

天威视讯(002238)

公司研究/点评报告

业绩符合预期，关注天宝与天隆的重组进程

——天威视讯(002238) 2012 年中报点评

民生精品---点评报告/传媒行业

2012 年 8 月 22 日

一、事件概述

近期，天威视讯公司发布 2012 年中报：报告期内，公司实现营业收入 4.35 亿元，同比增长 7.31%；实现归属于上市公司股东的净利润 5,951.18 万元，同比增长 9.02%；实现基本每股收益为 0.19 元，扣非基本每股收益为 0.18 元。

二、分析与判断

➤ 业绩符合预期，营收增长 7.31%，净利润增长 9.02%

- 1、业绩符合预期。业绩增长原因为：2012 年上半年，公司主营业务发展良好，高清互动电视业务成为公司新的利润增长点。
- 2、综合毛利率提升 1.57 个百分点，由去年同期的 37.51% 升至 2012 年中期的 39.09%。
- 3、期间费用率较去年同期提升 2.27 个百分点，升至 22.22%。销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 8.05%、14.16% 与 0.01%，分别较去年同期提升 1.72 个百分点、0.44 个百分点与 0.11 个百分点。我们判断，主要是收购天明网络所致。

➤ 有线数字电视用户数首次减少，高清交互用户、有线宽频用户均有增长

- 1、截止 6 月 30 日，公司共拥有(包括光明新区)的有线数字电视用户终端数为 113.59 万个，较 2011 年底减少了 0.86 万个；考虑合并的天明网络拥有有线电视用户约 6 万户，公司关内存量用户减少约为 7 万户。
- 2、交互电视用户终端数为 40.70 万个(其中高清交互电视用户终端数为 37.67 万个)，较 2011 年底增加了 3.44 万个(其中高清交互电视用户终端数增加 5.04 万个)；付费频道用户终端数为 4.18 万个，较 2011 年底减少了 0.19 万个；
- 3、有线宽频在网用户数为 34.93 万户，较 2011 年底增加了 1.12 万户。

➤ 高清交互业务将是公司 2012 年主要的利润增长点

- 1、在高清互动电视内容平台建设上，公司不断推出新的有线数字电视终端应用业务。(1) 报告期内公司已正式上线了“电视阅读”、“交警服务”、“社区党建”和“家庭健康管理示范平台”等项目。(2) 由公司与中国科学院深圳先进技术研究院合作的“三网融合先进视频工程联合实验室”搭建的高清内容集成平台，整体运行正常。
- 2、在互动电视内容建设上，报告期内，公司推出了《热点新闻》栏目，还规划了《粤语高清》节目，将于今年下半年在高清互动点播里推出。
- 3、我们推测，2012 年全年公司计划发展的高清交互电视用户数约为 10 万户。由于高清交互用户具有更高 ARPU 值，因此，公司将会不遗余力地发展高清交互业务，其将是 2012 年公司主要的利润增长点。

➤ 关注关外天宝与天隆的重组进程

- 1、天宝公司拥有 58.27 万个有线数字电视用户终端，每终端的预估值为 1,212 元/台；天隆公司拥有 51.28 万个有线数字电视用户终端，每终端的预估值为 1,172 元/台。收购 PE 约为 20~22 倍，将为公司增加约 110 万个有线数字电视用户终端。
- 2、我们测算，重组天宝与天隆后，增厚公司利润约为 6600 万元，2012 年公司备考 EPS 为 0.45~0.47 元。

三、盈利预测与投资建议

不考虑关外天宝与天隆的重组，预计 2012~2014 年公司 EPS 分别为 0.41 元、0.51 元与 0.63 元，对应当前股价 PE 为 32X、26X 与 21X，维持“谨慎推荐”评级，给予 40 倍 PE 估值，目标价为 16.4 元。

我们认为，关外用户与资产的整合，将是公司新的发展起点。随着高清交互业务与有线宽频渗透率的提升，公司的业绩增长更为明确。我们认为，年内完成天宝与天隆的重组是大概率事件。

谨慎推荐

维持评级

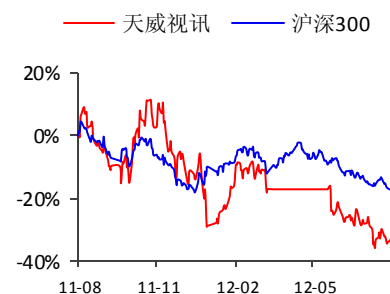
合理估值：

16.4 元

交易数据(2012-8-21)

收盘价(元)	13.09
近 12 个月最高/最低	22.22/12.15
总股本(百万股)	320.40
流通股本(百万股)	320.39
流通股比例%	100.00%
总市值(亿元)	41.94
流通市值(亿元)	41.94

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：郑平

执业证书编号：S0100512080001

电话：(8610)8512 7645

Email: zhengping@mszq.com

联系人：胡琛

电话：(8610)8512 7645

Email: huchen_yjs@mszq.com

相关研究

- 1.《“高清互动”和“高速宽带”驱动业绩增长》2012.03.29
- 2.《业绩符合预期，关注用户拓展及关外资产整合》2011.08.19
- 3.《三网融合渐行渐近 发展前景愈发清晰》2011.04.1
- 4.《高清交互发展低于预期 期待唱响“春天的故事”》2011.01.17
- 5.《高清交互业务成就公司三网融合价值》2010.11.30

四、风险提示:

1、高清互动家庭计划用户发展落后于预期; 2、关外资产整合具有一定的不确定性;
 3、IPTV、直播卫星、网络视频等竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	850	900	959	1,041
增长率(%)	3.05%	5.92%	6.54%	8.61%
归属母公司股东净利润(百万元)	118	133	164	201
增长率(%)	55.85%	12.57%	23.67%	22.67%
每股收益(元)	0.37	0.41	0.51	0.63
PE	35.61	31.64	25.58	20.85
PB	2.98	3.29	2.91	2.54

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	850	900	959	1,041
减：营业成本	533	544	561	585
营业税金及附加	31	33	35	39
销售费用	60	63	67	73
管理费用	123	126	129	141
财务费用	1	2	(1)	(2)
资产减值损失	2	1	1	1
加：投资收益	(0)	1	1	1
二、营业利润	99	131	166	206
加：营业外收支净额	25	8	6	5
三、利润总额	124	139	172	211
减：所得税费用	4	5	6	8
四、净利润	119	135	166	204
归属于母公司的利润	118	133	164	201
五、基本每股收益 (元)	0.37	0.41	0.51	0.63
主要财务指标				
项目	2011A	2012E	2013E	2014E
EV/EBITDA	41.67	20.06	16.45	13.23
成长能力:				
营业收入同比	3.1%	5.9%	6.5%	8.6%
营业利润同比	28.4%	32.8%	26.6%	24.0%
净利润同比	49.7%	12.6%	23.6%	22.6%
营运能力:				
应收账款周转率	36.06	29.18	34.39	34.71
存货周转率	120.86	132.21	115.70	121.17
总资产周转率	0.46	0.50	0.55	0.54
盈利能力与收益质量:				
毛利率	37.3%	39.6%	41.5%	43.9%
净利率	13.9%	14.7%	17.1%	19.3%
总资产净利率 ROA	6.5%	7.4%	9.6%	10.6%
净资产收益率 ROE	8.7%	10.0%	12.2%	13.2%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.33	1.95	2.51	3.19
资产负债率	28.0%	23.0%	20.8%	19.1%
长期借款/总负债	6.8%	9.7%	9.8%	9.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.41	0.51	0.63
每股经营现金流量	1.08	0.60	0.72	0.87
每股净资产	4.39	3.98	4.50	5.14

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	572	539	700	932
应收票据	0	0	0	0
应收账款	35	27	29	31
预付账款	11	13	14	16
其他应收款	7	9	10	10
存货	5	8	8	9
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	629	596	761	998
长期股权投资	18	18	18	18
固定资产	710	770	777	762
在建工程	3	23	43	63
无形资产	278	250	223	195
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1,325	1,062	1,061	1,039
资产总计	1,954	1,658	1,822	2,036
短期借款	105	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	138	136	140	146
预收账款	93	82	84	88
其他应付款	78	80	70	70
应交税费	9	9	9	9
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	472	306	303	313
长期借款	37	37	37	37
其他非流动负债	38	38	38	38
非流动负债合计	75	75	75	75
负债合计	547	382	379	388
股本	320	320	320	320
资本公积	317	317	317	317
留存收益	723	589	754	956
少数股东权益	47	49	51	54
所有者权益合计	1,407	1,276	1,443	1,648
负债和股东权益合计	1,954	1,658	1,822	2,036
现金流量表				
项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流量	345	193	230	279
投资活动现金流量	(544)	(119)	(69)	(49)
筹资活动现金流量	27	(107)	1	2
现金及等价物净增加	(172)	(33)	162	232

分析师与行业专家简介

郑平，中国人民大学管理学博士，曾任工信部高级工程师。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	liuyi_sz@mszq.com
许力平	广深	020-87374866	18601368846	xuliping@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。