

评级：审慎推荐（维持）

传媒

公司半年报点评

## 证券研究报告

分析师 任文杰 S1080510120006

电话：0755-25832647

邮件：renwenjie@fcsc.cn

## 天威视讯(002238) 以高清战略应对潜在竞争

**事件：**天威视讯公布了 2012 年半年报。

**点评：**

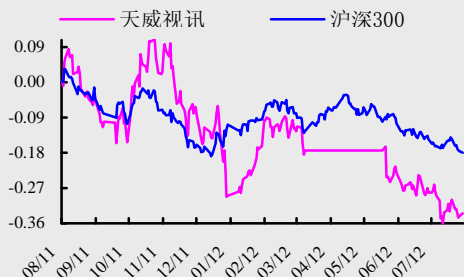
### 交易数据

上一日交易日股价（元）	13.09
总市值（百万元）	4,194
流通股本（百万股）	320
流通股比率（%）	100.00

### 资产负债表摘要（06/12）

股东权益（百万元）	1,388
每股净资产（元）	4.33
市净率（倍）	3.02
资产负债率（%）	23.18

### 公司与沪深 300 指数比较



### 相关报告

**收入利润稳定增长** 2012 年公司上半年实现营业收入 4.35 亿元，同比增长 7.31%；归属于上市公司股东的净利润 5951 万元，同比增长 9.02%（计入收购天明网络对上年同期数据的调整以后）。每股收益 0.19 元，每股净资产 4.33 元，每股经营活动产生的现金流量净额 0.54 元。其中 2012Q2 单季度营业收入同比增长 16.3%，单季度归属于上市公司股东的净利润同比增长 2.9%至 3163 万元。公司预计 2012 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润同比变动幅度在-15%-15%之间。

**高清用户转换见成效** 由于原有运营区域内有线电视的渗透率已经相对饱和，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。公司树立了以高清互动升级为重点突破口，以使高清互动电视业务成为公司新的利润增长点，同时巩固了有线电视相对于其他竞争收视方式的收看质量优势。6 月底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。

**推出电视新应用** 公司加大对优质内容的引入力度，不断推出新的有线数字电视终端应用业务，已经上线的如“电视教育”、“电视阅读”、“交警服务”、“家庭健康管理示范平台”等项目。公司在增值应用方面走在全国有线网络同行业的前面，这些应用将有利于提高用户的使用体验，增加用户的粘性。公司准备创新业务模式，实现传统视频服务与 OTT 业务相融合，依托“三网融合先进视频工程联合实验室”，建设超大型的新媒体内容集成、搜索与分发平台，进一步加强节目内容的相对优势；同时不断开发电视终端新业务，将传统的电视打造成家庭媒体中心。

**天华世纪成为全国节集成供应商** 2012 年度上半年，天华世纪传媒进行了增资扩股，新股东中国有线电视网络有限公司以现金 894 万元对天华世纪传媒进行投资，天华世纪传媒的注册资本由 8,000 万元增至 8,889 万元。公司持有 54%股权的控股地位。天华世纪继续扩大全国数字电视节目供应与服务市场的范围，与全国 53 家网络运营商，22 家省网，31 家地网运营商签署了合作协议。2012



年度上半年，天华世纪传媒营业收入为 2,942 万元，净利润为 147 万元。天华世纪正在成为全国性的主要有线电视节目集成供应商，将会在公司的长远发展中起到重要作用。

**有线宽带上网业务保持竞争力** 公司加大了对有线宽频业务的市场营销力度，推出了新的 30M 宽带卓越版宽带产品，丰富了有线宽频产品。公司继续做好数据中心建设以及出口路由优化，公司的 WiFi 无线网络项目也按计划推进实施，提高了公司网络基础设施对有线宽频业务的支撑能力。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。有线宽频业务实现收入 10,826 万元，较 2011 年上半年的 9,560.万元增长了 13.25%。

**广告业务增长迅速** 2012 年上半年广告代理业务的收入为 863.92 万元，较去年同期的 592.05 万元增长了 45.92%，显示了公司利用网络优势拓展广告业务的尝试初见成效。2012 年度公司传输深圳广电集团买断经营落地传输业务的境内外节目收视频道 47 套，全年应收取的节目传输费总额为 8648 万元。2012 年上半年，公司实际向深圳广电集团收取的节目传输费为 4558 万元，较去年同期的 4501 万元增长了 1.28%。

**毛利率提升，费用率增加** 2012 年上半年主营业务毛利率为 38.37%，比上年同期提高了 2.59 个百分点，显示了发展高清互动业务带来的正面效果。销售费用率从上年同期的 6.33% 增加到 2012 年上半年的 8.05%，主要是由于增强了对高清互动等增值业务的推广和宣传。管理费用率从上年同期的 13.7% 增加到 2012 年上半年的 14.2%。

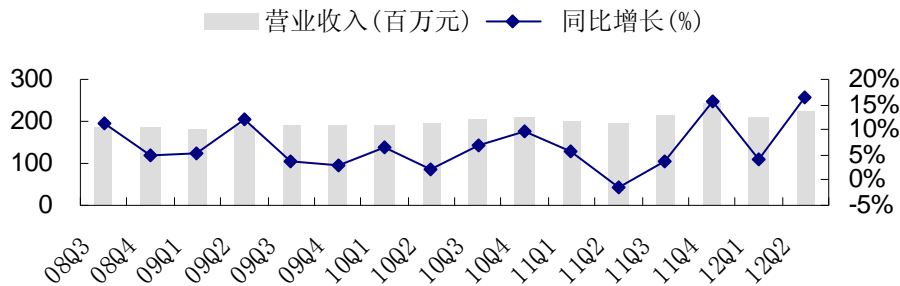
**收购资产整合深圳全市网络进行中** 公司在 2012 年 6 月 6 日通过了拟发行股份购买宝安、龙岗、坪山新区的有线网络资产的预案。本次交易完成后将为上市公司增加约 110 万个有线数字电视用户终端，使得公司拥有 224 万个有线数字电视用户终端。而且宝安和龙岗两区的有线电视用户渗透率低于福田罗湖南山等区，而且未来深圳市大部分落成和入住的新住宅位于宝安和龙岗，因此收购完成后将会为公司打开用户规模再度增长的空间。

**盈利预测** 如果不考虑增发股份收购资产，我们预计 2012 年至 2014 年的 EPS 将分别为 0.39 元、0.44 元、0.49 元，对应当前股价的市盈率分别为 34、29、27 倍。如果考虑增发股份收购资产完成，按照公布的备考预计数据，我们预计本次收购完成后将增厚公司 2012 年 EPS 0.09 元。公司是有线网络行业内市场化程度较高的企业，具有良好的前景，维持“审慎推荐”评级。

**风险提示** 收购资产的进度低于预期的风险；广东省网整合具体方式的不确定性。新产品线推出是否得到市场接受的风险。

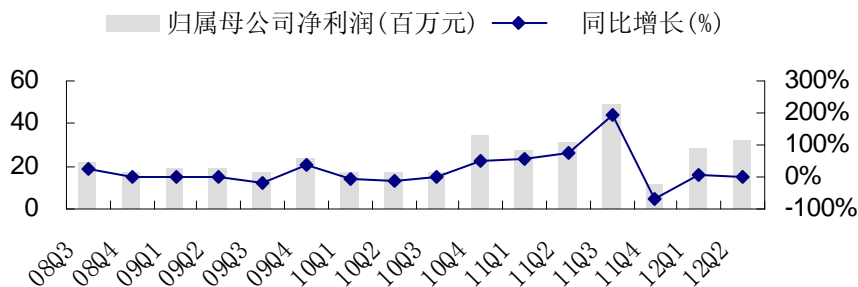


图 1、2012Q2 单季度营业收入同比增长 16.3%



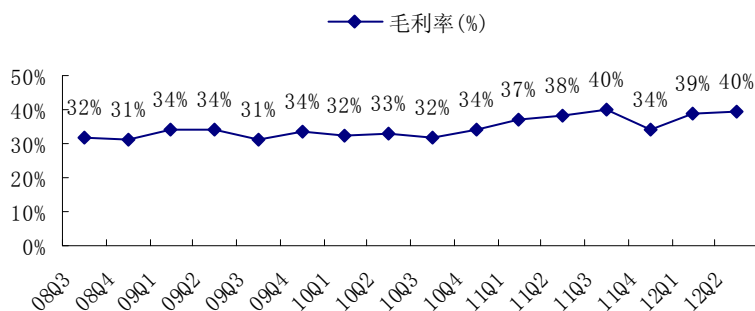
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 2、2012Q2 单季度归属于母公司股东净利润同比增长 2.94%



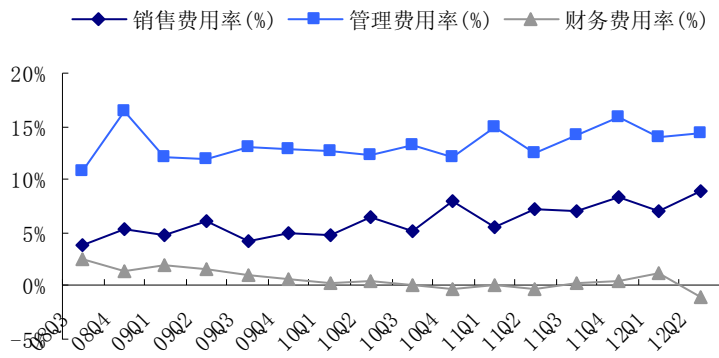
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 3、2012Q2 单季度毛利率 39.54%



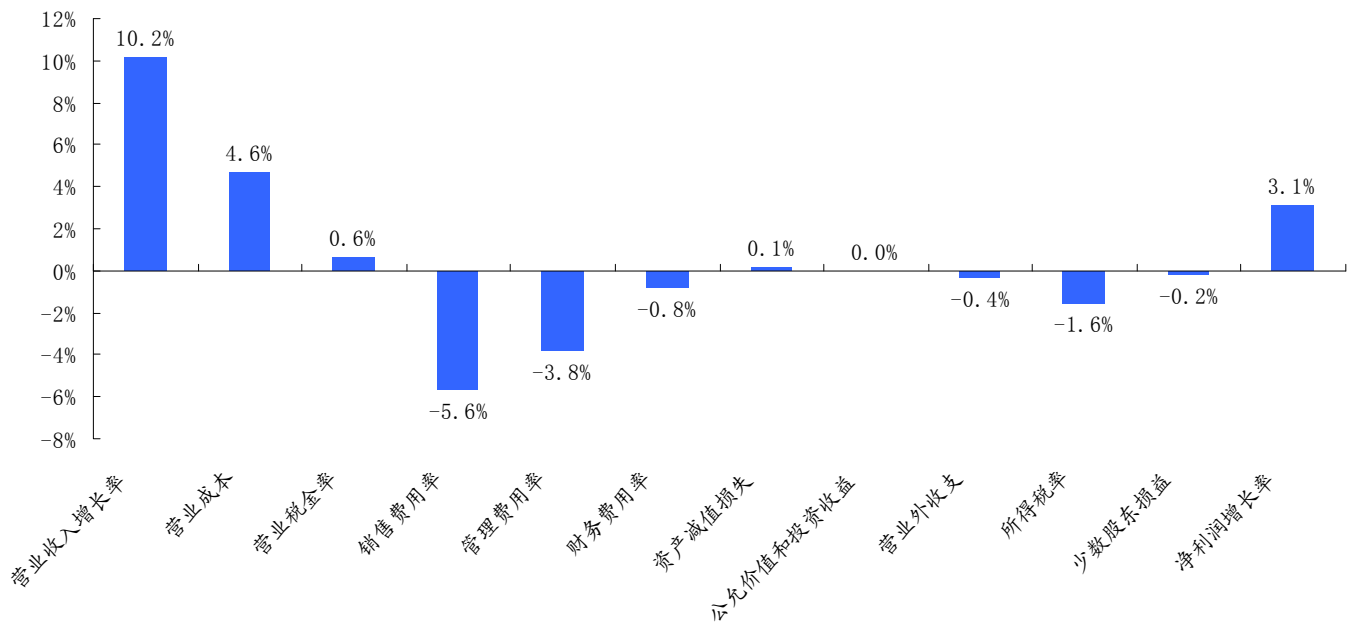
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 4、2012Q2 单季度销售费用率 8.96%，管理费用率 14.31%



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

图 5、2012H1 净利润增长贡献分解



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所



## 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	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>629.2</b>	<b>613.5</b>	<b>563.2</b>	<b>514.1</b>	一、营业收入	849.5	916.3	1,004.4	1,085.1
货币资金	571.7	552.2	496.7	443.0	减: 营业成本	532.8	558.9	607.6	651.1
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	31.3	32.1	35.2	38.0
应收款项	34.7	37.7	41.3	44.6	销售费用	60.4	73.3	80.3	86.8
预付款项	10.6	10.7	11.7	12.5	管理费用	122.9	132.9	145.6	157.3
存货	5.5	6.2	6.8	7.2	财务费用	1.0	0.6	-0.8	-0.3
其他流动资产	6.8	6.8	6.8	6.8	资产减值损失	2.2	0.3	0.4	0.3
<b>非流动资产</b>	<b>1,044.5</b>	<b>844.3</b>	<b>74.5</b>	<b>74.5</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	18.4	18.4	18.4	18.4	投资收益	-0.1	0.2	0.2	0.0
投资性房地产	56.1	56.1	56.1	56.1	其中: 联营企业收益	-0.1	0.2	0.2	0.0
固定资产	644.7	567.2	0.0	0.0	二、营业利润	99.0	118.4	136.2	151.9
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	加: 营业外收入	25.1	12.1	12.7	13.3
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	0.2	0.2	0.2	0.2
无形及递延性资产	325.3	202.6	0.0	0.0	三、利润总额	123.9	130.3	148.7	165.0
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	4.4	3.9	4.5	4.9
<b>资产总计</b>	<b>1,673.8</b>	<b>1,457.8</b>	<b>637.7</b>	<b>588.6</b>	四、净利润	119.5	126.4	144.2	160.0
<b>流动负债</b>	<b>471.8</b>	<b>451.2</b>	<b>444.9</b>	<b>436.5</b>	归属母公司净利润	117.8	124.9	142.5	158.1
短期借款	105.0	105.0	105.0	105.0	少数股东损益与调整	1.7	1.5	1.7	1.9
应付账款	137.8	137.8	149.8	160.5	五、总股本(百万股)	320.4	320.4	320.4	320.4
预收帐款	93.0	100.4	110.1	118.9	EPS (元/股)	0.37	0.39	0.44	0.49
其他	136.0	108.0	80.0	52.0					
<b>长期负债</b>	<b>75.5</b>	<b>75.5</b>	<b>75.5</b>	<b>75.5</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	37.0	37.0	37.0	37.0	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>成长能力</b>				
其他	38.4	38.4	38.4	38.4	营业收入	6.2%	7.9%	9.6%	8.0%
<b>负债合计</b>	<b>547.3</b>	<b>526.7</b>	<b>520.3</b>	<b>511.9</b>	营业毛利	20.1%	12.8%	11.0%	9.4%
少数股东权益	47.0	48.5	50.3	52.2	EBIT	17.2%	16.5%	13.8%	12.0%
股本	320.4	320.4	320.4	320.4	净利润	37.3%	6.0%	14.1%	11.0%
资本公积	455.8	455.8	455.8	455.8	<b>获利能力</b>				
留存收益	584.0	673.5	778.5	893.9	毛利率	37.3%	39.0%	39.5%	40.0%
股东权益合计	1,407.2	1,498.2	1,604.9	1,722.2	EBIT/收入	12.0%	13.0%	13.5%	14.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,954.4</b>	<b>2,024.9</b>	<b>2,125.3</b>	<b>2,234.1</b>	净利率	13.9%	13.6%	14.2%	14.6%
					ROE	8.7%	8.6%	9.2%	9.5%
					ROIC	7.7%	7.7%	8.3%	8.6%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位:百万元					资产负债率	28.0%	26.0%	24.5%	22.9%
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	利息保障倍数	124.5	206.4	-189.5	-579.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>345.2</b>	<b>316.2</b>	<b>281.1</b>	<b>269.5</b>	速动比率	1.31	1.33	1.24	1.15
净利润	119.5	126.4	144.2	160.0	经营现金净额/当期债务	3.29	3.01	2.68	2.57
折旧摊销	92.8	41.1	40.9	40.7	<b>营运能力</b>				
财务费用	4.0	0.6	-0.8	-0.3	总资产周转率	0.43	0.45	0.47	0.49
投资损失	0.1	-0.2	-0.2	0.0	应收账款天数	14.70	14.79	14.79	14.79
营运资金变动	26.2	3.6	16.6	14.9	存货天数	3.69	4.00	4.00	4.00
其它	-4.2	28.8	-28.0	-54.3	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-543.7</b>	<b>-299.8</b>	<b>-299.8</b>	<b>-300.0</b>	EBIT/股本	0.32	0.37	0.42	0.47
资本支出	-479.5	-300.0	-300.0	-300.0	每股经营现金流	1.08	0.99	0.88	0.84
长期投资	-64.2	0.0	0.0	0.0	每股净资产	4.25	4.52	4.85	5.21
其他	0.0	0.2	0.2	0.0	<b>估值比率</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>26.5</b>	<b>-35.9</b>	<b>-36.7</b>	<b>-23.2</b>	P/E	35.61	33.59	29.44	26.53
债务融资	37.0	0.0	0.0	0.0	P/B	3.08	2.89	2.70	2.51
权益融资	28.0	0.0	0.0	0.0	P/S	4.94	4.58	4.18	3.86
其它	-38.5	-35.9	-36.7	-23.2	EV/EBITDA	22.23	27.06	24.57	22.51
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0					
<b>现金净增加额</b>	<b>-172.0</b>	<b>-19.6</b>	<b>-55.4</b>	<b>-53.7</b>					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告





## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	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

## 第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135