

评级：审慎推荐（维持）

传媒

公司事件点评

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) 收购整合全市网络再进一步

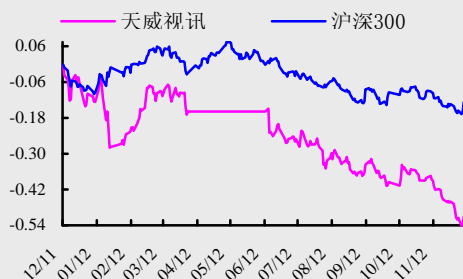
### 交易数据

上一日交易日股价（元）	9.3
总市值（百万元）	2,980
流通股本（百万股）	320
流通股比率（%）	100.00

### 资产负债表摘要（09/12）

股东权益（百万元）	1,424
每股净资产（元）	4.45
市净率（倍）	2.09
资产负债率（%）	22.78

### 公司与沪深 300 指数比较



### 相关报告

**事件：**天威视讯公布了发行股份购买天宝和天隆资产的交易报告书草案。

### 点评：

**发行价格和股份数微调** 公司在 6 月份已经公布了预案，这次公布的草案根据经过审计的数据做了更详细的披露。本次交易发行价格调整为 17.15 元/股，标的交易总价为人民币 12.77 亿元。按照本次发行股份价格 17.15 元/股计算，本次交易公司将共发行 74,460,639 股股份，交易完成后公司的总股本将增加到 39486 万股。按照备考报表，如果公司在 2011 年 1 月 1 日前实施了本次交易，2011 年的 EPS 将从 0.37 元增加到 0.39 元。2012 年 1-9 月的 EPS 将从 0.30 元提高到 0.34 元。

**交易完成后上市公司将完成深圳市全市（除蛇口街道办外）的有线网络业务整合** 截至 2012 年 6 月 30 日，公司共拥有的有线数字电视用户终端数约为 114 万个。本次交易将为上市公司增加约 110 万个有线数字电视用户终端，其中包含宝安地区约 18 万个以及龙岗地区约 15 万个高清有线电视用户终端。使得公司拥有 224 万个有线数字电视用户终端。通过重组，公司的用户规模得到了大幅度的提升。公司将按统一对外呼号、统一前端信号、统一技术标准、统一发展规划、统一运营管理的要求，整合天宝公司、天隆公司所覆盖的宝安、龙岗两区有线电视网络公司，实现深圳地区有线电视网络的深度整合。

**基础用户数重新打开增长空间** 本次收购的宝安和龙岗两区网络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，未来公司将进一步提升宝安和龙岗的用户基数规模。如果天宝存续公司和天隆存续公司用户终端数与业务区域内常住人口规模的比例能够达到与天威视讯目前相近的水平，那么这两区有线数字电视用户终端规模预计可达到 190 万个

**将发展宝安和龙岗两区的高清互动和宽带上网业务** 公司将推动两区双向化改造，并利用上市公司服务的技术优势、内容优势和运营经验协助拓展两区的互动电视业务和有线宽频业务，实现协同效应和规模效应，最终实现快速增长。原来宝安、龙岗两区未开展有线宽频业务，未来公司将利用在原有四区开展有线宽频业务的技术和营销经验协助天宝公司及天隆公司在宝安、龙岗两区拓展该项



新业务，公司发挥在高清双向业务方面已取得的先发优势，进一步大力开拓新进区域的数字电视增值业务，扩大高清电视用户基数以及高清互动电视用户的网内渗透率。

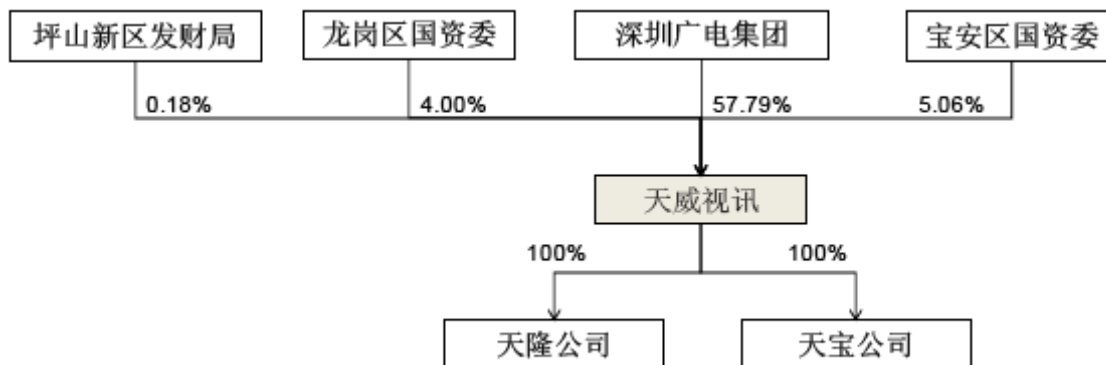
**通过 OTT 和高清节目平台突围** 面对其它收视方式的竞争，公司继续推进业务创新，公司近期将开展 OTT 多屏看业务。另一方面通过高清节目平台走出深圳，公司控股的天华公司现已拥有丰富的清节目储量，在全国数字电视节目供应与服务市场中迅速扩大业务，与全国 28 个省、自治区和直辖市的 44 家广电网络公司签约合作。

**盈利预测** 如果暂不考虑增发股份收购资产的影响，我们预计 2012 年至 2014 年的 EPS 将分别为 0.39 元、0.43 元、0.48 元，对应当前股价的市盈率分别为 24、22、20 倍。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。IPTV 和互联网等收视方式带来的竞争。



图 1、交易完成后公司股权结构



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>559.5</b>	<b>506.7</b>	一、营业收入	849.5	916.3	1,004.4	1,085.1
货币资金	571.7	552.2	492.9	435.5	减: 营业成本	532.8	558.9	612.7	656.5
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	12.6	管理费用	122.9	132.9	145.6	157.3
存货	5.5	6.2	6.8	7.3	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	131.1	146.4
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	143.6	159.5
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	4.3	4.8
<b>资产总计</b>	<b>1,673.8</b>	<b>1,457.8</b>	<b>634.0</b>	<b>581.2</b>	四、净利润	119.5	126.4	139.3	154.8
<b>流动负债</b>	<b>471.8</b>	<b>451.2</b>	<b>446.1</b>	<b>437.8</b>	归属母公司净利润	117.8	124.9	137.6	152.9
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	151.1	161.9	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	0.43	0.48
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>521.6</b>	<b>513.2</b>	营业毛利	20.1%	12.8%	9.6%	9.4%
少数股东权益	47.0	48.5	50.2	52.1	EBIT	17.2%	16.5%	9.6%	12.2%
股本	320.4	320.4	320.4	320.4	净利润	37.3%	6.0%	10.2%	11.1%
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	773.7	885.3	毛利率	37.3%	39.0%	39.0%	39.5%
股东权益合计	1,407.2	1,498.2	1,600.1	1,713.5	EBIT/收入	12.0%	13.0%	13.0%	13.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,954.4</b>	<b>2,024.9</b>	<b>2,121.7</b>	<b>2,226.8</b>	净利率	13.9%	13.6%	13.7%	14.1%
					ROE	8.7%	8.6%	8.9%	9.2%
					ROIC	7.7%	7.7%	8.0%	8.3%
<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%	24.6%	23.0%
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	利息保障倍数	124.5	206.4	-183.1	-560.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>345.2</b>	<b>316.2</b>	<b>277.3</b>	<b>265.7</b>	速动比率	1.31	1.33	1.22	1.13
净利润	119.5	126.4	139.3	154.8	经营现金净额/当期债务	3.29	3.01	2.64	2.53
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	17.7	15.0	存货天数	3.69	4.00	4.00	4.00
其它	-4.2	28.8	-28.0	-52.9	<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	0.41	0.46
资本支出	-479.5	-300.0	-300.0	-300.0	每股经营现金流	1.08	0.99	0.87	0.83
长期投资	-64.2	0.0	0.0	0.0	每股净资产	4.25	4.52	4.84	5.19
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	25.30	23.87	21.65	19.49
债务融资	37.0	0.0	0.0	0.0	P/B	2.19	2.06	1.92	1.79
权益融资	28.0	0.0	0.0	0.0	P/S	3.51	3.25	2.97	2.75
其它	-38.5	-35.9	-36.7	-23.2	EV/EBITDA	16.00	19.48	18.20	16.67
<b>汇率变动影响</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>-172.0</b>	<b>-19.6</b>	<b>-59.2</b>	<b>-57.4</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