的推广策略下，天威视讯推广高清业务确实给业绩形成影响，每个租赁用户亏损 19.5 元/年，每个换购用户亏损 178 元，而打包销售（订购合家欢套餐，35 元/月）基本上录得净亏损，因为这体现为对原有互动用户的替代。

但是现在的情况已经发生了很大的变化，新的推广模式和不断下降的机顶盒成本，使得发展高清互动用户变得有利可图。

3、除机顶盒外的其他摊销和折旧，相对 2009 年，对 2010-12 年 EPS 分别贡献 0.032 元、0.056 元和 0.062 元。

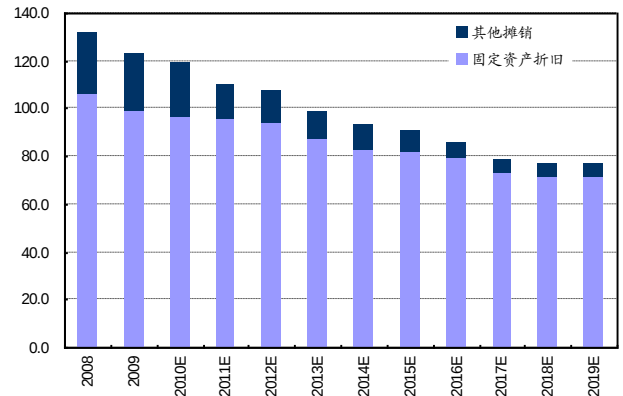
除去机顶盒和智能卡的摊销,2009-2012 年的其他摊销和折旧总额合计为 1.33 亿元、1.22 亿元、1.13 亿元和 1.11 亿元,2010-2012 年依次减少 1081 万元、875 万元和 243 万元,扣除 22%、24%和 25%的所得税率,相对于 2009 年,分别增厚 EPS 为 0.032 元、0.056 元和 0.062 元。

图表 5: 天威视讯折旧摊销变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 6: 除机顶盒和智能卡外的其他摊销和折旧



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 7: 天威视讯折旧和摊销 (分项)

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
长期待摊费用摊销	130.1	138.9	138.9	136.6	62.4	56.4	52.0
机顶盒和智能卡	106.5	112.9	114.2	114.3	47.6	42.7	40.5
机顶盒集成费和许可费	3.4	3.7	4.0	3.6	1.0	1.1	1.1
电缆调制解调器	16.7	17.4	15.2	13.4	8.2	6.8	4.7
办公室装修费用	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
零星装修工程	2.3	3.2	3.7	3.6	4.0	4.1	4.0
管道租赁费	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
其他	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
固定资产折旧	96.5	109.8	98.6	96.5	95.3	94.0	87.3
房屋建筑物	0.0	9.4	8.9	9.0	9.0	9.0	9.0
通讯设备	1.5	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
办公设备	5.9	5.3	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
专用设备	3.6	4.7	5.1	5.0	5.0	5.0	5.0
运输设备	2.0	1.9	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
网络小区	68.7	66.3	56.3	52.7	50.1	47.6	47.0
IP 网设备	17.8	18.8	20.0	21.3	22.6	23.9	17.8
其他设备	0.9	2.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 8: 天威视讯高清互动机顶盒成本 (基于加权平均法计算)

单位: 万台, 元/台	期初	购入	发出	结存
	数量	数量	数量	数量
	单价	单价	单价	单价
2H2009	0	7	5.65	1.35
1H2010	1.35	7.6	6.46	2.49

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图表 9：天威视讯高清互动机顶盒价格逐渐下降

时间	供货商	类型	合同金额 (万元)	单批次数量 (万台)	累计数量 (万台)	含税价 (元/台)	税前价 (元/台)
2009-11-02	同洲电子	高清机顶盒	938	1.0	1.0	938	802
2009-11-03	同洲电子	高清机顶盒	2,814	3.0	4.0	938	802
2009-12-08	同洲电子	高清机顶盒	2,814	3.0	7.0	938	802
2010-02-26	同洲电子	高清机顶盒	1,788	2.0	9.0	894	764
2010-06-02	同洲电子	高清机顶盒	1,495	2.0	11.0	748	639
2010-06-13	同洲电子	高清机顶盒	1,794	2.4	13.4	748	639
2010-06-23	同洲电子	高清机顶盒	897	1.2	14.6	748	639
2010-07-13	同洲电子	高清机顶盒	897	1.2	15.8	748	639
2010-08-24	同洲电子	高清机顶盒	897	1.2	17.0	748	639

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

注：单批次数量是推断数，推断依据为包括：（1）下降的价格趋势；（2）采购数量不低于累计发展的用户规模。

路径之二：2009-2013 年免税优惠

9 月 21 日，天威视讯曾公告，被列入深圳市第二批文化体制改革试点单位名单，从而有资格申请 2009-2013 年免征所得税的优惠。但由于公司强调“是否能获得免税尚需主管税务机关的批准，最终结果具有不确定性。”因此，市场并未完全把免税的预期反映到价格中。

尽管我们也认同这一不确定性，但是获得免税是一个基本确定的事情。原因在于：（1）广电系统的其他上市公司如歌华有线、楚天数字、广电网络均获得了 2009-2013 年 5 年的免税优惠，依据均为“文化类转制企业”，天威视讯与其他几家公司大同小异。（2）目前正处于国家对文化类企业大力支持的背景下，而三网融合的推进也更加有利于税收优惠的施行。（3）天威视讯每年上交的所得税不到 2000 万元，并非纳税大户，免税对财政收入的影响较小。

图表 10：深圳市第二批文化体制改革试点单位名单

一、市文体旅游局	（四）深圳市天明广播电视网络股份有限公司
（一）深圳市电影发行放映公司	（五）深圳市广电生活传媒股份有限公司
二、深圳报业集团	（六）深圳市环球财经传媒股份有限公司
（一）深圳报业集团发行有限公司	（七）深圳市深视体育健康文化发展有限公司
（二）深圳报业集团印务有限公司	（八）深圳市宜和股份有限公司
三、深圳广电集团	（九）深圳市天和信息服务有限公司
（一）深圳天威视讯股份有限公司	（十）深圳市合众传媒有限公司
（二）深圳市天宝广播电视网络股份有限公司	（十一）深圳市深视传媒有限公司
（三）深圳市天隆广播电视网络股份有限公司	（十二）深圳市文化产业（国际）会展有限公司

资料来源：深圳市政府网站，国信证券经济研究所

图表 11：天威视讯本部及其子公司所得税率

单位，万元	持股比例	2009 净利	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
天威视讯母公司		7,388	15%	18%	20%	22%	24%	25%	25%
免税					0%	0%	0%	0%	0%
深圳市天威广告有限公司	95%	2	15%	18%	20%	22%	24%	25%	25%
深圳市迪威特数字视讯技术有限公司	75%	179	15%	18%	20%	22%	24%	25%	25%
深圳市天威网络工程有限公司	100%	104	33%	33%	25%	25%	25%	25%	25%
深圳市天威数据网络股份有限公司	100%	105	15%	18%	20%	22%	24%	25%	25%
深圳市天华世纪传媒有限公司	60%	141	33%	25%	25%	25%	25%	25%	25%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

1、免税的可能方案：2009-2013 年的完整期间

这里主要的问题涉及两个，其一是免税是否包括天威旗下的子公司；其二是在获得免税优惠的时点上，是否退还 2009 年以后的所得税。

(1) **免税主体：天威视讯母公司。**从深圳市政府披露的第二批文化体制改革试点单位名单看，天威视讯母公司被列入其中，而不包括旗下的其他子公司。天威视讯母公司 2008-2012 年执行过渡税率，所得税率分别为 18%、20%、22%、24%和 25%，一旦免税，皆归为 0

(2) **退还 2009 年所得税的可能性很大，增厚 EPS 为 0.058 元。**从歌华有线等公司的免税经验看，如果税务认定天威的免税期限为 2009-2013 年，则很可能退还 2009 年所交的所得税 1558 万元，增厚 EPS 为 0.058 元。

2、免税提升 2010-2012 年 EPS 为 0.077 元、0.179 元和 0.220 元。

免税对天威视讯的影响可以从两个方面来理解。其一是 EPS 的提升，其二是对企业价值的提升。

(1) **提升 2010-2012 年 EPS 为 0.077 元、0.179 元和 0.220 元。**在未取得免税的基础上，我们预测天威视讯 2010-2012 年的 EPS 为 0.299 元、0.590 元和 0.678 元，而考虑免税（不含退还 2009 年所得税），则对应的 EPS 为 0.376 元、0.769 元和 0.899 元。免税对 2010-12 年的影响为 0.077 元、0.179 元和 0.220 元。如果进一步考虑退还 2009 年所得税，则对 2010 年业绩的提升幅度为 0.135 元。

(2) **提升每股价值 0.60 元。**因免税优惠至 2013 年结束，按照 5 年的免税期限计算，2010 年-2013 年免税金额分别为 2045 万元、4727 万元、5799 万元和 6564 万元。若按照 10%的折现率计算，则提升企业价值 1.61 亿元，相当于每股 0.60 元，若考虑 2009 年所得税的退还，则提升企业价值 1.78 亿元，相当于每股 0.67 元。

路径之三：关外资产整合，增厚 2011-12 年 EPS 为 0.18 和 0.17 元

天威视讯目前经营深圳关内有线电视网络，涵盖区域包括罗湖区、福田区和南山区，约有 80 万用户规模（具体计算参见附录）。而关外的龙岗区 and 宝安区并不归属于上市公司，宝安区由天宝网络经营，龙岗区由天隆网络经营，光明新区由天明网络经营，天威视讯之大股东深圳广电集团分别持有天宝、天隆、天明之 51%、51%和 100%的股权。

在目前省网整合、国家网络公司组建的背景下，市网整合刻不容缓。关于整合过程，我们的推断如下。

(1) **关于时点：2011 年 4 月底之前的可能性较大。**原因之一在于国家广电总局要求 2010 年底各地基本完成省网整合，市网整合刻不容缓；原因之二在于 2010 年 4 和 2011 年一季度折旧摊销结束，使得天威视讯的 EPS 跳跃式增加，若集团按照定向增发的方案收购，则届时增发价并非特别有利，2010 年报和 2011 年一季报的披露时间均为 2011 年 4 月 30 日之前。

(2) **用户规模：约 157 万户。**根据附录一的推断，2009 年，天威视讯在关内的用户规模约 86 万户，我们按照常住人口分布的比例关系推断关外

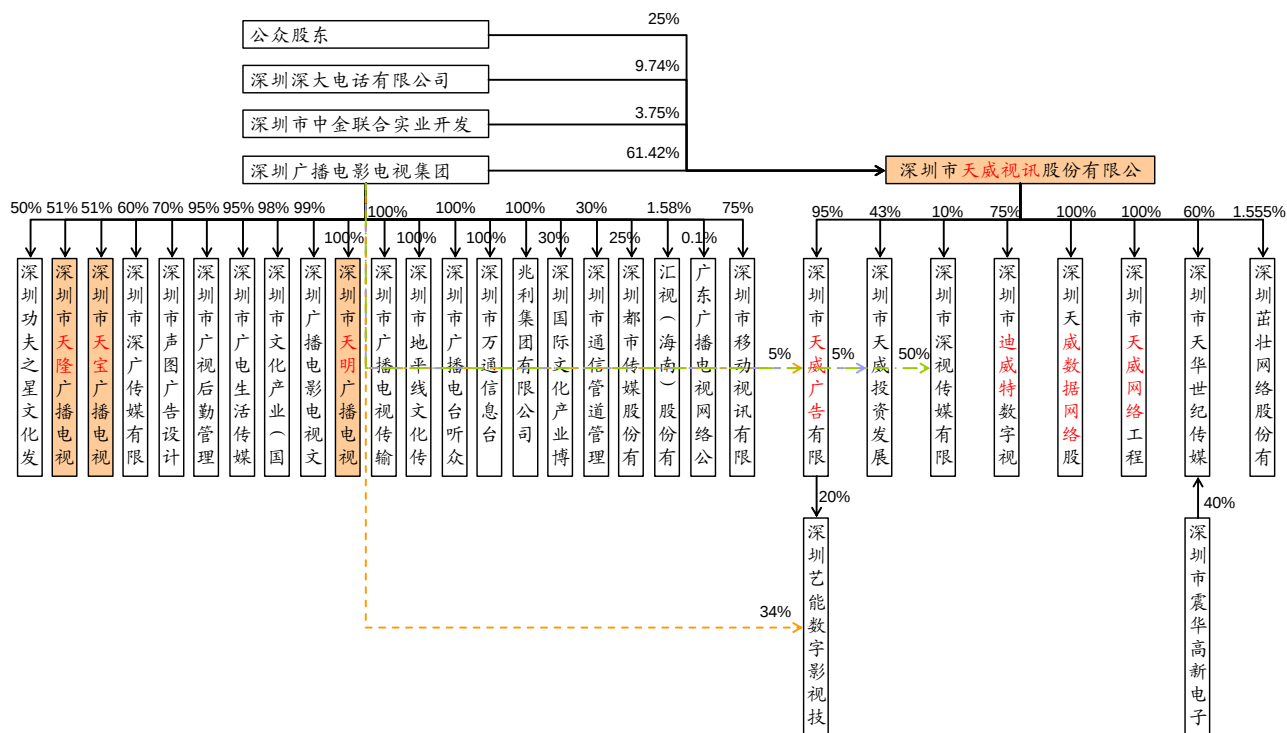
各区用户规模, 2009 年关内(罗湖、福田、南山)常住人口 308 万人, 对应 86 万有线用户, 宝安区常住人口 318 万人, 预估有线用户为 88.8 万户; 龙岗区常住人口 201 万人(含坪山新区), 预估有线用户 56.2 万户; 光明新区常住人口 41.6 万人, 预估有线用户 11.6 万户; 照此预期, 关外用户合计为 157 万户, 天隆和天宝的用户合计约 145 万户。

- (3) **收购对象: 天隆、天宝和天明 100%的股权。**根据披露股权架构, 天威视讯之大股东深圳广电集团持有天隆、天宝和天明 51%、51%和 100%的股权。市场因此预期收购比例仅限于深圳广电集团所持股权。但是我们认为收购各子公司 100%股权的可能性最大。其一, 天隆和天宝 2009 年底并未进行网台分离, 若进行网台分离, 深圳广电集团很可能持有两公司 100%之股权。其二, 近期武汉塑料对湖北省有线网的整合经验也表明, 在进行整合之时, 小股东倾向于换股成为上市公司的股东。
- (4) **盈利情况: 预估为 5770 万元。**我们只能看到天隆和天宝 2009 年度的财务资料, 合计收入 3.25 亿元, 同比增长 7%; 合计净利润 6236 万元, 同比增长 12%。但是当时天隆和天宝并未完成网台分离的改革, 因此财务资料中含有广告的收入和利润。我们按照收入比例来拆分利润比例, 保守起见, 我们仅考虑天隆和天宝的基本收费收入(16 元/月, 假定 2009 年为模拟用户), 则有线收入合计为 2.78 亿元, 占收入比例为 86%, 由此推断, 天隆和天宝有线业务的 2009 年的净利润为 5343 万元, 并以用户比例简单推断, 天明网络的净利润为 427 万元, 关外净利润合计为 5770 万元。
- (5) **收购定价: 预估为 11 亿元。**以 A 股有线网络在一级市场上的收购定价作为参照, 平均为 388 元/户, 中位数为 468 元/户, 最高位 732 元/户, 我们假定按照 700 元/户进行定价(相对保守), 收购价格约 11 亿元, 结合我们对净利润的推断, 对应 2009 年的 PE 约为 19 倍。
- (6) **增发股份: 预估约 4000 万股。**若按照目前的约 28 元的价格进行增发, 则需要增发 3928 万股, 我们这里按照 27.5 元/股的假设进行计算, 则增发股本约为 4000 万股, 增发后, 天威视讯的总股本将达到 3.07 亿股。
- (7) **影响盈利的因素之一: 关外亦免税, 关外净利润预估增至 7693 万元。**深圳市政府披露的第二批文化体制改革试点单位中, 天隆网络和天宝网路赫然在列, 假定天隆和天宝之前的税率为 25%, 则免税后, 关外资产的净利润将从 5770 万元增加至 7693 万元。
- (8) **影响盈利的因素之二: 数字化影响为正。**尽管数字化伴随着网络改造和赠送机顶盒及智能卡, 但同时也伴随着提价, 关外收视费从 16 元/月提高到 28 元/月。数字化后每户收入增加 144 元/年, 而今机顶盒和智能卡合计价格低于 350 元(5 年摊销), 即每年摊销成本低于 70 元, 每户网改成本低于 400 元(10 年摊销), 即每年折旧成本 40 元, 一次性人工等费用 20 元/户, 数字化带来的新增不超过 130 元/年/户, 而新增收入完全能够覆盖这些成本。事实上, 我们也看到广电网络等公司的数字化整转已经能够贡献净利润。
- (9) **影响净利润的因素之三: 保守按照 5%的增长计算。**我们推断 5770 万元的净利润是 2009 年的财务资料, 考虑免税后 7693 万元的净利同样为 2009 年度, 而若推断 2011 年的增厚影响, 则需要推断 2011 年的净

利润，我们保守按照 5% 的增速假定。则 2010-2011 年免税前的净利润为 6059 万元、6361 万元；免税后的净利润分别为 8078 万元、8481 万元。

(10) **业绩增厚：考虑关外免税后增厚 2010-2011 年 EPS 幅度为 0.214 元和 0.176 元。**根据我们之前的预测，考虑关内免税的基础上，天威视讯 2010-2011 年净利润约为 1.0 亿元和 2.05 亿元。同时考虑关外的免税，将增厚 2010-2011 年 EPS 为 0.214 元和 0.176 元，若不考虑关外免税，则对 2010-2011 年业绩的增厚幅度为 0.148 元和 0.107 元。

图表 12: 深圳广电集团及天威视讯组织架构图



资料来源：天威视讯招股说明书，国信证券经济研究所

图表 13: A 股有线网络资产历次收购定价

公司	公告时间	收购资产类别	收购比例	收购价格 (百万)	PS	PE	PB	每户 价值
东方明珠	2007-4	东方有线	10%	160		12.5	2.4	364
		太原有线	50%	220	2.4	..	1.7	677
歌华有线	2001-12/2002-2	北京远郊有线网络资产	100%	165	..	..	..	335
	2004-9	涿州有线网络	95%	12	3.3	12.4	1.2	459
广电网络	2006-4	陕西 11 地市有线网络资产	100%	1099	2.5	14.7	0.9	388
中信国安	2006-11	益阳国安广播电视宽带网络	49%	36	4.2	16.1	1.0	
	2007-12	安徽广电信息网络股份有限公司	19%	71	1.5	70.1	1.0	319
电广传媒	2007-12	湖南广播电视网络有限责任公司	38%	38	4.7	..	..	
	2006-4	湖南广播电视网络有限责任公司	62%	62	4.4	..	3.1	
天威视讯	2007-9	深圳南油广播电视站	100%	53	..	..	1.7	
武汉塑料	2010-5	湖北武汉、荆州、襄樊等地资产	100%	2480	3.8	19.7	1.5	732
mean					3.4	24.3	1.6	467.7
median					3.6	15.4	1.5	388.0

资料来源: 各公司公告 国信证券经济研究所

图表 14: 深圳各区人口分布

万人	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
常住人口	630.1	658.1	702.3	735.3	827.8	846.8	861.6	876.8	891.2
特区（关内）	241.7	252.3	267.9	281.2	313.8	318.9	323.8	326.6	330.8
福田区	84.4	88.6	94.7	99.6	116.1	118.2	119.9	119.0	120.6
罗湖区	68.7	71.8	76.7	80.0	86.0	86.8	87.5	87.9	88.5
南山区	75.1	77.7	81.2	85.3	90.1	92.0	94.3	97.2	98.9
盐田区	13.5	14.2	15.3	16.3	21.6	21.9	22.1	22.5	22.8
非特区（关外）	388.4	405.8	434.4	454.2	514.0	527.9	537.7	550.2	560.5
宝安区	282.4	293.6	310.3	318.3	330.1	338.0	344.7	351.4	317.7
龙岗区	106.0	112.3	124.1	135.9	183.9	189.9	193.1	198.8	180.0
光明新区									41.6
坪山新区									21.1
户籍人口	132.0	139.3	150.6	165.1	181.9	198.3	212.4	228.1	241.4
特区（关内）	83.2	87.6	95.0	104.4	114.3	124.2	132.6	145.8	157.7
福田区	33.3	35.6	38.8	42.2	46.0	48.7	51.7	56.2	60.4
罗湖区	29.6	29.9	31.4	33.3	34.8	36.7	38.2	41.1	43.5
南山区	17.6	19.3	21.9	25.8	30.3	35.5	39.0	44.6	49.5
盐田区	2.7	2.8	2.9	3.0	3.2	3.3	3.6	4.0	4.3
非特区（关外）	48.8	51.7	55.5	60.8	67.7	74.1	79.8	82.2	83.8
宝安区	27.5	28.9	30.9	33.1	35.5	39.4	42.8	44.5	41.2
龙岗区	21.3	22.8	24.7	27.7	32.2	34.8	37.0	37.7	34.3
光明新区									4.6
坪山新区									3.7

资料来源：深圳市政府网站，国信证券经济研究所

图表 15: 深圳有线电视经营区划



资料来源：深圳市政府网站，国信证券经济研究所

图表 16: 深广电集团及深圳关外有线网络财务状况

单位: 百万, %	深圳广电集团	天宝网络	天隆网络	天明网络	盐田区	蛇口区
运营区域		宝安区	龙岗区	光明新区		
深广电控股比例		51%	51%	100%	100%	0% (蛇口电视台控股)
用户规模 (万户)		89	56	12	3	20
总资产	3,478.4	597.8	450.6			
净资产	2,857.0	555.6	408.1			
主营业务收入	1,224.1	164.9	160.0			
净利润	18.5	30.1	32.2			
净利率	1.5%	18.3%	20.1%			
ROE	0.6%	5.4%	7.9%			

资料来源: 公司公告 国信证券经济研究所

注: 深圳广电集团财务资料为 2008 年度资料, 天宝和天隆为 2009 年度资料, 用户资料为推断数。

估值提升的路径: 预期也有价值

路径之一: 广东省网整合预期

市场曾经对天威视讯整合广东省网存在预期, 但是 2010 年发生的两件事情使得这一预期几乎被浇灭。(1) 3 月 2 日, 广东召开了全省广电有线网络重组工作动员会, 确定广东省有线网络整合的计划步骤为: 除深圳、广州外, 全省其他地市有线网络资产进行评估, 作为入股依据; 广州有线网络资产并入, 以珠江数码为主体成为新成立省级有线网络公司的广州分公司; 最后深圳有线网络再以适当的方式进入省级公司。(2) 7 月 15 日, 南方传媒集团成为光华控股 (000546.SZ) 实际控制人, 而南方传媒集团同样是广东有线 (广东省网公司) 的实际控制人, 由此, 市场预期光华控股将取代天威视讯成为广东省网整合的平台。

市场如此预期其实存在偏差, 原因如下:

- (1) 南方传媒集团并非只有有线网络可以注入上市公司。从 2008 年国家广电总局披露的资料看, 南方传媒集团约有 21 亿元广告收入, 有线网络收入只有 4 亿元。按照 10% 的净利率计算, 广告的净利润约有 2 亿元, 有线网络的净利润约 5000 万元, 在省网公司未整合广东其他地市网络之前, 广告资产是南方传媒集团旗下最为赚钱的资产, 以广告资产注入光华控股同样可能。
- (2) 省网公司上市的可能性很大。省网公司之所以要上市, 有几个考量因素, 其一, 省网公司整合各地市资产需要大量资金, 即使换股, 各地市更加倾向于上市公司的股权; 其二, 目前国家网络公司成立, 可以预期最终所有的网络公司均可能纳入国家网络公司的架构下, 上市能提升未来资产评估的价格; 其三, 也有利于公司治理和政绩。
- (3) 同一省内, 两个上市公司平台的可能性很小。市网、省网和国家网络整合的大趋势在三网融合的背景下愈演愈烈, 深圳最终进入省网公司是必然。在此背景下, 目前还没有出现同一省内两个有线网络上市公司的情況, 这在部分关联交易、公司治理上都存在很大的难点。
- (4) 可能方案之一: 省网公司先借壳上市, 同时收购天威视讯。不管是通过现金收购还是换股的方式, 均将在天威的市价基础上进一步溢价收购。总体上, 必然对股东有利, 要不然天威视讯的原有股东怎能同意。

(5) **可能方案之二：直接通过天威视讯借壳上市。**这只要在天威价格合适的时候增发即可做到。从操作的繁简程度，我们仍旧倾向于这一方案，当然，省网上市的是在于获得上市公司的控股权，在评估价格不变的情况下，总体上，省网公司倾向于通过总市值较小的壳上市。

(6) **可能方案之三：先行 IPO，然后收购天威视讯。**这一方案有诸多优点，但是缺点在于需要等待较长时间，IPO 的标准较借壳严格，特别是对于目前正在进行省内整合的省网公司。

总体来看，从省网上市的紧迫性以及易于操作的角度看，省网公司仍旧存在通过天威上市的可能性。即使不通过天威上市，在省网整合的后期阶段，也很可能溢价收购天威视讯的股权。不论从何种角度看，省网整合对天威视讯都是正面影响。

图表 17: 全国有线电视网络资产的整合路径

步骤 1: 3+2000 2010 年之前	步骤 2: 3+31 截止 2010 年底	步骤 3: 3+ “1+X” 截止 2012 年底	步骤 4: 3+1 2012 年开始
● 成因: “国家、省、市、县”四级投资、四级建网的结果; ● 跨区域案例: 歌华收购涿州有线、东方明珠收购太原有线 50% 股权、中信国安参股多处资产;	● 政策: 2009.7《文化产业振兴规划》，2009.08《关于加快广播电视有线网络发展意见的通知》，规定 2010 年基本完成省网整合; ● 案例与进展: 陕西、江苏、湖南、浙江、广西、广东、贵州等地已经基本完成省网整合;	● 政策: 2010.1《推进三网融合总体方案》提出组建国家网络公司; ● 进展: 2010.8 国家有线电视网络公司筹备小组成立，由张海涛挂帅任组长，公司名称确定为“中国广播电视网络公司”。 ● 后续进展: 整合的将采取“先易后难”的整合策略，后续将出台具体方案，先中西部后东部，先非上市公司，后上市公司。	● 背景: 2013-2015 年为三网融合全面推行的阶段，国家级网络公司将作为广电的主体参与竞争，届时将真正形成“3+1”的竞争格局; ● 3+1 之后: 国网公司将获得宽带出口权和建立自己的 IDC，语音、宽带、视频业务全面推进，并真正迈入 NGB 时代。

资料来源: 国信证券经济研究所

图表 18: 广东省有线用户规模名列前茅 (单位, 万户)

地区	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR (05-08/09)	地区	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR (05-08/09)
全国	12,872	13,995	15,325	16,398	17,523	8.0%	黑龙江	305	353	394	446	498	13.0%
江苏	1,076	1,235	1,452	1,569	1,722	12.5%	重庆	431	430	431	446	455	1.4%
广东	1,122	1,248	1,346	1,494	1,572	8.8%	陕西	300	349	389	419		11.8%
深圳	171	197		217		8.1%	北京	282	320	345	383	408	9.7%
其他	951	1,052		1,277		10.3%	江西	329	353	367	382	407	5.5%
山东	1,008	1,162	1,371	1,371		10.8%	安徽	300	317	337	372	390	6.8%
四川	1,014	1,062	1,120	1,169	1,214	4.6%	山西	350	328	343	368	386	2.4%
浙江	890	948	1,009	1,057	1,110	5.7%	贵州	280	325	335	338		6.5%
湖北	508	576	650	730	803	12.1%	内蒙	213	233	260	283	292	8.2%
辽宁	516	526	594	678	783	10.9%	吉林	255	270	278	274	294	3.6%
河北	475	541	570	616	625	7.1%	天津	194	200	213	222	243	5.8%
河南	481	506	545	584	640	7.4%	甘肃	173	178	184	188	195	3.1%
湖南	428	470	510	544	606	9.1%	新疆	140	154	162	164		5.3%
广西	450	467	487	539		6.2%	海南	58	66	76	93	107	16.6%
上海	435	477	499	527	558	6.4%	宁夏	40	44	67	67	66	13.1%
福建	423	447	491	516	527	5.6%	青海	31	31	34	36		5.2%
云南	320	364	404	461		12.9%	西藏	12	14	15	16		9.5%

资料来源: 国家广电总局, 国信证券经济研究所

如果采取溢价收购天威视讯的方式，溢价率至少应该让股东满意到投赞成票。我们主要讨论借壳天威视讯对股权价值的影响。

- (1) **省网用户：除深圳外约 1330 万户。** 广东全省 2009 年有线电视用户总规模约 1572 万户，位居全国第二位，扣除深圳约 240 万户，用户规模约 1330 万户。并以 10% 的速度增长，超过了全国平均 8% 的增速。2008 年，全省有线网络入户率 63.3%，位列全国第 6 位，超过全国 41.6% 的平均水平。
- (2) **收入利润：预估 30 亿元收入和 3 亿元净利润。** 从 2008 年的公开资料推断，广东全省有线网络收入 38.8 亿元，扣除深圳 8.3 亿元，30.5 亿元，假定 10% 的净利率水平（天威视讯 2009 年净利率为 10%，南方传媒国际控股公司 2008-2009 年的净利率水平为 8% 和 13%），则全省有线网络净利润约为 3 亿元。
- (3) **评估价值：预估约 80 亿元。** 因广东其他地区用户贡献的收入和利润不如深圳地区，我们假定收购价格为 600 元/户，即评估总价值约 80 亿元。
- (4) **增发股本：约 2.6 亿股。** 若按照目前 30-31 元的价格进行增发，则需要增发约 2.6 股本，在考虑天威视讯收购关外后的基础上，股本将从 2.67 亿股，扩充到 3.07 亿元，并进一步扩充到 5.67 亿股。增发完成后，省网公司占新公司比例为 45.8%，深圳广电集团占比 36%。
- (5) **对 EPS 的影响：增厚 0.273 元。** 以上我们推断 3 亿元的净利润水平是 2008 年的水平，换算到 2011 年，假定净利润按照用户增长率（10.3%）进行增长，则 2011 年净利润约 4 亿元。考虑天威视讯 2011 年收购关外资产（免税）的基础上，天威视讯 2011 年净利润约有 2.9 亿元，即合计利润 6.9 亿元，按照 5.67 亿的股本推算，EPS 约为 1.217 元，相对于 0.944 元，增厚 0.273 元，增厚幅度为 29%。
- (6) **总价值：约 350 亿元。** 考虑省网收购，若按照市场对有线网络平均的 50 倍 PE 推算，届时每股价值约 61 元，对应总市值约 350 亿元，每户市值约 2200 元。

图表 19：2008 年广东省各级广电收入

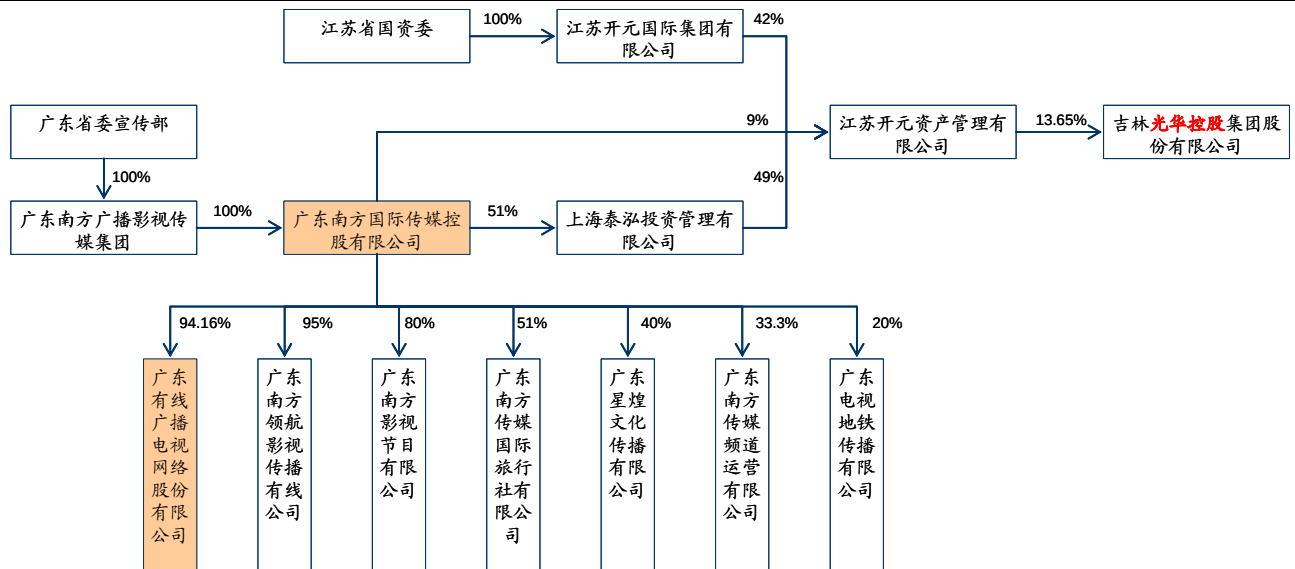
单位，亿元	广东全省	省级		地市级		县级		深圳	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总收入	12,513	4,015	32.1%	6,755	54.0%	1,743	13.9%	2,634	21.1%
广告收入	6,074	2,102	34.6%	3,455	56.9%	517	8.5%	1,463	24.1%
广播广告	917	321	35.0%	546	59.6%	50	5.5%	210	22.9%
电视广告收入	5,072	1,754	34.6%	2,874	56.7%	444	8.8%	1,233	24.3%
网络收入	3,875	412	10.6%	2,404	62.0%	1,059	27.3%	833	21.5%
有线电视收视费	2,776	192	6.9%	1,602	57.7%	982	35.4%	455	16.4%
付费电视收入	64	3	4.0%	61	95.8%	0	0.1%	32	50.7%
资产总额	29,328	8,168	27.9%	16,632	56.7%	4,528	15.4%	6,855	23.4%

资料来源：国家广电总局，国信证券经济研究所

图表 20: 广东省有线入户率居全国前列

地区	2005	2008	change	地区	2005	2008	change
上海	88.7%	104.8%	16.1%	内蒙古	29.9%	37.7%	7.9%
北京	64.1%	81.0%	16.9%	陕西	29.1%	37.7%	8.6%
浙江	59.0%	66.9%	8.0%	宁夏	38.8%	37.4%	-1.4%
天津	61.5%	66.7%	5.2%	山西	41.7%	36.2%	-5.5%
江苏	46.1%	65.8%	19.7%	黑龙江	26.9%	35.6%	8.8%
广东	58.1%	63.3%	5.3%	贵州	29.0%	31.1%	2.1%
福建	46.4%	53.2%	6.8%	吉林	31.0%	31.0%	0.0%
山东	36.4%	48.4%	12.0%	江西	26.9%	30.2%	3.3%
辽宁	38.5%	45.8%	7.3%	河北	24.3%	30.0%	5.7%
四川	39.9%	43.0%	3.0%	新疆	35.7%	29.9%	-5.8%
海南	29.4%	42.9%	13.6%	甘肃	26.5%	26.2%	-0.3%
重庆	43.6%	42.2%	-1.4%	湖南	21.6%	26.1%	4.5%
全国	35.0%	41.6%	6.6%	西藏	22.6%	26.0%	3.4%
云南	30.0%	38.5%	8.4%	青海	24.8%	25.2%	0.4%
湖北	29.0%	38.3%	9.2%	河南	18.7%	20.5%	1.8%
广西	35.0%	38.1%	3.1%	安徽	16.7%	19.1%	2.3%

资料来源: 国家广电总局, 国信证券经济研究所

图表 21: 南方国际传媒控股有限公司之股权架构


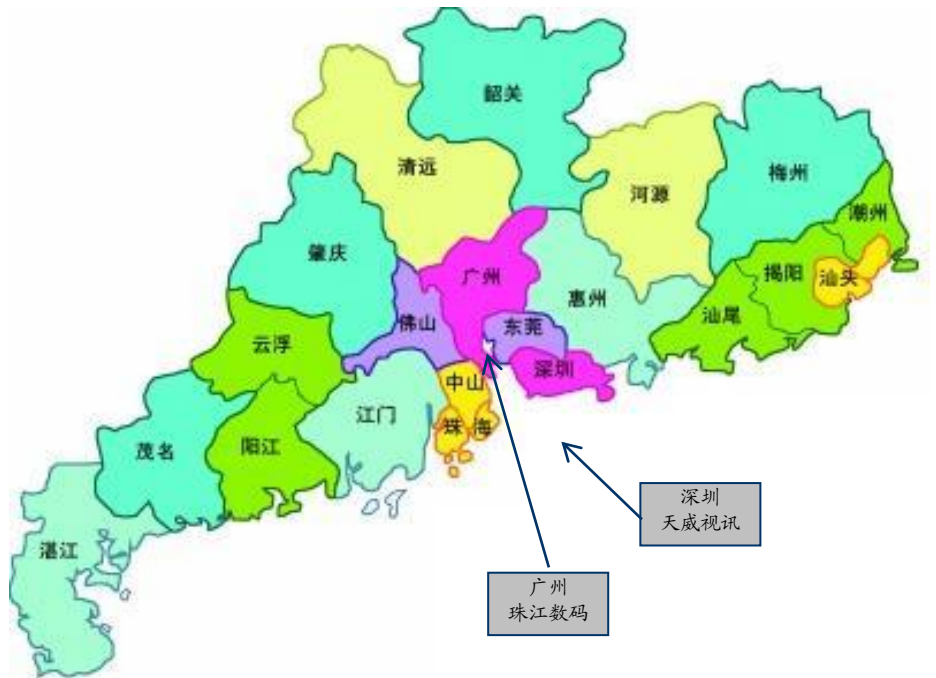
资料来源: 光华控股公告, 国信证券经济研究所

图表 22: 南方国际传媒控股有限公司财务状况 (经审计之合并报表)

单位, 百万元	2007	2008	2009	YoY
总资产	146.7	1,368.9	1,469.5	7.3%
总负债	16.5	717.6	628.5	-12.4%
净资产	130.2	651.3	840.9	29.1%
主营业务收入	291.5	630.4	631.9	0.2%
净利润	3.8	50.7	84.0	65.6%
资产负债率	11.3%	52.4%	42.8%	-9.6%
ROA	2.6%	3.7%	5.7%	2.0%
ROE	2.9%	7.8%	10.0%	2.2%
净利率	1.3%	8.0%	13.3%	5.3%

资料来源: 光华控股公告, 国信证券经济研究所

图表 23: 广东省有线电视经营区域



资料来源：国信证券经济研究所

路径之二：不确定性逐步消失

以上我们讨论了天威视讯业绩提升的三个路径: 机顶盒和智能卡折旧摊销的结束、天威视讯母公司免税、对国外资产收购及相关资产免税。也讨论了广东省网整合的预期, 这些事件发生的可能性从高到底依次是: 折旧摊销结束 (确定性)、天威视讯母公司免税和国外资产免税 (基本确定, 可能性超过 95%)、国外资产收购 (大概率, 可能性超过 90%)、省网整合 (收购或者被收购, 可能性超过 60%)。

随着时间的推移，不管实践是否发生，不确定性都将消失，总体来看，我们认为免税、关外收购将逐渐兑现。

而对于省网整合，若省网借壳天威，则对应 2011 年 EPS 约 1.217 元，增厚幅度约 29%；若天威被溢价收购，溢价率同样有可能超过 29%；若整合不发生，则对天威的价值影响为 0。因此，不论是省网借壳天威或是天威被吸收合并，只要整合发生，都将有 30% 的估值溢价，我们认为这一整合的可能性超过 60%，也即对天威视讯估值时应该反映 18% 的估值溢价。

合理价值 47 元/股，上调评级至“推荐”

除了 DCF 和 FCFE/FCFF 等绝对估值方法外,对有线网络估值的相对方法至少包括 PE/PB/PS、EV/EBITDA、EV/Subs、MV/Subs。总体来看,相对估值方法解决的是横向和纵向可比性问题,即以同一估值标杆对不同公司或者同一公司不同时期进行估值。在此基础上,我们从三个方面评判相对估值方法的有效性:(1)能否反映数字化的实质,即赠送机顶盒伴随着提价;(2)能否反映管理层的绩效;(3)能否反映增值业务发展预期。

总体来看，我们认为 PE 仍然是 A 股有线网络中最合理的估值方法，EV/Subs 的问题在于不能很好反映管理层绩效的差异；EV/EBITDA 的问题在于不能很好反映中国式数字化整转的特质，整转期间因提价带来 EBITDA 提高，在此基础上用 EV/EBITDA 估值，容易高估企业价值。而 PE 则相对平衡，能够很好反映管理层的绩效，同样能有效捕捉到数字化过程中成本收入变化的影响。

A 股纯有线网络 2011 年平均 PE 为 42 倍，而根据我们对天威视讯的盈利预测，考虑折旧摊销、免税、关外收购和关外免税后，2011 年 EPS 有望达到 0.944 元，同时考虑省网整合预期下 18% 的估值溢价，则相当于 50 倍的 PE，从而判断天威视讯的合理价为 47 元，并上调评级至“推荐”。

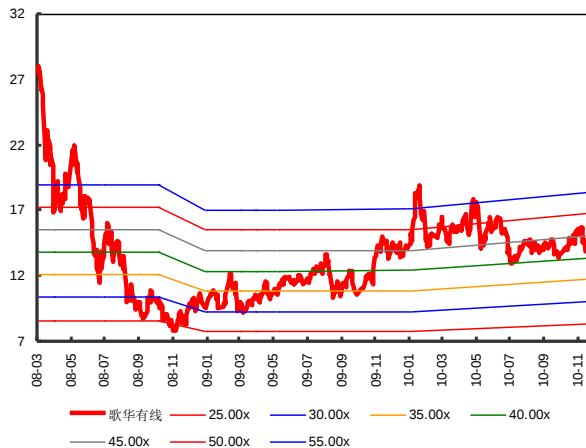
股价表现的催化剂包括：（1）折旧摊销在 2010 年四季度（年报）和 2011 年季报中体现；（2）天威视讯母公司免税的正式确认；（3）关外资产收购启动；（4）关外资产免税；（5）省网整合的预期加强。投资风险则表现在整合本身存在的不确定性。

图表 24: PE 仍然是 A 股有线网络中最合理的相对估值方法

标准	PE	PB	PS	EV/EBITDA	EV/Subs
能否反映数字化实质?	中	中	差	差	好
能否反映管理层的绩效	好	差	差	好	差
能否反映增值业务发展的预期	好	中	中	好	好

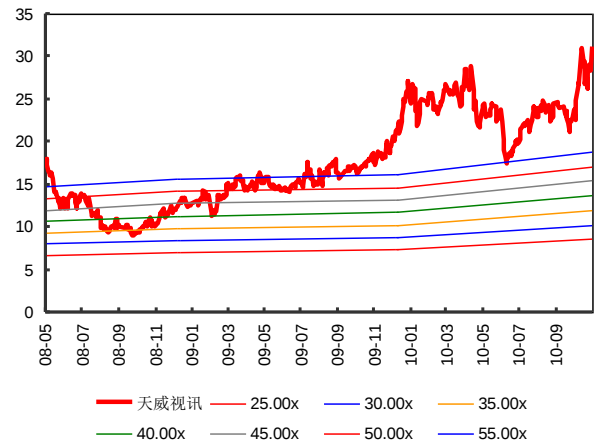
资料来源：国信证券经济研究所

图表 25: 歌华有线 PE-BAND



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图表 26: 天威视讯 PE-BAND



资料来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图表 27: A 股纯有线网络估值

代码	简称	现价	市值	用户/终端, 万	MV/Subs	2009	EPS 2010E	2011E	2009	PE 2010E	2011E
600037	歌华有线	14.29	151.53	413	3669	0.34	0.34	0.35	41.5	41.6	40.5
600831	广电网络	11.30	63.67	445	1431	0.14	0.19	0.24	80.3	58.4	46.5
000665	武汉塑料	17.44	66.80	340	1965		0.37	0.44		47.1	39.6
	平均数				2355				60.9	49.1	42.2
002238	天威视讯	31.11	83.06	108	7691	0.30	0.38	0.77	104.1	82.7	40.4

资料来源：Wind 资讯，各公司公告，国信证券经济研究所

附录

附录一：从数字终端推断有线用户数

天威视讯只披露了数字终端数，而未披露其有线用户数。终端和用户的区别在于：一个用户可以同时有多个终端，包括第一终端（28 元/月）和第二终端（14 元/月）。2007-2009 年，天威视讯披露的终端数分别为 100 万个、105.9 万个和 107.9 万个。

之所以要获取用户数准确数据，是因为计算 ARPU 值和推断关外用户数的需要。为了从数字终端推断用户数，我们借助另外两个重要信息：（1）天威视讯 2006-2008 年期间对数字电视基本收视费免征营业税；（2）2007-2008 年免征营业税分别为 872 万元和 935 万元。

以 2007 年为例，推断有线用户的步骤如下：

- （1） 假定有线用户数为 x 万户，其收费为 28 元/月，第二终端数位 y 万个，其收费为 14 元/月。
- （2） 2007 年终端总数为 100 万个，即有 $x + y = 100$ 。
- （3） 通过 2007 年免征营业税 872 万元，和 3% 的营业税率，推断数字电视基本收视费为 2.91 亿元，即有 $28x + 14y = 29061$ 。
- （4） 求解上述二元一次方程，得 $x = 73.0$ ； $y = 27.0$ 。

按照以上同样的方法，推断 2008 年天威视讯的有线用户数为 79.6 万户。2009 年用户规模的推断建立在 2008 年的基础之上，假定用户增长等同户籍人口的增长率，这一点从 2008 年相对 2007 年的变化可以得到印证，关内户籍人口增长 10%，有线用户增长 9%。而 2009 年关内户籍人口增长 8.1%，按照同一增长率计算，2009 年底关内（罗湖、福田和南山）有线电视用户数为 86 万户。

附录二：天威视讯盈利预测简表

图表 28：天威视讯盈利预测简表

单位：百万，万户，万个	1H2008	2H2008	1H2009	2H2009	1H2010	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	341.0	377.0	370.8	382.1	386.8	710.6	752.8	823.3	884.2	941.7	997.8
电视收视	162.3	180.1	196.0	192.2	193.1	342.4	388.2	438.8	494.9	550.2	602.6
有线宽频	87.3	96.0	95.3	96.8	96.8	183.4	192.2	205.6	218.5	230.7	239.2
广告代理	4.6	5.2	4.7	6.0	4.7	9.8	10.7	11.8	13.0	14.2	15.7
节目传输	40.6	40.8	43.2	43.4	43.8	81	86.6	87.4	88.5	89.6	91
机顶盒销售	21.1	17.0	8.7	23.8	22.9	38.1	32.5	29.3	26.5	23.9	21.6
工程及入网费	20.8	18.3	13.6	14.7	12.4	39.2	28.4	27.5	25.8	14.6	8.3
运营支撑系统	0.5	7.1	4.3	(0.1)	8.5	7.6	4.2	11.7	5.1	5.4	5.6
其他	3.7	12.4	4.9	5.4	4.5	8.8	10.1	11.1	12.1	13.1	14.1
营业总成本	288.4	327.3	321.6	338.2	343.1	603.0	634.5	702.4	660.3	685.1	710.5
营业成本	231.7	253.0	244.3	257.9	260.2	484.7	502.3	527.2	475.9	491.4	499.6
营业税金及附加	6.0	6.8	12.4	12.9	12.6	12.8	25.3	27.4	29.0	31.1	33.1
管理费用	35.4	50.4	44.6	49.6	48.4	85.8	94.2	101.3	108.8	115.8	122.7
销售费用	15.3	17.1	20.3	17.7	21.9	32.4	38.0	74.0	75.6	77.8	88.2

人工成本	37.6	74.9	56.9	74.9	53.7	112.5	131.9	145.2	159.2	173.8	189.0
as % of rev.	11.0%	19.9%	15.3%	19.6%	13.9%	15.8%	17.5%	17.9%	18.3%	18.7%	19.2%
折旧摊销	124.0	123.5	123.4	117.0	125.0	247.5	246.9	236.1	160.7	153.4	142.3
as % of rev.	36.4%	32.8%	33.3%	30.6%	32.3%	34.8%	32.8%	29.1%	18.4%	16.5%	14.5%
扣除机顶盒和智能卡	57.0	55.9	56.4	57.8	62.7	134.5	132.7	121.9	113.1	110.7	101.8
固定资产折旧	52.4	53.2	52.8	45.8	48.4	105.6	98.6	96.5	95.3	94.0	87.3
投资性房地产摊销	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
无形资产摊销	0.9	0.8	0.9	0.9	2.0	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
长期待摊费用摊销	70.1	68.9	69.1	69.8	74.0	138.9	138.9	136.6	62.4	56.4	52.0
一般运维费用	120.9	122.1	129.0	133.3	151.8	243.0	255.7	321.1	340.4	357.8	379.1
as % of rev.	35.5%	32.4%	34.8%	34.9%	39.3%	34.2%	34.0%	39.0%	38.5%	38.0%	38.0%
EBIT	52.6	49.6	49.2	43.9	43.7	107.7	118.3	120.8	223.9	256.6	287.3
EBIT margin	15.4%	13.2%	13.3%	11.5%	11.3%	15.1%	15.7%	14.7%	25.3%	27.2%	28.8%
EBITDA	244.9	245.7	252.3	250.3	276.8	490.5	502.7	557.2	501.1	511.2	521.5
EBITDA margin	71.8%	65.2%	68.0%	65.5%	71.6%	69.0%	66.8%	67.7%	56.7%	54.3%	52.3%
数字电视终端	103.5	105.9	106.4	107.9	108.9	105.9	107.9	111.9	116.8	122.9	129.2
交互电视终端	4.0	5.2	7.7	12.6	17.9	5.2	12.6	28.6	39.6	45.6	51.6
高清交互终端				5.7	12.1	0.0	5.7	20.7	30.7	35.7	40.7
付费频道终端	4.7	4.9	5.0	5.3	5.0	4.9	5.3	5.7	6.2	6.7	7.3
有线宽频在网用户	24.0	25.4	26.9	28.1	29.3	25.4	28.1	30.6	33.1	35.6	37.6

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

附录三：天威视讯高清互动业务套餐演变

图表 29：天威视讯高清互动业务（2009 年业务类型）

用户类型	业务类型	产品内容		产品价格	说明	
		所含硬件	所含业务			
新申请用户	租用机顶盒	高清互动机顶盒	无	12 元/月	1、同名、同地址、同账户的用户限租用两台以内(含两台) 高清互动机顶盒。 2、租机用户如停止定购套餐，将收取 12 元/月/台的租金。 3、如租机用户不再缴纳租金，将不再拥有机顶盒的使用权，需返还机顶盒。 4、租机用户需缴纳押金 500 元。如需租用智能卡，需另缴押金 100 元。 5、用户连续租用六年将获得机顶盒所有权。 6、天天影院套餐预缴一年到期后按 35 元/月扣费。	
		高清互动机顶盒	天天影院套餐包月	35 元/月		
		高清互动机顶盒	天天影院套餐预缴 1 年	360 元/年		
	购买机顶盒	高清互动机顶盒	无	1000 元		
在册用户	租用机顶盒	高清互动机顶盒	无	12 元/月	1、同名、同地址、同账户的用户限租用两台以内(含两台) 高清互动机顶盒。 2、租机用户如停止定购套餐，将收取 12 元/月/台的租金。 3、如租机用户不再缴纳租金，将不再拥有机顶盒的使用权，需返还机顶盒。 4、租机用户需缴纳押金 500 元。 5、用户连续租用六年将获得机顶盒所有权。 6、天天影院套餐预缴一年到期后按 35 元/月扣费。	
		高清互动机顶盒	天天影院套餐包月	35 元/月		
		高清互动机顶盒	天天影院套餐预缴 1 年	360 元/年		
	购买机顶盒	高清互动机顶盒	无	800 元		用户需返还旧机顶盒。
	备注	1、以上产品不包含有线数字电视基本收视维护费（主机：28 元/月台；副机：14 元/月台）。 2、购买机顶盒的用户如需新购卡，收取 100 元/卡的智能卡购置费。租机用户暂不受理智能卡购买业务。 3、新申请用户需缴纳装机工料费 100 元/台（副机 50 元/台）				

资料来源：天威视讯网站，国信证券经济研究所

图表 30: 天威视讯高清互动业务 (2010 年 7 月 31 日之前)

业务类型	产品内容		产品价格	
	所含硬件	所含增值业务		
购买机顶盒	高清互动机顶盒	10 套免费高清频道	1000 元	1.在注册用户可通过返还旧机顶盒及配件 (遥控器、音视频连接线) 抵扣 360 元 (2010 年 7 月 31 日以前)。 2.所有高清互动新用户均可免费体验电视时移、频道回看功能 1 个月。
租用机顶盒	高清互动机顶盒	10 套免费高清频道	15 元/月	

注:

- 1.以上产品不包含有线数字电视基本收视维护费 (主机: 28 元/月/台; 副机: 14 元/月/台)。
- 2.购买机顶盒的用户如需新购卡, 收取 60 元/卡的智能卡购置费。租机用户暂不受理智能卡购买业务。
- 3.新申请用户需缴纳装机工料费 100 元/台 (副机 50 元/台)。
- 4.同名、同地址、同帐户的用户限租用两台以内的 (含两台) 高清互动机顶盒。
- 5.如租机用户不再缴纳租金, 将不再拥有机顶盒的使用权, 需返还机顶盒及配件 (遥控器、音视频连接线和机尾线)。
- 6.租机用户需缴纳押金 500 元。如需租用智能卡, 需另缴押金 60 元。用户连续租用六年将获得机顶盒所有权。

资料来源: 天威视讯网站, 国信证券经济研究所

图表 31: 天威视讯高清互动业务 (2010 年 12 月 31 日之前)

业务类型	产品内容		产品价格	可享优惠
	基本业务	新增业务		
购买机顶盒	兼容标清单向机顶盒所有功能 (70 余套标清电视频道+音频广播+资讯 680)	10 套免费高清频道	1000 元	可免费获赠互动合家欢套餐一个月
换购机顶盒		10 套免费高清频道	640 元	用户需返还旧机顶盒及配件 (遥控器、音视频连接线和机尾线)
预存业务费优惠购机		10 套免费高清频道 互动合家欢套餐三个月 (天天影院+欧美影院+宏梦教育+时移回看+单片点播功能)	1060 元	用户可通过返还旧机顶盒及配件 (遥控器、音视频连接线和机尾线) 抵扣 360 元 (2010 年 12 月 31 日以前)
租用机顶盒		10 套免费高清频道	15 元/月	可免费获赠互动合家欢套餐一个月

注:

- 1.以上产品不包含有线数字电视基本收视维护费 (主机: 28 元/月/台; 副机: 14 元/月/台)。
- 2.购买机顶盒的用户如需新购卡, 收取 60 元/卡的智能卡购置费。租机用户暂不受理智能卡购买业务。
- 3.新申请用户需缴纳装机工料费 100 元/台 (副机 50 元/台)。
- 4.同名、同地址、同帐户的用户限租用两台以内 (含两台) 的高清互动机顶盒。
- 5.如租机用户不再缴纳租金, 将不再拥有机顶盒的使用权, 需返还机顶盒及配件 (遥控器、音视频连接线和机尾线)。
- 6.租机用户需缴纳押金 500 元。如需租用智能卡, 需另缴押金 60 元。
- 7.用户连续租用六年将获得机顶盒所有权。
- 8.预存业务费优惠购机用户在三个月互动合家欢套餐到期后将按 70 元/月扣费。

资料来源: 天威视讯网站, 国信证券经济研究所

图表 32: 高清互动电视功能业务套餐一览表

名称	时移、回看、录像功能			互动点播单套餐				其他互动功能
	电视时移	频道回看	频道录像	天天影院套餐	欧美电影套餐	宏梦教育套餐	单片点播	
单套餐业务	简介	根据电子节目菜单, 对已播出的电视节目 (一周内) 进行点播, 并可对观看节目进行暂停、快退、快进、定位、停止等操作	根据电子节目菜单可对尚未播出的一周内的电视节目进行预约录制, 并保留 15 天	汇集 5000 余小时影视、综艺、音乐、纪实和百科节目精华, 用户可以免费收看“高清体验专区”中 3000 余小时高清点播节目	为您呈现“CINEMAX”、“卫视国际电影台”、“贺曼影视台”及“索尼动作影视娱乐频道”四个频道的精彩内容	面向 3-12 岁的儿童开设, 提供丰富的课外兴趣培养节目、小学同步教育节目、儿童主题的综艺影视节目	总时长 500 小时, 大量经典影视节目供您一一品味	电视杂志、唱片点播、音乐壁画、证券资讯、互动游戏等
	单价	20 元/月	购买时移回看功能即可免费体验	35 元/月 360 元/年	30 元/月	30 元/月	单集点播费用 0.2 元-5.8 元	免费体验至 2010 年 12 月 31 日

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

组合套餐业务	互动娱乐套餐 包月：45 元 包年：500 元	•	•	•				•
	互动共享套餐 包月：60 元 包年：600 元			•	•	•	•	•
	互动合家欢套餐 包月：70 元 包年：700 元	•	•	•	•	•	•	•

资料来源：天威视讯网站，国信证券经济研究所

图表 33: 深圳特区高清电视信号

类型	频道及简介									
免费 高清	 央视一套 (高清)	 央视高清综合	 深圳卫视 (高清)	 广东卫视 (高清)	 北京卫视 (高清)	 湖南卫视 (高清)	 东方卫视 (高清)	 江苏卫视 (高清)	 黑龙江卫视 (高清)	 浙江卫视 (高清)
付费 高清	 CHC 高清电影	《华诚动作电影》频道：由国家广电总局电影频道节目中心开办，致力于为广大观众呈现各种充满视觉刺激和震撼的动作大片。全天 24 小时不间断播出，每晚 20:00，特别放送一部精彩大片。 《华诚高清电影》频道：2006 年 4 月，由国家广电总局电影频道节目中心开办，是全国唯一一个专业播放电影的高清频道。每天上午 9:00 开始，连续播出 18 小时，每晚 21 点的黄金时间推出一部重量级的国内外大片。								
	 HD 新视觉	上海文广高清新视觉频道：上海新闻传媒集团旗下文广互动电视有限公司开办的高清电视付费频道，2006 年 1 月 1 日正式在上海播出，是中国最早开播的高清电视频道，频道定位于影视剧为主的综合性频道，每天从 9:00 到 24:00 连续 15 小时播出高清电视节目。节目分影视剧、纪实节目、直播节目三个版块。								

资料来源：天威视讯网站，国信证券经济研究所

天威视讯盈利预测与估值表

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	660	765	826	1020
应收款项	14	23	24	26
存货净额	13	16	17	17
其他流动资产	7	8	22	24
流动资产合计	694	812	890	1087
固定资产	680	761	793	791
无形资产及其他	33	33	33	33
投资性房地产	286	166	48	2
长期股权投资	21	21	21	21
资产总计	1714	1793	1785	1934
短期借款及交易性金融负债	50	50	50	50
应付款项	130	107	69	69
其他流动负债	146	172	157	160
流动负债合计	326	329	275	279
长期借款及应付债券	50	50	(50)	(50)
其他长期负债	77	77	77	77
长期负债合计	127	127	27	27
负债合计	453	456	302	306
少数股东权益	20	21	23	24
股东权益	1241	1316	1460	1604
负债和股东权益总计	1714	1793	1785	1934

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.29	0.38	0.77	0.90
每股红利	0.07	0.09	0.23	0.36
每股净资产	4.65	4.93	5.47	6.01
ROIC	6%	9%	26%	32%
ROE	6%	8%	14%	15%
毛利率	33%	36%	46%	48%
EBIT Margin	12%	11%	22%	24%
EBITDA Margin	44%	35%	46%	41%
收入增长	6%	9%	7%	6%
净利润增长率	3%	28%	105%	17%
资产负债率	28%	27%	18%	17%
息率	0.2%	0.3%	0.7%	1.2%
P/E	106.2	82.8	40.5	34.6
P/B	6.7	6.3	5.7	5.2
EV/EBITDA	25.3	28.9	20.3	21.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	753	823	884	942
营业成本	502	527	476	491
营业税金及附加	25	27	29	31
销售费用	38	74	76	78
管理费用	94	101	109	116
财务费用	10	(4)	(8)	(12)
投资收益	2	2	2	2
资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	84	98	204	238
营业外净收支	12	4	4	4
利润总额	97	102	208	242
所得税费用	17	0	0	0
少数股东损益	1	2	2	3
归属于母公司净利润	78	100	205	240

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	78	100	205	240
资产减值准备	1	1	0	0
折旧摊销	239	197	215	157
公允价值变动损失	1	1	1	1
财务费用	10	(4)	(8)	(12)
营运资本变动	76	(9)	(70)	1
其它	0	1	1	1
经营活动现金流	396	291	353	400
资本开支	(126)	(160)	(130)	(110)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(132)	(160)	(130)	(110)
权益性融资	4	0	0	0
负债净变化	(50)	0	(100)	0
支付股利、利息	(20)	(25)	(62)	(96)
其它融资现金流	(54)	0	0	0
融资活动现金流	(190)	(25)	(162)	(96)
现金净变动	73	106	61	194
货币资金的期初余额	586	660	765	826
货币资金的期末余额	660	765	826	1020
企业自由现金流	266	122	210	273
权益自由现金流	162	125	117	285

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

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。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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观 周炳林 0755-82130638 林松立 010-66026312 崔嵘 021-60933159 吴土金 0755-82130833-1332	策略 黄学军 021-60933142 闫莉 010-88005316	交通运输 郑武 0755-82130422 陈建生 0755-82133766 岳鑫 0755-82130432 高健 0755-82130678
银行 邱志承 021-60875167 黄飏 0755-82133476 谈煊 010-66025229	房地产 方焱 0755-82130648 区瑞明 0755-82130678 黄道立 0755-82133397	机械 余爱斌 0755-82133400 陈玲 0755-82130646 杨森 0755-82133343
汽车及零配件 李君 021-60933156 左涛 021-60933164	钢铁 郑东 010-66025270 秦波 010-66026317	商业贸易 孙菲菲 0755-82130722 祝彬 0755-82131528 田惠蓝 0755-82133263 吴美玉 010-66026319
基础化工 张栋梁 0755-82130532 陈爱华 0755-82133397 邱斌 0755-82130532 罗洋 0755-82150633	医药 贺平鸽 0755-82133396 丁丹 0755-82139908 陈栋 021-60933147 杜佐远 0755-82130473	石油与石化 严蓓娜 021-60933165
电力设备与新能源 皮家银 021-60933160	传媒 陈财茂 021-60933163	有色金属 彭波 0755-82133909 谢鸿鹤 0755-82130646
电力与公用事业 徐颖真 021-60875162 谢达成 021-60933161	非银行金融 邵子钦 0755-82130468 田良 0755-82130513 童成敦 0755-82130513	通信 严平 021-60875165 程峰 021-60933167
造纸 李世新 0755-82130565 邵达 0755-82130706	家电 王念春 0755-82130407 黄海培 021-60933150	计算机 段迎晨 0755-82130761
电子元器件 段迎晨 0755-82130761 黄磊 0755-82151833 高耀华 0755-82130771	纺织服装 方军平 021-60933158	农业 张如 021-60933151
旅游 陈财茂 021-60933163	食品饮料 黄茂 0755-82138922	建材 杨昕 021-60933168
煤炭	建筑 邱波 0755-82133390 李遵庆 0755-82133055	新兴产业 陈健 010-66022025 李筱筠 010-66026326
固定收益 李怀定 021-60933152 高宇 0755-82133538 侯慧娣 021-60875161 张旭 010-66026340 蔺晚熠 021-60933146 刘子宁 021-60933145	指数与产品设计 焦健 0755-82133928 王军清 0755-82133297 彭甘霖 0755-82133259 阳瑾 0755-82133538 周琦 0755-82133568 赵学昂 0755-66025232 邓岳 0755-82150533	投资基金 杨涛 0755-82133339 刘舒宇 0755-82133568 康亢 010-66026337 刘洋 0755-82150566 李腾 0755-82130833-6223
数量化投资 葛新元 0755-82133332 董艺婷 021-60933155 林晓明 0755-25472656 赵斯尘 021-60875174 程景佳 010-88005326 郑云 021-60875163 毛甜 021-60933154	交易策略 戴军 0755-82133129 秦国文 0755-82133528 徐左乾 0755-82133090 黄志文 0755-82133928	

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戢 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		严小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		温馨 13612901872 wenxin@guosen.com.cn