

天威视讯 (002238)

增持/维持评级

股价: RMB18.98

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:s1000510120005

(0755)8249 2723

yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

刘佳宁

(0755)8249 2212

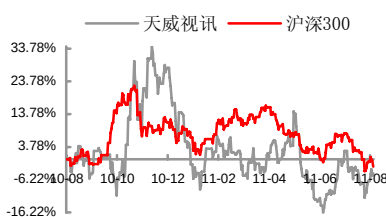
liujn@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	320
流通 A 股 (百万股)	320
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	6,081

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

业绩符合预期 整合大幕开启

--天威视讯 2011 年中报点评

- 公司发布中报, 上半年收入和归属母公司所有者净利润分别为 3.95 亿元和 5771 万元, 同比分别增长 2.19%和 68.21%, EPS 0.18 元, 符合市场预期。净利润增速大幅超越收入增速的主要原因是机顶盒长期摊销成本下降。随着中报推出的收购深圳天明资产的公告, 兑现了我们在年报点评中指出的对关外整合极有可能很快来临的预期。
- 经营上看, 公司有线电视用户数首次出现半年度的负增长, 从 2010 年底的 110.03 万户下降至目前的 109.04 万, 我们认为这充分说明随着关内新建商品房项目的减少关内有线电视用户开发已经接近饱和。但同时有线电视单用户平均月收入达到了创纪录的 31.6 元, 上升幅度加快, 说明公司的交互电视业务已经开始较过往更加对用户产生了吸引力, 该现象值得重视。
- 有线宽频 (宽带业务) 用户数增长约 1.5 万户至 32.29 万户, 较我们预期全年能够增长 5.5 万户的预期落后, 这是与中国电信激烈竞争的结果, 目前中国电信在深圳的宽带服务已经跨入 20M 的时代, 对天威的有线宽频用户规模和户均收入水平均造成压力。
- 天威视讯以 6148.09 万元收购大股东深圳广播电视电影集团 100%持有的深圳市天明广播电视网络有限公司。深圳天明是光明新区和盐田区的有线电视运营商, 用户数 6 万户, 部分地区完成了双向网改造。2011 年上半年收入 1052 万元, 亏损 328 万元。收购深圳天明之后, 天威用户数将上升至 116 万左右, 收入上涨 2000 余万元, 净利润所受影响非常有限。
- 对于深圳天明的收购, 最大的意义在于拉开了市场期待已久的天威视讯对深圳关外有线网络资产整合的大幕, 我们预计将使用定向增发收购资产的方式收购关外其它有线网络资产, 乐观预期将在年内实现。
- 我们预计天威视讯 2011 年和 2012 年的收入分别为 8.33 亿元和 8.62 亿元, 归属母公司净利润分别为 1.68 亿元和 1.76 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.52 元和 0.55 元, 由于存在关外整合预期, 我们维持“增持”评级。
- 风险提示: 关外资产面临进一步的改造投入; 关外整合存在极大不确定性。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	800.3	833.0	862.0	900.0
(+/-%)	6.3	4.1	3.5	4.4
归属母公司净利润(百万元)	85.8	168.0	176.0	191.0
(+/-%)	9.7	95.9	4.8	8.5
EPS(元)	0.27	0.52	0.55	0.60
P/E(倍)	70.9	36.2	34.5	31.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

中报业绩符合预期 关外整合有望全面兑现.....	4
有线用户数首次下降	4
交互业务开始转化收入.....	5
宽带业务面临激烈竞争.....	5
现金收购关外 6 万用户资产	5
关外整合大幕拉开	5
广东省网与深广电集团预计年底才将接触	6
风险提示	6

图表目录

图 1: 天威视讯有线电视用户增长	4
表格 1: 深圳市有线电视运营商格局	6
表格 2: 天宝、天隆、天明的财务情况（亿元）	6

中报业绩符合预期 关外整合有望全面兑现

天威视讯上半年收入和归属母公司所有者净利润分别为 3.95 亿元和 5771 万元，同比分别增长 2.19% 和 68.21%，EPS 0.18 元，符合市场预期。净利润增速大幅超越收入增速的主要原因是 2005 年开始的数字电视改造中免费发放给客户的机顶盒形成的长期摊销已经在今年上半年陆续结束，摊销成本大幅下降。另外中报推出的收购负责光明新区和盐田区有线电视运营的深圳市天明广播电视网络有限公司全部权益的公告，兑现了我们在年报点评中指出的对关外整合极有可能很快来临的预期。

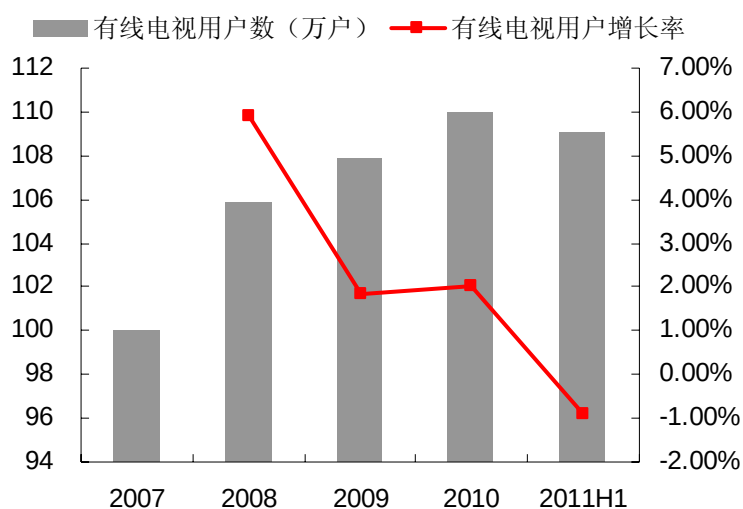
在收购天明资产的情况下，我们预计天威视讯 2011 年和 2012 年的收入分别为 8.33 亿元和 8.62 亿元，归属母公司净利润分别为 1.68 亿元和 1.76 亿元，对应的 EPS 分别为 0.52 元和 0.55 元，较上一年分别增长 96.0% 和 4.8%，对应目前股价的动态市盈率分别为 36.5 倍和 34.5 倍。

我们认为虽然收购天明规模很小，但预示着天威视讯有可能很快完成通过关外整合扩大用户规模的事宜，持续三年的期待将兑现，结合深广电集团与广东省网公司之间将有可能就省网全面整合进行接洽的预期，我们认为天威视讯面临事件性的机会，维持“增持”评级。

有线用户数首次下降

从经营上看，公司有线电视用户数首次出现半年度的负增长，从 2010 年底的 110.03 万户下降至目前的 109.04 万，我们认为这充分说明随着关内新建商品房项目的减少和可供商品房开发的土地越来越稀缺，关内有线电视用户开发已经接近饱和，未来关内区域的用户数将有可能稳定在 110 万附近，值得注意的是中国电信在深圳的 IPTV 业务的竞争将使有线电视用户数面临波动甚至下降的风险。

图 1： 天威视讯有线电视用户增长



资料来源：天威视讯公告，华泰联合证券研究所

交互业务开始转化收入

有线电视单用户平均月收入达到了 31.6 元，高于有线电视收视费 28 元以及 2009 年的 30 元和 2010 年的 30.25 元，这半年来快速上升的约每月 1.35 元收入说明公司的付费和互动电视业务随着公司不断改版建设已经开始较过往更加对用户产生了吸引力并转化成了收入。我们认为这是一个非常积极的信号，值得关注。

宽带业务面临激烈竞争

有线宽频（宽带业务）用户数增长约 1.5 万户至 32.29 万户，较我们预期全年能够增长 5.5 万户的预期落后，根据之前我们深度报告中的详尽分析，这是中国电信越发清晰的市场定位策略造成的竞争结果，目前中国电信在深圳的宽带服务已经跨入 20M 的时代，未来各档带宽的套餐价格均有下压的趋势，对天威的有线宽频用户规模和户均收入水平平均造成压力。

现金收购关外 6 万用户资产

随着中报发布的更重要的事件是天威视讯以 6148.09 万元收购大股东深圳广播电视电影集团 100%持有的深圳市天明广播电视网络有限公司。深圳天明是光明新区和盐田区的有线电视运营商，用户数 6 万户，部分地区完成了双向网改造，净资产约 2700 万元，2010 年收入和净利润分别为 2615 万元和-1030 万元，2011 年上半年收入 1052 万元，亏损 328 万元。收购深圳天明之后，天威用户数将上升至 116 万左右，收入上涨 2000 余万元，净利润所受影响非常有限，无论正负应都在 4%以内。

关外整合大幕拉开

我们认为对于深圳天明的收购，最大的意义在于拉开了市场期待已久的天威视讯对深圳关外有线网络资产整合的大幕。从天明、天宝、天隆三家主要的关外公司情况看，天明是规模最小、股权最为简单的一家，对其进行现金收购简单便捷，从而先行。而天宝和天隆的用户规模在 50 万至 60 万户之间，几乎是天明的 10 倍，各项财务指标远高于天明（见下表），更为重要的是天威的大股东深广电集团仅在天宝和天隆两家公司各自拥有 51%的股权，其余 49%股权均在地方政府控制中，那么无论从股权结构、天威货币资金仅有 5 亿元两个方面看，天威视讯对天宝和天隆的收购都不会像现金收购天明一样简单直接，我们预计将使用定向增发收购资产的方式。随着收购天明的公布，预计对天宝和天隆的收购将不会等待很久，乐观预期将在年内实现。

表格 1：深圳市有线电视运营格局

	持股方	经营区域	数字	高清	宽带	收视费
深圳市天宝广播电视网络股份有限公司	深圳广电集团 51%	宝安区	√	√	X	28 元/月
深圳市天隆广播电视网络股份有限公司	深圳广电集团 51%	龙岗、坪山新区	√	√	X	28 元/月
深圳市天明广播电视网络有限公司	深圳广电集团 100%	光明新区、盐田	√	√	部分地区	28 元/月
深圳市天威视讯股份有限公司	深圳广电集团 61.42%	福田区、罗湖区、南山区	√	√	√	28 元/月
蛇口电视台	招商局蛇口工业区控股	蛇口	√	√	√	28 元/月

资料来源：各公司网站，上市公司公告，华泰联合证券研究所

表格 2：天宝、天隆、天明的财务情况（亿元）

	注册资本	总资产	净资产	收入	净利润	总资产	净资产	收入	净利润
	2010.12.31	2010.12.31	2010.12.31	2010 年	2010 年	2009.12.31	2009.12.31	2009 年	2009 年
天宝	2.00	7.32	5.93	2.13	0.37	5.98	5.56	1.65	0.30
天隆	2.00	6.28	4.41	1.87	0.33	4.51	4.08	1.60	0.32
天明	0.50	1.19	0.30	0.26	-0.11	1.40	0.41	0.18	-0.08

资料来源：天威视讯公告，华泰联合证券研究所

收购完天明、天宝和天隆后，天威视讯的有线用户数将翻倍增长至 220 万左右，但由于收购资产的定价方式包括但不限于按照净资产定价、预期现定价、市盈率定价等多种，我们认为无法合理的预估收购对价。同时，天隆和天宝的有线网络还需进行双向化改造，所以天威视讯收购这些有线资产后必将有一定程度的资本开支投入，固定资产摊销将上升。

广东省网与深广电集团预计年底才将接触

对于与广东省网的整合问题，根据我们掌握的情况，迄今为止，天威视讯大股东深广电集团尚未和广东省网进行实质性的接触，广东省网目前的主要精力还在于整合已有资产、大规模融资和网络改造投入上面，双方将极有可能在年底开始正式接触，并且该接触的节奏控制以广东省网为主，双方的接触在于解决双方整合的问题，但未必解决方案是借天威视讯的上市平台。

风险提示

关外资产面临进一步的改造投入，可能造成上市公司新的摊销负担；关外有线网络资产以及与广东省网就整合进行接触等事宜存在极大的不确定性。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	793	847	1086	1277	营业收入	800	833	862	900
现金	742	793	1022	1217	营业成本	536	479	482	495
应收账款	12	9	10	10	营业税金及附加	27	28	29	30
其他应收款	14	12	12	12	营业费用	49	56	56	61
预付账款	15	20	31	26	管理费用	101	114	112	117
存货	9	12	11	11	财务费用	1	1	0	-1
其他流动资产	0	0	1	1	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	945	966	899	896	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	18	80	80	80	投资净收益	1	1	0	0
固定资产	510	604	663	704	营业利润	87	157	183	198
无形资产	45	46	46	47	营业外收入	0	25	8	8
其他非流动资产	0	236	110	65	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1738	1813	1985	2172	利润总额	95	182	191	206
流动负债	348	283	279	286	所得税	5	5	5	5
短期借款	0	0	0	0	净利润	90	177	186	201
应付账款	122	114	113	116	少数股东损益	4	9	10	10
其他流动负债	0	170	166	170	归属母公司净利	86	168	176	191
非流动负债	65	82	73	51	EBITDA	88	330	360	299
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.52	0.55	0.60
其他非流动负	65	82	73	51	主要财务比率				
负债合计	413	365	351	337	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	24	33	43	53	成长能力				
股本	267	320	320	320	营业收入	6.3%	4.1%	3.4%	4.5%
资本公积	382	302	302	302	营业利润	3.3%	79.5%	16.5%	8.6%
留存收益	652	793	969	1160	归属母公司净利	9.7%	96.0%	4.8%	8.2%
归属母公司股	1300	1415	1591	1782	获利能力				
负债和股东权	1738	1813	1985	2172	毛利率(%)	0.0%	42.5%	44.1%	45.0%
现金流量表					净利率(%)	10.7%	20.2%	20.5%	21.2%
单位: 百万元					ROE(%)	6.6%	11.9%	11.1%	10.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	6.4%	23.2%	32.8%	36.1%
经营活动现金	323	435	406	287	偿债能力				
净利润	90	177	186	201	资产负债率(%)	23.8%	20.1%	17.7%	15.5%
折旧摊销	0	173	177	101	净负债比率(%)	84.16	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	5	1	0	-1	流动比率	2.28	2.99	3.90	4.46
投资损失	-1	-1	0	0	速动比率	2.25	2.95	3.86	4.42
营运资金变动	0	70	50	8	营运能力				
其他经营现金	320	16	-8	-22	总资产周转率	0.46	0.47	0.45	0.43
投资活动现金	-172	-280	-177	-92	应收账款周转率	90	71	76	73
资本支出	174	72	43	29	应付账款周转率	4.27	4.07	4.26	4.32
长期投资	0	63	-1	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-145	-136	-63	每股收益(最新)	0.27	0.52	0.55	0.60
筹资活动现金	-69	-104	0	1	每股经营现金流	1.01	1.36	1.27	0.90
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	4.13	4.42	4.97	5.56
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	53	0	0	P/E	70.90	36.18	34.50	31.88
资本公积增加	0	-80	0	0	P/B	4.59	4.30	3.82	3.41
其他筹资现金	-69	-77	0	1	EV/EBITDA	69	16	15	18
现金净增加额	0	51	229	196					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，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，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。