

广播电影电视

署名人: 冷星星

S0960209060284

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

天威视讯

002238

推荐

业绩低于预期 进入探索发展阶段

2011 年 3 月 31 日, 天威视讯公布 2010 年年度报告。

点评:

- **整体业绩低于预期。**2010 年, 公司实现营业收入 8 亿元, 同比增长 6.3%; 营业利润 8730 万元, 同比增长 3.3%; 归属母公司净利润 8577 万元, 同比增长 9.7%; 基本每股收益为 0.32 元, 扣除非经常性损益每股收益为 0.30 元, 业绩低于预期。
- **2010 年, 公司各项业务稳步推进, 其用户规模拓展符合预期。**截至报告期末, 公司有线电视数字电视用户终端数为 110 万个, 交互电视用户终端数 24 万个 (其中高清交互电视用户终端数为 17 万个), 付费频道用户终端数为 4.67 万个; 有线宽频在网用户数为 30.76 万户。
- **报告期内, 公司采用市场化运营方式, 营业费用率提升 1.1% 至 6.1%。**毛利率同比基本持平。现金流保持健康。各项财务指标正常良好。
- **据公司 2011 年经营目标和规划, 我们认为公司已进入探索发展阶段, 试图在国家推进三网融合、广电行业有较大变革之际, 探索更丰富有效的盈利模式 (如高清内容集成制作), 以寻找突破口更好地实现有线运营商的市场化发展目标。公司规划和预测为:**全年新拓展有线电视数字电视用户 2 万个、发展高清交互电视用户 5.47 万个和新拓展有线宽频用户 5.5 万户; 预计营业收入 8.35 亿元, 比 2010 年增长 4.3%; 预计归属于上市公司股东的净利润 1.27 亿元, 比 2010 年增长 47.8%。
- **下调盈利预测, 维持“推荐”评级。**在不考虑关外网络收购后网改所需资本开支和用户规模增长的情况下, 根据公司 2011 年经营目标以及目前所处探索发展阶段的市场环境, 我们下调 2011 年收入增速为 5%, 此后两年为 10%, 预测公司 2011-2013 年每股收益为 0.49、0.63、0.68 元, 分别下调约 0.24 和 0.12 元。在当前股价 (23.58 元) 下, 对应 PE48、38、35 倍, EV/EBITDA18-20 倍, 2011 年估值已趋合理。然而, 我们仍认可公司积极发展高清、坚持走市场化道路以及通过高清内容和技术输出扎实“走出去”的战略思路, 并认为其是有实力把握三网融合机遇的优秀有线运营商。基于关外网络整合势在必行并且可能会获得政府支持和政策倾斜, 如以较低的价格整合关外用户等预期, 维持公司“推荐”评级。
- **风险提示:** 高清交互业务完全市场化运作, 投资回收期可能较长, 存在一定风险; 随着省网整合的推进及全国有线网公司的建立, 公司未来发展存在不确定性。

6-12 个月目标价: 无

当前股价: 23.58 元

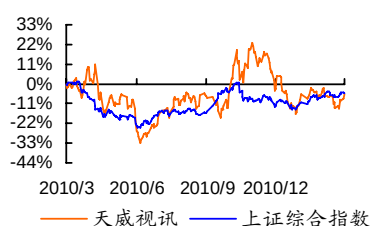
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2955.77
总股本(百万)	267
流通股本(百万)	103
流通市值(亿)	24
EPS (TTM)	0.28
每股净资产 (元)	4.72
资产负债率	26.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天威视讯	-5.11	-8.64	-1.67
上证综合指数	1.75	7.11	11.30



相关报告

《天威视讯-如期获所得税全免优惠 正面预期开始实现》2010-11-30

《天威视讯-业绩低于预期 三个正面预期仍在》2010-10-26

《天威视讯-被列入文化体制改革试点单位 迈出预期实现的第一步》2010-9-21

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	800	840	924	1017
同比(%)	6%	5%	10%	10%
归属母公司净利润(百万元)	86	131	167	181
同比(%)	10%	53%	27%	8%
毛利率(%)	33.0%	36.5%	37.0%	38.0%
ROE(%)	6.6%	9.2%	10.4%	10.2%
每股收益(元)	0.32	0.49	0.63	0.68
P/E	73	48	38	35
P/B	5	4	4	4
EV/EBITDA	17	20	19	18

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
流动资产	793	946	1014	1155	营业收入	800	840	924	1017
现金	742	873	934	1068	营业成本	536	534	582	630
应收账款	12	17	18	20	营业税金及附加	27	29	32	36
其它应收款	14	25	28	31	营业费用	49	50	55	61
预付账款	15	21	23	25	管理费用	101	105	116	127
存货	9	10	11	11	财务费用	1	-0	-3	-9
其他	1	0	0	0	资产减值损失	0	-1	-1	-1
非流动资产	945	905	877	820	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	19	19	19	投资净收益	1	3	3	3
固定资产	510	527	518	479	营业利润	87	126	145	176
无形资产	45	43	41	40	营业外收入	8	5	21	5
其他	372	316	299	282	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1738	1851	1891	1975	利润总额	95	130	166	180
流动负债	348	332	306	310	所得税	5	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	净利润	90	130	166	180
应付账款	122	120	120	120	少数股东损益	4	-1	-1	-1
其他	226	212	186	190	归属母公司净利润	86	131	167	181
非流动负债	65	65	-35	-135	EBITDA	334	282	297	304
长期借款	0	0	-100	-200	EPS (元)	0.32	0.49	0.63	0.68
其他	65	65	65	65	主要财务比率				
负债合计	413	397	271	175	会计年度	2010	2011	2012	2013
少数股东权益	24	23	22	21	成长能力				
股本	267	267	267	267	营业收入	6.3%	5.0%	10.0	10.0
资本公积	382	382	382	382	营业利润	3.3%	44.6	15.2	20.7
留存收益	652	783	950	1131	归属于母公司净利润	9.7%	53.2	27.1	8.2%
归属母公司股东权益	1300	1432	1599	1779	获利能力				
负债和股东权益	1738	1851	1891	1975	毛利率	33.0	36.5	37.0	38.0
现金流量表					净利率	10.7	15.6	18.1	17.8
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	6.6%	9.2%	10.4	10.2
经营活动现金流	323	312	278	312	ROIC	10.9	18.7	20.3	26.1
净利润	90	130	166	180	偿债能力				
折旧摊销	246	156	155	138	资产负债率	23.8	21.4	14.3	8.9%
财务费用	1	-0	-3	-9	净负债比率	12.09	0.00	-36.9	#####
投资损失	-1	-3	-3	-3	流动比率	2.28	2.85	3.32	3.73
营运资金变动	-12	41	-41	7	速动比率	2.25	2.82	3.28	3.69
其它	0	-13	3	-1	营运能力				
投资活动现金流	-172	-130	-120	-88	总资产周转率	0.46	0.47	0.49	0.53
资本支出	174	80	80	80	应收账款周转率	87	57	52	52
长期投资	1	1	0	0	应付账款周转率	4.27	4.42	4.85	5.25
其他	3	-50	-40	-8	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-69	-50	-97	-91	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.49	0.63	0.68
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.17	1.04	1.17
长期借款	-50	0	-100	-100	每股净资产(最新摊薄)	4.87	5.36	5.99	6.66
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	73.41	47.91	37.70	34.83
其他	-19	-50	3	9	P/B	4.84	4.40	3.94	3.54
现金净增加额	82	131	61	133	EV/EBITDA	16.6	19.7	18.7	18.2

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

冷星星, 现任中投证券研究所传媒行业研究员, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434