

广播电影电视

冷星星

0755-82026747

天威视讯

002238

推荐

高清开路 全面推动互动增值业务的发展

6-12个月目标价: 19.80元

当前股价: 15.60元

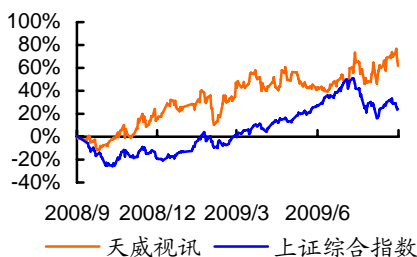
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2754.54
总股本(百万)	267
流通股本(百万)	103
流通市值(亿)	17
EPS (TTM)	0.28
每股净资产(元)	4.51
资产负债率	29.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
天威视讯	4.35	12.62	13.71
上证综合指数	-3.00	-6.31	19.17



相关报告

- 《数字电视勇敢地跨入高清时代》
2009-9-29
- 《杭州华数: 推动数字电视向 NGB 演进》
2009-9-10
- 《媒介媒体: 时下最潮的 8 个概念》
2009-9-10

事件:

2009年9月28日, 随着9个卫视频道高标清同播全国高清频道增至13个, 深圳卫视高清开播和天威视讯“天威高清互动电视家庭计划”(下称“计划”)启动仪式在深圳隆重召开。从即日起, 天威向高清用户输送12个高清频道(10个免费频道和2个收费频道), 深圳高清用户成为全国可收看最多高清频道的幸福人民。

投资要点:

- **关于天威推出“计划”管理层的战略考量:** 发展高清是广电应对竞争的必然选择, 希望能以高清开路, 全面推广互动增值业务, 找到公益服务和企业效率的平衡点。
- **天威推出“计划”时机成熟, 主要表现在几方面:** 1) 国家政策大力支持; 2) 深圳特区经济发达、市场机制较为灵活、用户消费能力较高; 3) 网络优势和技术发展赋予天威勇敢向前发展的实力; 4) 数字电视产业链上下游已达到一定的成熟度。
- **天威管理层对于“计划”的市场前景较为乐观的几方面原因:** 1) 深圳经济较发达, 用户的消费能力较强, 对深圳市场非常看好; 2) 本次“计划”中机顶盒采用租售结合的方式, 用户消费门槛非常低; 3) 采用体验式消费方式, 符合用户的电视消费习惯, 宣传做得好将是“计划”是否能成功推广的关键。
- **“计划”对公司中长期业绩影响积极向上。** 高清的推出短期内将增加投入成本, 但高清将带动互动增值业务的消费, 从而抵补高清的成本支出并使高清互动成为新的利润增长点, 逐步打开公司内生增长的空间。
- **维持公司“推荐”评级, 目标价为19.80元。** 预计公司09-11年EPS为0.30、0.36、0.58元, 在当前股价(15.60元)下, 对应09-11年PE分别为52、44、27倍, 10年PE低于传媒行业整体水平; 09-11年EV/EBITDA均在11倍左右, 低于有线网公司合理水平(15倍)。我们看好公司较高的管理水平和市场化运作能力及技术和网络优势将带来公司的美好发展前景, 看好“计划”的推广并认为关外网整合明年实现可见度较高, 维持“推荐”, 目标价19.80元, 对应10年PE为55倍, 对应10年EV/EBITDA为14.6倍。

风险提示:

“计划”完全市场化运作, 投资回收期可能较长, 增值服务收入不确定, 存在一定风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	711	740	784	863
同比(%)	9%	4%	6%	10%
归属母公司净利润(百万元)	76	80	95	156
同比(%)	6%	6%	19%	63%
毛利率(%)	31.8%	34.0%	35.0%	42.0%
ROE(%)	6.4%	6.5%	7.1%	10.4%
每股收益(元)	0.28	0.30	0.36	0.58
P/E	55.01	51.91	43.74	26.76
P/B	3.50	3.35	3.11	2.79
EV/EBITDA	10.92	10.77	11.25	11.43

资料来源: 中投证券研究所

天威推出“计划”时机成熟

天威推出“计划”时机成熟，主要表现在几方面：

1) 国家政策大力支持；

政府支持是中国高清电视产业发展最强劲的推动力，国家政策的大力支持促进产业较快的发展。

在 2009 年的 CCBN 主题报告会上，广电总局副局长张海涛明确表示：“高清是电视发展的重要趋势，高清电视是数字电视的最大亮点，对于拉动内需、带动相关产业发展、提高公共服务水平都有至关重要的作用。目前我国发展高清电视的条件和时机已经成熟。”

2009 年 8 月 6 日，广电总局发布了《广电总局关于促进高清电视发展的通知》，通知说，高清电视是广播电视技术进步的必然趋势，高清电视发展已列入广电总局 2009 年重点工作。

2009 年 9 月 28 日，9 套卫视频道的高标清同播，中国高清频道已达到 13 个，标志着中国数字电视勇敢地跨入了高清时代。然而，其全面发展还需产业链上下游长期地通力合作，协同发展。

2) 深圳特区经济发达、市场机制较为灵活、用户消费能力较高；

3) 网络优势和技术发展赋予了天威勇敢向前发展的实力；

天威所服务的深圳特区基础网络建设较好，基本实现双向交互，满足了高清互动业务发展的前提条件。

为实现高清互动，长期以来天威不断进行技术改造，建设智能化的后台，打造数字和交互平台，技术上取得了较大发展，并在多方面体现了技术成果：

- 即将改版的界面采用 T 字型设计，一站式全景展示让用户使用更灵活；
- 节目收看方式上将可采用时移、节目推荐系统等；
- 服务方式上，用户可足不出户办理业务并可以进行体验式收看；
- 不断打造内容交互平台，目前已有 2 万小时的节目存储，计划明年将达到 5 万小时，其中高清节目 1 万小时。

此次全国高清频道达到 13 个，天威将向用户传输 12 个频道（10 个免费频道是：央视一套、央视高清综合、深圳卫视、广东卫视、北京卫视、湖南卫视、东方卫视、江苏卫视、浙江卫视、黑龙江卫视，还有 2 个收费高清频道是华城高清电影和高清文广新视觉）。天威是全国同时传输高清频道最多的有线运营商，进一步展示了其网络的技术优势。

4) 数字电视产业链上下游已达到一定的成熟度。

电视内容的匮乏问题正在缓解：高清频道不断增多；节目集成商如天华传媒的节目内容提供越来越丰富。

国内机顶盒生产商已具备生产质量较好的高清机顶盒，如同洲电子。

据天威的市场调查，深圳有 40-50 万家庭用户使用分辨率足够收看高清节目的平板电视。

天威管理层认为“计划”的市场前景乐观

天威管理层对于“计划”的市场前景较为乐观的几方面原因:

1) 深圳经济较发达, 用户的消费能力较强, 对深圳市场非常看好;

从世界范围来看, 日本数字电视一步升级到高清, 澳洲已有十几套高清频道, 美欧高清频道均有几十套, 英国甚至已有超越高清的 3D 频道, 可以看到高清电视是数字电视未来的发展趋势, 中国也不会游离于这个趋势之外。深圳作为国内经济较发达的地区, 用户消费能力较强, 若比照 2008 年香港发放机顶盒达到 70-80 万个的水平, 深圳市场对于高清和互动电视的消费潜力巨大。

2) 本次“计划”中机顶盒采用租售结合的方式, 用户消费门槛非常低;

本次“计划”天威将向深圳市民提供更为灵活和实惠的高清互动电视消费模式。通过租赁机顶盒、订购业务补贴等方式降低市民收看和使用高清互动电视的门槛。其中, 仅需 1000 元即可购买一台高清机顶盒(用户如返还旧机顶盒, 可享受 800 元的优惠价); 租机用户最低可享受 12 元/月, 如选购 35 元/月的套餐还可免除 12 元每月的租机费, 更可享受海量点播节目等(请参见附录一)。

3) 采用体验式消费方式, 符合用户的电视消费习惯, 宣传做得好将是“计划”是否能成功推广的关键。

“计划”的推出利好公司中长期业绩

“计划”对公司中长期业绩影响积极向上。高清的推出短期内将增加投入成本, 但高清将带动互动增值业务的消费, 从而抵补高清的成本支出并使高清互动成为新的利润增长点, 逐步打开公司内生增长的空间。

维持推荐评级, 目标价 19.80 元

由于高清电视的开通对互动电视发展的拉动左右尚难预测, 我们暂时不考虑高清互动计划的推出对公司业绩的影响。并且, 我们假设公司的机顶盒摊销仅有较小部分(约为 2000 万以内)于 2010 年完成。预计公司 09-11 年 EPS 为 0.30、0.36、0.58 元, 在当前股价(15.60 元)下, 对应 09-11 年 PE 分别为 52、44、27 倍, 10 年 PE 低于传媒行业整体水平; 09-11 年 EV/EBITDA 均在 11 倍左右, 低于有线网公司合理水平(15 倍), 估值还有上升空间。

我们看好公司较高的管理水平和市场化运作能力及技术和网络优势将带来公司的美好发展前景, 看好“计划”在深圳市场的推广, 并认为关外网整合明年实现的可见度较高, 维持对公司的“推荐”评级, 给予目标价 19.80 元, 对应 10 年 PE 为 55 倍, 对应 10 年 EV/EBITDA 为 14.6 倍。

附录一:

业务类型	产品内容		产品价格
	所含硬件	所含业务	
购买机顶盒	高清互动机顶盒	10套免费高清频道	1000元 ^{注1}
租用机顶盒	高清互动机顶盒	10套免费高清频道	12元/月 ^{注2}
	高清互动机顶盒	10套免费高清频道 天天影院套餐包月 大量高清点播节目	35元/月 (免12元月租)
	高清互动机顶盒	10套免费高清频道 天天影院套餐预缴1年 大量高清点播节目	360元 (免12元月租)

注1：优惠期内，在册用户可通过返还旧机顶盒及配件（遥控器、音视频连接线）抵扣200元，即以800元的价格购买高清机顶盒。

注2：租金价格为15元/月（优惠期内起租的租金定价为12元/月）。

温馨提示：

1. 目前可免费收看的10套高清电视频道是：央视一套（高清）、央视高清综合、深圳卫视（高清）、广东卫视（高清）、北京卫视（高清）、湖南卫视（高清）、东方卫视（高清）、江苏卫视（高清）、浙江卫视（高清）和黑龙江卫视（高清），还有华诚（CHC）高清电影、高清文广新视觉两套高清付费频道供选择。
2. 以上产品不包含有线数字电视基本收视维护费（主机：28元/月台；副机：14元/月台）。
3. 购买机顶盒的用户如需新购卡，收取100元/卡的智能卡购置费。租机用户暂不受理智能卡购买业务。
4. 新申请用户需缴纳装机工料费100元/台（副机50元/台）。
5. 同名、同地址、同帐户的用户限租用两台以内的（含两台）高清互动机顶盒。
6. 租机用户如停止订购套餐，将收取12元/月·台的租金。
7. 如租机用户不再缴纳租金，将不再拥有机顶盒的使用权，需返还机顶盒及配件（遥控器、音视频连接线）。
8. 租机用户需缴纳押金500元。如需租用智能卡，需另缴押金100元。
9. 用户连续租用六年将获得机顶盒所有权。
10. 天天影院套餐预缴一年到期后按35元/月扣费。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010	2011
流动资产	646	751	826	950	营业收入	711	740	784	863
现金	586	670	741	862	营业成本	485	488	510	500
应收账款	5	15	16	17	营业税金及附加	13	25	27	30
其它应收款	19	22	24	26	营业费用	32	37	39	43
预付账款	18	20	20	20	管理费用	86	89	89	93
存货	17	24	25	25	财务费用	21	9	6	-0
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-0	-1	-1	-1
非流动资产	1061	954	847	782	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	14	22	22	22	投资净收益	-1	3	3	3
固定资产	589	558	503	445	营业利润	73	95	117	199
无形资产	31	29	27	25	营业外收入	17	5	5	5
其他	427	344	294	290	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1707	1705	1673	1732	利润总额	90	99	121	204
流动负债	312	248	222	226	所得税	15	20	27	49
短期借款	0	0	0	0	净利润	75	79	94	155
应付账款	78	80	80	80	少数股东损益	-0	-1	-1	-1
其他	235	168	142	146	归属母公司净利润	76	80	95	156
非流动负债	190	200	100	0	EBITDA	341	345	331	325
长期借款	100	100	0	-100	EPS (元)	0.32	0.30	0.36	0.58
其他	90	100	100	100					
负债合计	503	448	322	226	主要财务比率				
少数股东权益	14	13	12	11	会计年度	2008	2009	2010	2011
股本	267	267	267	267	成长能力				
资本公积	382	382	382	382	营业收入	8.6%	4.1%	6.0%	10.0
留存收益	541	595	690	846	营业利润	4.8%	29.3	22.9	70.9
归属母公司股东权益	1190	1243	1339	1494	归属于母公司净利润	6.2%	6.0%	18.7	63.5
负债和股东权益	1707	1705	1673	1732	获利能力				
					毛利率	31.8	34.0	35.0	42.0
					净利率	10.7	10.8	12.1	18.0
					ROE	6.4%	6.5%	7.1%	10.4
					ROIC	7.0%	9.5%	12.6	22.1
					偿债能力				
					资产负债率	29.5	26.3	19.3	13.1
					净负债比率	39.79	22.31	0.00	-44.1
					流动比率	2.07	3.03	3.72	4.20
					速动比率	2.01	2.93	3.61	4.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.45	0.43	0.46	0.51
					应收账款周转率	26	72	51	52
					应付账款周转率	6.18	6.20	6.37	6.25
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.28	0.30	0.36	0.58
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	1.67	1.25	1.08
					每股净资产(最新摊薄)	4.46	4.66	5.01	5.60
					估值比率				
					P/E	55.01	51.91	43.74	26.76
					P/B	3.50	3.35	3.11	2.79
					EV/EBITDA	10.9	10.8	11.3	11.4

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 ±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

分析师简介

冷星星, 现任中投证券研究所传媒行业研究员, 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。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

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