

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: 13 元

当前股价: 9.30 元

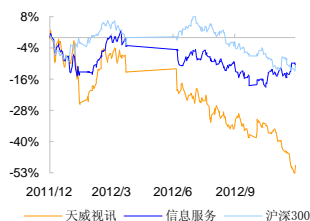
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2031.91
总股本(百万)	320
流通股本(百万)	320
流通市值(亿)	29
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	-21.19	-23.71	-41.78
信息服务	-15.45	-18.37	-22.87
沪深 300 指数	-4.29	0.16	-13.72


相关报告

天威视讯 - 基本面稳定 三季报业绩符合预期 2012-10-26

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
002238
推荐
关外整合更进一步 助力天威规模扩张

事件: 公司公布《发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)》, 拟以 17.15 元/股的价格向深圳广电集团、宝安区国资委、龙岗区国资委及坪山新区发财局发行约 7446 万股, 购买天威存续公司及天隆存续公司的全部股份。

点评:

- **天宝存续公司和天隆存续公司盈利性较好; 且具有良好的数字网络基础, 目前共有 113 万用户 (天宝 59.89 万户, 天隆 53.37 万户); 未来至少有 80 万户增量。**
- **鉴于收购对象的较好盈利性和成长性, 评估增值率较高, 且每终端收购价格合理。**截至 2012 年 3 月 31 日, 天宝存续公司、天隆存续公司评估值分别为 6.99 亿元、5.78 亿元, 整体增值率 137%; 天宝存续和天隆存续公司的每终端预估值分别为 1167 元/台和 1083 元/台。
- **收购完成后公司用户规模将迅速翻番, 并有望突破 300 万户, 获得更多业务拓展空间。**收购完成将利于上市公司扩大运营规模、增加覆盖区域; 待到天宝天隆的数字整转和双向网改彻底完成, 上市公司将可以凭借天华世纪的内容优势和自身多年的运营经验大力开拓新区域的增值业务和有线宽频业务, 提升盈利水平。
- **维持盈利预测, 维持“推荐”评级。**基于公司的备考盈利预测, 下调不含收购资产公司 2012-2014 年 EPS 0.03、0.06 和 0.08 元, 预测不含收购资产的公司 2012-2014 年 EPS 为 0.38、0.39 和 0.41 元。按照备考盈利预测, 若发行 7446 万股收购完成后, 2012-2014 年 EPS 为 0.44、0.42 和 0.46 元, 在当前股价 (9.30 元) 下, 对应 PE 为 21、22 和 20 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) 此次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 13 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

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	850	878	913	949
收入同比(%)	3%	3%	4%	4%
归属母公司净利润	118	121	125	132
净利润同比(%)	56%	3%	3%	6%
毛利率(%)	37.3%	39.8%	39.0%	39.0%
ROE(%)	8.7%	8.3%	7.9%	7.7%
每股收益(元)	0.37	0.38	0.39	0.41
P/E	25	25	24	23
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	8	8	8	8

表 1： 天宝和天隆目前业务状况（2012 年 1-9 月）

	基本收视业务终端 (万)	高清收视业务终端 (万)	付费收视业务(万套)	节目传输业务(套)
天宝	59.89	19.20	2.21	17
天隆	53.37	15.48	1.32	20

资料来源：上市公司公告，中投证券研究所

表 2： 天宝和天隆净利润预测情况（2013-2017）

	2013	2014	2015	2016	2017
天宝(万元)	2,211.43	2,892.77	3,797.09	5,941.90	6,537.48
天隆(万元)	1,851.63	2,014.36	3,467.12	5,910.23	6,570.34

资料来源：上市公司公告，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	718	899	1140
现金	572	678	857	1096
应收账款	35	16	17	17
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	1965	2073	2218
流动负债	472	395	380	393
短期借款	105	0	0	0
应付账款	138	132	139	145
其他流动负债	229	263	240	248
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	467	449	460
少数股东权益	47	49	51	52
股本	320	320	320	320
资本公积	317	317	317	317
留存收益	723	811	936	1068
归属母公司股东权益	1360	1449	1574	1706
负债和股东权益	1954	1965	2073	2218

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	345	385	297	324
净利润	119	123	127	133
折旧摊销	198	205	198	178
财务费用	1	1	-3	-5
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	26	75	-26	22
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	-138	3	5
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	-33	3	5
现金净增加额	-172	106	179	239

利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
营业收入	850	878	913	949
营业成本	533	528	557	579
营业税金及附加	31	33	34	33
营业费用	60	69	72	75
管理费用	123	125	131	136
财务费用	1	1	-3	-5
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	120	123	131
营业外收入	25	7	7	7
营业外支出	0	1	0	0
利润总额	124	126	130	138
所得税	4	3	3	5
净利润	119	123	127	133
少数股东损益	2	2	2	1
归属母公司净利润	118	121	125	132
EBITDA	298	326	317	304
EPS (元)	0.37	0.38	0.39	0.41

主要财务比率

会计年度	2011	2012	2013	2014
成长能力				
营业收入	3.1%	3.3%	4.0%	4.0%
营业利润	28.4	21.1	2.4%	6.8%
归属于母公司净利润	55.8	2.7%	3.1%	5.9%
获利能力				
毛利率	37.3	39.8	39.0	39.0
净利率	13.9	13.8	13.7	13.9
ROE	8.7%	8.3%	7.9%	7.7%
ROIC	8.5%	12.1	12.4	14.9
偿债能力				
资产负债率	28.0	23.8	21.6	20.7
净负债比率	27.15	9.42	9.81	9.57
流动比率	1.33	1.82	2.37	2.90
速动比率	1.32	1.80	2.35	2.88
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.45	0.45	0.44
应收账款周转率	33	32	51	51
应付账款周转率	3.67	3.91	4.10	4.08
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.38	0.39	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	1.08	1.20	0.93	1.01
每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.52	4.91	5.32
估值比率				
P/E	25.30	24.65	23.91	22.58
P/B	2.19	2.06	1.89	1.75
EV/EBITDA	8.5	7.8	8.0	8.3

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