

## 夯实基础，立足长远

### 投资要点:

#### 1. 事件

公司发布 2011 年三季报，前三季度实现营业收入和净利润 8.1 亿元和 4200 万元，同比增长 0% 和 15%，3 季度单季度实现收入和净利润 3.0 亿元和 886 万元，同比增长 0% 和 2%，EPS 0.027 元（前三季度 0.127 元），略低于我们预期。

#### 2. 我们的分析与判断

##### 1)、单季度业绩波动大，影响全年业绩预测

去年四个季度的 EPS 分别为 0.041 元、0.043 元、0.034 元和 0.13 元，今年前三季度业绩 0.018 元、0.082 元和 0.027 元，除了经营季节性因素外，我们判断财务政策可能是重要原因。实际上，公司的经营性现金流情况远优于净利润情况，前三季度经营性净现金流 2.92 亿元（上年同期仅 1 亿元），三季度单季度 10918 万元。由于公司财务政策不清晰以及广告代理成本还未确定，2011 年 4 季度业绩还会有较大的波动。

##### 2)、从关联交易的预测来看，4 季度业绩波动向上的概率大

过往公司每年分业务销售收入与年初关联交易预测的额度相差都不大，公司版权转让与制作业务方面与央视的交易金额为不超过 3 亿元，租赁及技术服务累计金额不超过 1.42 亿元，而前三季度版权转让及制作仅实现 1.5 亿元，租赁及技术服务实现 6662 万元，4 季度这两项会有大规模的收入确认。

##### 3)、公司面临“天时、地利、人和”的历史性机遇，当前还处于夯实基础的阶段

我们继续坚持前期的观点：天时：文化产业振兴；地利：央视产业化改革加速；人和：市场化经验丰富，进取心强的管理团队。但是这种机制的转变和人才队伍的建设不会一蹴而就，需要一个过程，我们认为公司还在这个调结构、改机制的过程中，处于夯实基础的阶段。

##### 4)、广电总局取消尾标广告政策影响短期业绩

相比 CCTV10 的广告代理，公司一套和八套电视剧尾标广告价格更好，销售情况更好，取消该广告对 2012 年的业绩肯定会产生负面影响。但是考虑 2 点：1. 公司广告业务整体毛利率仅 6%；2. 未来影视剧业务将是公司业务重点，我们认为该事项对公司长期成长性不会产生影响。

#### 3. 估值、投资建议与主要风险

考虑公司电视剧尾标广告被取消的影响，我们调低公司 2011 和 2012 年 EPS 至 0.29 元和 0.57 元。虽然基于对央视产业化改革的良好预期，我们继续维持中视传媒长期“推荐”评级，但是考虑到公司股价已经接近我们在 8 月底深度报告中的合理估值，建议投资者用更审慎的投资眼光看待当前股价，并对公司保持长期重点关注，尤其是十一月份与央视广告关联交易定价的情况。

## 中视传媒（600088.SZ）

**推荐** 维持评级

合理估值区间：18.9 - 22.5 元

### 分析师

许耀文，CFA

☎：(8610) 6656 8589

✉：xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020007

田洪港

☎：(8621) 2025 2607

✉：tianhonggang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511100003

### 市场数据 时间 2010.10.28

A 股收盘价 (元)	16.57
A 股一年内最高价 (元)	20.15
A 股一年内最低价 (元)	10.49
上证指数	2435
市净率	5.51
总股本 (亿股)	3.31
实际流通 A 股 (万股)	33142
A 股总市值 (亿元)	54.92
A 股流通市值 (亿元)	54.92

《深度研究报告：认识一个崭新的中视传媒》 2011.08.30

**表 1: 中视传媒三大报表预测 (百万元)**

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	684.4	977.4	1018.5	1088.0	1101.9	营业收入	1352.7	1171.8	1117.0	1138.3	1536.1
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	1125.0	989.1	918.3	805.4	998.1
应收账款	8.6	12.4	11.8	12.0	16.3	营业税金及附加	28.8	24.0	22.9	23.4	31.5
预付款项	16.2	25.8	34.8	42.7	52.5	销售费用	18.5	21.2	21.2	22.8	30.7
其他应收款	103.9	41.2	39.2	40.0	54.0	管理费用	45.3	41.4	40.2	44.4	59.9
存货	176.6	221.7	205.8	180.5	223.7	财务费用	-24.0	-10.9	-17.4	-18.1	-21.0
其他流动资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	资产减值损失	2.2	0.7	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	1.7	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	422.6	413.4	385.2	363.2	343.4	投资收益	0.0	0.5	2.0	2.0	2.0
在建工程	1.3	0.9	15.4	22.7	26.4	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	156.9	106.9	133.7	262.4	438.9
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业外收支净额	1.1	0.8	2.0	2.0	2.0
长期待摊费用	3.9	3.3	0.0	0.0	0.0	税前利润	158.0	107.6	135.7	264.4	440.9
资产总计	1441.6	1720.0	1734.0	1772.3	1841.2	减: 所得税	31.9	23.7	29.9	58.2	97.0
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	126.1	83.9	105.8	206.3	343.9
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	114.5	79.7	96.3	187.8	313.0
应付账款	179.5	456.4	452.9	308.9	328.1	少数股东损益	11.6	4.2	9.5	18.5	30.9
预收款项	186.8	136.4	102.9	74.4	105.1	基本每股收益	0.48	0.24	0.29	0.57	0.94
应付职工薪酬	14.8	19.0	19.0	19.0	19.0	稀释每股收益	0.48	0.24	0.29	0.57	0.94
应交税费	40.9	20.7	20.7	20.7	20.7	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	36.4%	-13.4%	-4.7%	1.9%	34.9%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	146.5%	-28.9%	18.9%	112.0%	71.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	111.1%	-30.4%	20.8%	94.9%	66.7%
负债合计	471.3	689.4	595.5	423.1	473.0	盈利性					
股东权益合计	970.3	1030.6	1111.0	1292.0	1610.5	销售毛利率	16.8%	15.6%	17.8%	29.2%	35.0%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	8.5%	6.8%	8.6%	16.5%	20.4%
净利润	126	84	106	206	344	ROE	11.8%	7.7%	8.7%	14.5%	19.4%
折旧与摊销	90	92	89	90	92	ROIC	11.12%	7.27%	8.02%	14.63%	20.14%
经营活动现金流	-61	378	149	121	392	估值倍数					
投资活动现金流	-29	-30	-30	-30	-30	PE	35.1	70.5	58.3	29.9	18.0
融资活动现金流	3	-14	-8	-7	-4	P/S	3.0	4.8	5.0	4.9	3.7
现金净变动	-87	334	111	83	357	P/B	4.1	5.5	5.1	4.4	3.5
期初现金余额	815	684	977	1019	1088	股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
期末现金余额	728	1019	1088	1102	1445	EV/EBITDA					

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**许耀文，传媒与互联网行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: [www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao\_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn