

有线电视网络

署名人: 冷星星

S0960511030017

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

参与人: 万玉琳

S0960111080511

0755-82026907

wanyulin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 19.00 元

当前股价: 11.96 元

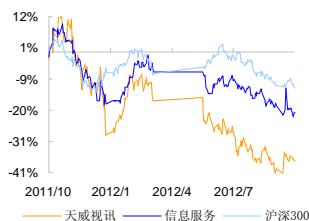
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2101.58
总股本(百万)	320
流通股本(百万)	320
流通市值(亿)	38
EPS	0.37
每股净资产(元)	4.25
资产负债率	28.00%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天威视讯	1.70	-13.90	-25.13
信息服务	-0.60	0.33	-8.13
沪深 300 指数	3.42	-3.57	-12.04



相关报告

天威视讯-公司业务有望多样化 暂对业绩无影响 2012-10-10

天威视讯-公司经营稳健 业绩符合预期 2012-08-22

天威视讯-公司用户规模将翻番 未来有望达 300 万户 2012-06-13

天威视讯

002238

推荐

基本面稳定 三季报业绩符合预期

点评:

- **业绩符合预期。**2012 年 1-9 月, 公司实现营业收入 6.61 亿元, 同比上年增长 6%; 营业利润 0.93 亿元, 同比上年增长 19%; 归属母公司净利润 0.96 亿元, 同比上年下降 4%。EPS0.30 元, 业绩符合预期。
- **报告期内, 净利润增速 (-4%) 低于收入和营业利润增速的主因是:** 公司上年同期收到 2009 年所得税退税款 1737 万元而在今年没有获得, 使得营业外收入较上年同期大幅减少近 1779 万元。但目前公司经营状况仍较稳健, 现金流保持健康, 相关财务指标处于正常波动区间内。
- **展望四季度, 公司将积极推动现有各项业务发展, 并稳步推进关外整合项目, 基本面保持稳定。**公司预测 2012 年净利润将达 1.00-1.35 亿元, 同比变动幅度为-15%至 15%, 在现行股本下, 对应 EPS 为 0.31-0.42 元。
- **维持盈利预测, 维持“推荐”评级。**维持预测公司 2012-2014 年 EPS 为 0.41、0.45 和 0.49 元(不含收购资产的)。若发行 7600 万股收购完成后, 2012-2014 年 EPS 为 0.49、0.54 和 0.57 元。在当前股价(11.96 元)下, 不含收购资产的 EPS 对应 PE 为 29、27 和 25 倍, EV/EBITDA 约 10 倍, 估值不高。我们坚持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行业变革机遇的优秀有线运营商。基于: 1) 天宝和天隆收购若完成将利于公司覆盖除蛇口街道办外的深圳市网, 未来有望达到 300 万户规模; 2) 在良好产业政策环境下, 公司作为有线网行业标杆企业, 亦可能获得一些利好政策倾斜; 3) 看好其控股子公司天华世纪在高清内容领域的快速拓展可能带来新增长点, 维持“推荐”评级, 给予 6-12 个月目标价 19 元。

风险提示:

- 关外资产收购存在审批等风险; 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。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	850	871	923	978
收入同比(%)	3%	2%	6%	6%
归属母公司净利润	118	130	144	156
净利润同比(%)	56%	11%	11%	8%
毛利率(%)	37.3%	39.5%	40.0%	40.5%
ROE(%)	8.7%	8.9%	9.0%	8.9%
每股收益(元)	0.37	0.41	0.45	0.49
P/E	33	29	27	25
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	11	10	10	10

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 公司逐季业绩情况 (2010-2012Q3)

	2010				2011				2012		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
季度营业收入 (百万)	190.4	196.3	204.1	233.5	207.3	198.5	201.4	242.4	210.1	225.4	225.3
同比增长 (%)	6.5%	2.3%	6.9%	22.2%	8.8%	1.1%	-1.3%	3.8%	1.3%	13.5%	3.8%
毛利率 (%)	32.3%	33.1%	31.9%	31.0%	36.7%	36.8%	41.9%	34.4%	38.6%	39.5%	40.4%
归母公司净利润 (百万)	17.0	17.3	16.6	24.6	26.8	27.8	51.6	11.6	27.9	31.6	36.8
同比增长 (%)	-7.6%	-9.7%	-2.3%	4.3%	57.5%	60.7%	209.9%	-52.8%	3.9%	13.9%	-18.8%

资料来源: 公司财报, 中投证券研究所

维持预测公司 2012-2014 年 EPS 为 0.41、0.45 和 0.49 元。主要假设如下:

- 2012-2014 年营业收入同比增长率分别为 2.50%、6.00%和 6.00%;
- 2012-2014 年毛利率分别为 39.50%、40.00%和 40.50%;
- 2012-2014 年营业税金及附加占营收比重保持为 3.50%;
- 2012-2014 年营业费用率分别为 7.00%、7.10%和 7.30%;
- 2012-2014 年管理费用保持为 14.00%;
- 2012-2014 年所得税率为 3.50%;

表 2: 天威视讯盈利预测

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	850	871	923	978
收入增长率	3.05%	2.50%	6.00%	6.00%
营业成本 (百万元)	533	527	554	582
毛利润 (百万元)	317	344	369	396
毛利率	37.29%	39.50%	40.00%	40.50%
归属于母公司所有者的净利润 (百万元)	118	130	144	156
归属于母公司所有者的净利润增长率	55.85%	10.55%	10.74%	8.15%
基本每股收益 (最新摊薄) (元)	0.37	0.41	0.45	0.49

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	629	726	927	1195
现金	572	686	885	1151
应收账款	35	16	17	18
其他应收款	7	7	7	8
预付账款	11	11	11	12
存货	5	6	7	7
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	1325	1247	1174	1078
长期投资	18	19	19	19
固定资产	710	643	581	509
无形资产	278	257	236	215
其他非流动资产	318	327	338	335
资产总计	1954	1973	2101	2274
流动负债	472	394	380	397
短期借款	105	0	0	0
应付账款	138	132	138	146
其他流动负债	229	262	241	251
非流动负债	75	72	69	67
长期借款	37	37	37	37
其他非流动负债	38	35	32	30
负债合计	547	466	449	464
少数股东权益	47	48	50	52
股本	320	320	320	320
资本公积	317	317	317	317
留存收益	723	821	965	1121
归属母公司股东权益	1360	1458	1602	1758
负债和股东权益	1954	1973	2101	2274

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	345	394	321	355
净利润	119	132	146	158
折旧摊销	198	205	198	178
财务费用	1	3	-0	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	26	74	-25	24
其他经营现金流	0	-20	2	-3
投资活动现金流	-544	-141	-122	-90
资本支出	480	80	80	80
长期投资	-3	1	0	0
其他投资现金流	-67	-60	-42	-10
筹资活动现金流	27	-139	0	1
短期借款	50	-105	0	0
长期借款	37	0	0	0
普通股增加	53	0	0	0
资本公积增加	-115	0	0	0
其他筹资现金流	1	-34	0	1
现金净增加额	-172	114	199	266

利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
营业收入	850	871	923	978
营业成本	533	527	554	582
营业税金及附加	31	30	32	34
营业费用	60	61	66	71
管理费用	123	122	129	137
财务费用	1	3	-0	-1
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	99	127	142	154
营业外收入	25	9	9	9
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	124	136	151	163
所得税	4	5	5	6
净利润	119	132	146	158
少数股东损益	2	1	2	2
归属母公司净利润	118	130	144	156
EBITDA	298	335	339	331
EPS (元)	0.37	0.41	0.45	0.49

主要财务比率

会计年度	2011	2012	2013	2014
成长能力				
营业收入	3.1%	2.5%	6.0%	6.0%
营业利润	28.4	28.6	11.5%	8.7%
归属于母公司净利润	55.8	10.5	10.7	8.1%
获利能力				
毛利率	37.3	39.5	40.0	40.5
净利率	13.9	15.0	15.6	15.9
ROE	8.7%	8.9%	9.0%	8.9%
ROIC	8.5%	12.9	14.6	18.1
偿债能力				
资产负债率	28.0	23.6	21.4	20.4
净负债比率	27.15	9.45	9.81	9.49
流动比率	1.33	1.84	2.44	3.01
速动比率	1.32	1.82	2.42	2.99
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.44	0.45	0.45
应收账款周转率	33	32	51	51
应付账款周转率	3.67	3.91	4.10	4.10
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.41	0.45	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	1.23	1.00	1.11
每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.55	5.00	5.49
估值比率				
P/E	32.54	29.44	26.58	24.58
P/B	2.82	2.63	2.39	2.18
EV/EBITDA	11.3	10.1	10.0	10.2

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, 中投证券研究所传媒行业高级分析师, 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。2010 年水晶球入围奖。

万玉琳, 现任中投证券研究所传媒行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2011 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

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

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

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