

## 认识一个崭新的中视传媒

### 投资要点:

#### ■ 新的团队、新的战略

- 2010年4月上任的新总经理王焰先生具有深厚的央视背景、熟悉经济规律和产业运作，同时具备丰富的创业团队管理经验
- 公司确立“以影视业务为突破口，带动三大主营业务协调发展”的新战略，“天时、地利、人和”兼备

#### ■ 公司有望成为继华谊兄弟和华策影视之后中国电视剧投拍发行市场的重要“玩家”

- 8月26日，公司与高希希、康洪雷、都晓、李路和阎建钢等五大电视剧导演签约5部电视剧，并在未来结成优先合作伙伴关系。
- 公司2012和2013年自制剧产能将达到200集和400集，而基于自主投拍的新模式，未来3年公司影视剧业务毛利率将由2010年的18.1%提升到22.5%、36.7%和43.8%。

#### ■ 广告和旅游业务正在步入正轨

- 得益于新团队对管理的改善，广告业务在2011H1收入增速和毛利率都有明显改观，广告代理成本方面与央视会有更好的沟通
- 无锡和南海景区将受益于旅游行业景气和票价提升

#### ■ 央视的支持

- 2010年央视收入已经达到308.7亿元，而公司收入只有11.7亿元，不足央视收入的3.7%
- 央视和公司的关系有望从“负循环”进入“正循环”

#### ■ 估值与投资建议：由于公司战略调整后的业绩主要在2012年体现，我们以2012年EPS为估值基础，参考影视剧内容板块2012年30X的平均估值，按照30-35倍P/E计算，公司半年期的目标估值区间为18.9元-22.05元，给予“推荐”投资评级。

#### ■ 主要风险：“后世博”效应、影视剧单片风险、广告代理成本过高

#### 主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	1353	1172	1162	1483	1966
YoY		-13.4%	-0.9%	27.6%	32.6%
净利润(百万元)	114	80	105	209	351
YoY		-29.8%	31.3%	99.0%	67.9%
<b>EPS(元)</b>	<b>0.48</b>	<b>0.24</b>	<b>0.32</b>	<b>0.63</b>	<b>1.06</b>
<b>PE(X)</b>	<b>30.0</b>	<b>60.3</b>	<b>46.0</b>	<b>23.0</b>	<b>13.7</b>
PB(X)	3.54	4.67	4.29	3.63	2.85
ROIC	11.1%	7.3%	8.8%	16.0%	21.7%

资料来源：中国银河证券研究部

## 中视传媒 (600088.SZ)

**推荐** 调高评级

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: S0130208091646

特此鸣谢

孙津 (8610) 6656 8846

([sunjin@chinastock.com.cn](mailto:sunjin@chinastock.com.cn))

田洪港 (8621) 2025 2607

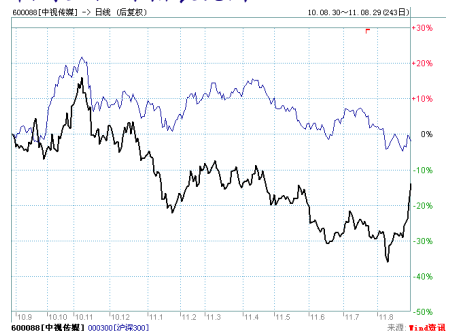
([tianhonggang@chinastock.com.cn](mailto:tianhonggang@chinastock.com.cn))

对本报告的编制提供信息

### 市场数据 时间 2010.08.30

A股收盘价(元)	14.20
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	2576.41
市净率	4.8
总股本(万股)	33142
实际流通A股(万股)	33142
流通A股市值(亿元)	47

### 相对上证综指表现图



## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

影视剧行业持续景气和央视对优秀自制剧的迫切需求是公司外在的驱动因素,正确的公司战略和具有执行力的管理团队是公司内在的驱动因素。

表 1: 公司分业务收入与毛利率核心假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
影视业务	34,890	64,678	45,623	52,567	77,084	123,227
增速		85.38%	-29.46%	15.22%	46.64%	59.86%
广告业务	54,053	60,005	58,003	66,703	74,707	81,431
增速		11.01%	-3.34%	15.00%	12.00%	9.00%
旅游业务	10,100	10,519	13,464	14,811	19,254	22,142
增速		4.15%	28.00%	10.00%	30.00%	15.00%
营业收入合计	99,043	135,203	117,098	134,096	171,061	226,815
增速	24.58%	36.51%	-13.39%	-0.82%	27.57%	32.59%
毛利率						
影视业务	8.71%	10.24%	18.12%	22.53%	36.73%	43.78%
广告业务	12.54%	19.19%	5.82%	7.00%	7.00%	7.00%
旅游业务	41.65%	43.91%	49.14%	54.00%	56.00%	56.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

### 我们与市场不同的观点:

市场担心中视传媒影视剧业务能否成功,我们认为“天时、地利、人和”兼备,公司影视剧业务已经具备成功的基础(见正文分析)。

### 估值与投资建议:

我们预测公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.32 元、0.63 元和 1.06 元,由于公司战略调整后的业绩主要在 2012 年体现,我们以 2012 年 EPS 为估值基础,参考影视剧内容板块 2012 年 30XPE 的平均估值,按照 30-35 倍 P/E 计算,公司半年期目标估值区间为 18.9 元-22.05 元,给予“推荐”投资评级。

### 股价表现的催化剂:

- 1、三季报业绩超市场预期
- 2、影视剧价格持续上涨
- 3、广告代理成本低于市场预期

### 主要风险因素:

- 1、后世博效应对无锡景区的负面影响
- 2、影视剧业务单片风险
- 3、广告代理成本高于预估的风险

## 目 录

一、签约重磅导演 - 中视传媒影视剧战略“惊艳”亮相 .....	1
二、从管理拐点到经营拐点 - 中视传媒正站在新的起点 .....	2
三、中视传媒影视剧战略能成功吗? .....	3
四、央视对公司的态度: 从“负循环”到“正循环” .....	5
五、公司分业务业绩预测与展望 .....	6
六、估值比较和目标价 .....	9
七、主要风险 .....	10
附表 1: 中视传媒 (600088.SZ) 公司财务预测 (百万元) .....	11
附注 1: 中视传媒总经理王焰和中视国际广告总经理任达清简历 .....	12

## 一、签约重磅导演 - 中视传媒影视剧战略“惊艳”亮相

### 启程 - 导演战略合作签约仪式

8月26日,在2011中国国际影视节目展上,中视传媒强势推出“启程-导演战略合作签约仪式”,与国内著名的5大电视剧导演高希希、康洪雷、都晓、李路、阎建钢签约,5位导演将为中视传媒拍摄5部电视剧,包括:《马上天下》(拟)(高希希);《赵氏孤儿》(阎建钢)、《战上海》(康洪雷)、《客家人》(都晓)、《青春万岁》(李路)。

根据协议,今后中视传媒将优先选择合作方导演的创意和规划项目并保证选择双方认同的项目进行投资;合作方导演将优先选择中视传媒文化产业项目进行创作、开发合作并保证中视传媒在创作资讯和规划的优先知情权。

### 公司有望成为继华谊兄弟和华策影视之后中国电视剧投拍发行市场的重要“玩家”

好的导演和好的编剧是电视剧成功的关键。中视传媒依托中国最大的电视剧制作基地中国电视剧制作中心有限责任公司,有丰富的剧本的资源,而与著名导演的签约将保证公司5部影视剧的优质品质。

不仅如此,电视剧导演资源是稀缺资源,中视传媒与五大导演将是一个长期合作,在2012年200集电视剧的基础上,2013公司自主投拍电视剧产能将达到400集。

除了以上5部精品剧,公司在2011年已经有精品剧在央视播出,7月23日,由中视传媒出品并全资买断电视版权、李幼斌和萨日娜主演的《中国地》在CCTV-1播出(二轮将在辽宁卫视播出),观众反响热烈。全国收视率节节攀升,最高达到5.148%,强势破五,创下了央视今年收视新高。作为出品方之一,中视传媒也通过《中国地》的火爆,成功亮剑品牌。

2011年,公司还独家买断由李路执导、李光洁主演的电视剧《山楂树之恋》全球发行权,并计划在年底推出。有电影口碑做铺垫,再加上名导和名演员,我们对《山楂树之恋》的发售前景持乐观态度。

表2:五位导演及其电视剧作品

导演	电视剧作品
高希希	《三国》、《狙击手》、《纸醉金迷》、《漂亮的事》、《光荣岁月》、《男人底线》、《甜蜜蜜》、《新上海滩》、《真情年代》、《垂直打击》、《与爱同生》、《搭错》、《幸福像花儿一样》、《历史的天空》、《结婚十年》
康洪雷	《士兵突击》、《我的团长我的团》、《我的抗战》、《奠基者》、《幻想之旅》、《民工》、《有泪尽情流》、《青衣》、《激情燃烧的岁月》
都晓	《烽火不息》、《颍河故事》、《乡里故事》、《风雨南庄》、《平平常常的故事》、《船家》、《特案A组》、《特警110》、《进京列车》
阎建钢	《中国地》、《金凤花开》、《燃烧的生命》、《大祠堂》、《雄关遗梦》、《剑出江南》、《尘埃落定》、《直播室的故事》、《四号女监》、《红顶商人胡雪岩》、《为奴隶的母亲》、《秦始皇》
李路	《老大的幸福》、《孤星》、《忠魂》、《小萝卜头》、《别说爱情苦》、《泪痕剑》、《不想回家》、《青城别恋》、《29天半》、《好想回家》、《那些迷人的往事》、《山楂树之恋》

资料来源:中国银河证券研究部,艺恩资讯,百度百科

## 二、从管理拐点到经营拐点 - 中视传媒正站在新的起点

### 新的战略：以影视业务为突破口，带动三大主营业务协调发展

作为央视控股 56.88%（合计）的唯一上市公司，中视传媒在过去的 3 年业绩表现不佳，缺乏核心的竞争力，这与公司原有管理团队和公司经营策略有重要关系。

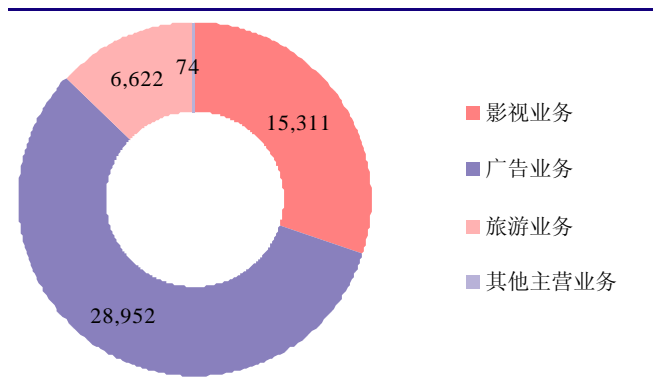
2010 年 6 月，中视传媒调整管理层，王焰先生担任中视传媒总经理。王焰先生有深厚的央视背景和管理创业型企业的经验，在过去 1 年对公司业务线进行重新梳理，引入竞聘机制，并更换中视广告总经理。基于市场环境、央视背景和公司自身优势，中视传媒重新确立了“以影视业务为突破口，带动三大主营业务协调发展”的战略目标。

经过 1 年的努力，公司的业绩拐点在中报中已经开始体现：

2011H1，营业收入 5.09 亿元、营业利润 4231 万元、净利润 3314 万元，同比分别增长 1.13%、28.15%和 18.98%。增长的绝对值虽然不高，但是这是在公司不再制作《欢乐中国行》栏目的情况下实现的，含金量很高。分业务看体现 3 个特点：

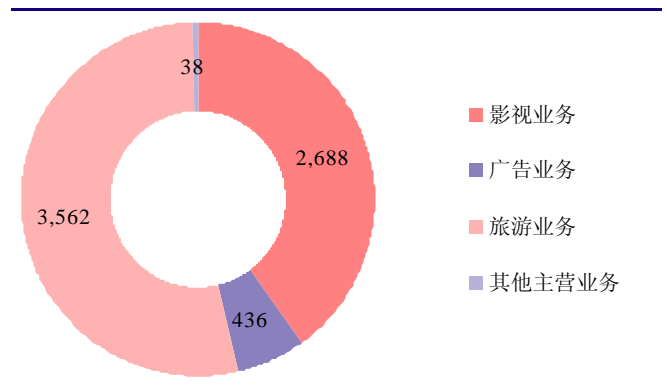
- 电视剧制作和发行业务大幅增长
- 广告业务扭亏，增长超过 2 位数
- 旅游业务提价 30%，下半年会更好

图 1：公司 2011 年半年报各项业务收入



资料来源：公司半年报

图 2：公司 2011 年半年报各项业务毛利润



资料来源：公司半年报

### 三、中视传媒影视剧战略能成功吗？

#### 未来公司影视剧业务和过去该项业务的差异

表 3: 公司影视剧业务的过去与未来

	过去	未来
运营模式	纯财务投资、影视剧的发行业务	自主投资、自主版权、自主销售的电视剧生产模式
经营定位	为制片方与央视牵线搭桥	与中国电视剧制作中心有限责任公司战略合作，依托央视，面向市场
毛利率	15% - 20%	50% - 60%
公司的优势	与央视良好的关系	<b>天时:</b> 影视剧行业高度景气 <b>地利:</b> 央视大力发展“自制剧”的新战略 <b>人和:</b> 新的管理团队有更强的央视背景，有丰富的导演人脉、制片经验和创业经验

资料来源: 中国银河证券研究部

从毛利率来看，2011H1 华策影视毛利率 65%，华谊兄弟 50%，中视传媒如果转向电视剧的自主生产，毛利率提升的幅度还非常大。

从“天时、地利和人和”三个方面分析，公司已经具备成功的基础。

#### “天时”：优质电视剧价格还将持续上涨

近日，上海东方传媒集团有限公司旗下百视通公司斥巨资获得《海洋》的独家新媒体版权，该片将今年 9 月份通过百视通和上海文广互动的新媒体全平台播出。用户可以通过数字有线电视、IPTV、网络、手机和各种移动手持终端同步领略《海洋》带来的视觉冲击和心灵震撼。

IPTV 对内容的购买只是“渠道多元化，内容稀缺化”大趋势中的“冰山一角”，有线网络和卫星电视等庞大的渠道还没有加入战团。我们认为，随着各类媒介渠道的日益丰富，渠道对于用户的竞争也逐日升级，优质的内容成为各家平台胜出的杀手锏，媒介渠道对于优势内容的需求也呈现与日俱增的态势。目前来看，电视台与视频网站是影视剧内容抢购的主要参与者，优质内容价格在近几年也实现了快速上涨。同时，随着三网融合的逐步推进，数字电视、IPTV、互联网电视、手机电视等各类渠道也都希望在未来竞争中抢得一杯羹，那么对于内容的布局同样是这些渠道未来发展非常重要的一个环节，优质影视内容的旺盛需求将长期存在，影视内容的价格上涨趋势仍将持续，影视内容产业也将迎来“黄金十年”。

从未来价格上涨的空间来看，我们可以做一个简单的对比：美国电视剧一般剧集（40-60 分钟）的制作成本一般在每集 200-400 万美元左右，情景喜剧（20-30 分钟）则在每集 100 万元左右，是中国电视剧制作成本的 13-25 倍。假设在版权保护严格、渠道管制放松、电视台产业集中度提升的情况下，中国电视剧价格未来 10 年达到 1000 万元/集 的规模并非遥不可及。

**表 4: 视频网站加入竞争大幅提升电视剧网络视频价格**

时间	电视剧	网络播映版权价格	网络播映版权价格
		(集)	(部)
2006	《武林外传》81 集	1235 元	10 万元
2008	优秀电视剧平均	3 千元 - 1 万元	N/A
2009	优秀电视剧平均	2 - 5 万元	N/A
2010	《旗袍》约 40 集	8 万元	320 万元 (估计值)
2010	新版《红楼梦》50 集	20 万元	1000 万元
2010	新版《三国》95 集	15 万元	1425 万元
2010	新版《西游记》60 集	28 万元	1680 万元
2010	《一不小心爱上你》(30 集)	18 万元	540 万元
2011	《宫锁心玉》(35 集)	32 万元	1120 万元
2011	《新还珠格格》(98 集)	30 万元	3000 万元

资料来源: 中国银河证券研究部

### “地利”: 央视电视剧采购将以“自制剧”为主

好的电视剧是收视率的保证, 而央视在 2010 年电视剧采购方面遭遇严峻的挑战, 即各省级卫视(如安徽台)纷纷打出精品电视剧战略, 优质电视剧的买家越来越多, 而在同等条件下, 央视的购买价格并不占优势, 同时央视电视剧播出还有更加繁琐的政审过程。在优势电视剧“皇帝女儿不愁嫁”的情况下, 央视屡屡与大片“失之交臂”, 因此在 2011 年以后, 央视调整了电视剧采购政策, 从外购为主转向扶持“自制剧”。

实际上, 湖南卫视在自制剧方面已经做出成功表率, 从《还珠格格》系列, 到《丑女无敌》、《一起来看流星雨》和《宫·锁心玉》, 无一不在同时段收视率中排名第一, 同时, 自制剧在广告植入方面有更大的自由空间。

央视旗下只有 2 个电视剧的制作机构: 中国电视剧制作中心有限责任公司和中视传媒。

中国电视剧制作中心有限责任公司: 中央电视台所属的专门从事电视剧创作生产的单位, 成立于 1983 年 10 月 18 日, 是中央电视台全资控股的大型制作单位, 是中国重大革命和历史题材影视剧的制作基地, 拥有良好的制作资源和雄厚的制作实力, 是中国电视剧制作的龙头企业。中国电视剧制作中心自成立以来, 共生产了 400 多部近 4000 集电视剧, 现有工作人员 284 人, 其中正高级专业职称 30 人、副高级专业职称 76 人、中级专业职称 99 人, 有许多知名编导及专业人士在国内享有盛誉。

中国电视剧制作有限责任公司有人力资源和规模优势, 但是缺乏灵活的机制和资金规模, 而中视传媒在这两个方面更有优势, 因此在 2010 年 8 月 26 日, 双方签署协议, 一致同意在平等、互利的基础上, 整合双方优势资源, 建立平等互利, 长期合作, 共同发展的长期战略合作伙伴关系。

合作内容:

- 1、优先选择双方提供的剧目创意和合作剧目，及时给以论证反馈，对选定的剧目以协议方式予以确认。
- 2、优先选择双方的新剧目创作资讯、规划，保证创作资讯的优先知情权。
- 3、优先选择双方为投资、合资、播出合作方。
- 4、优先选择双方影视设备使用和技术制作服务。
- 5、优先选择双方在年度重大活动中为合作伙伴。
- 6、优先选择双方对文化产业项目开发合作。
- 7、优先选择双方其他需要的合作。

### “人和”：新的管理团队优势

表 5: 新任总经理（简历见附注 1）有三大优势

经济背景强	王总曾任中央电视台信息部主任和中央电视台广经中心经济频道副总监，做过《中国证券》栏目制片，对经济运行规律和证券市场都非常熟悉。
央视背景强	相比前任总经理有更强的央视背景。王总在央视总部及下属公司有 9 年的管理经验，对央视更熟悉，有助于公司未来与央视的沟通协调。
创业背景强	王总在中数传媒担任总经理 6 年，在这 6 年时间里，中数传媒的集成付费频道发展到 50 家，落地地网达到 217 家，公司年收入由 2004 年的 29 万元增长到 2009 年的 3.2 亿元。我们认为王总丰富的创业经验和对内容产业的把控是现阶段中视传媒所最需要的。

资料来源：中国银河证券研究部

## 四、央视对公司的态度：从“负循环”到“正循环”

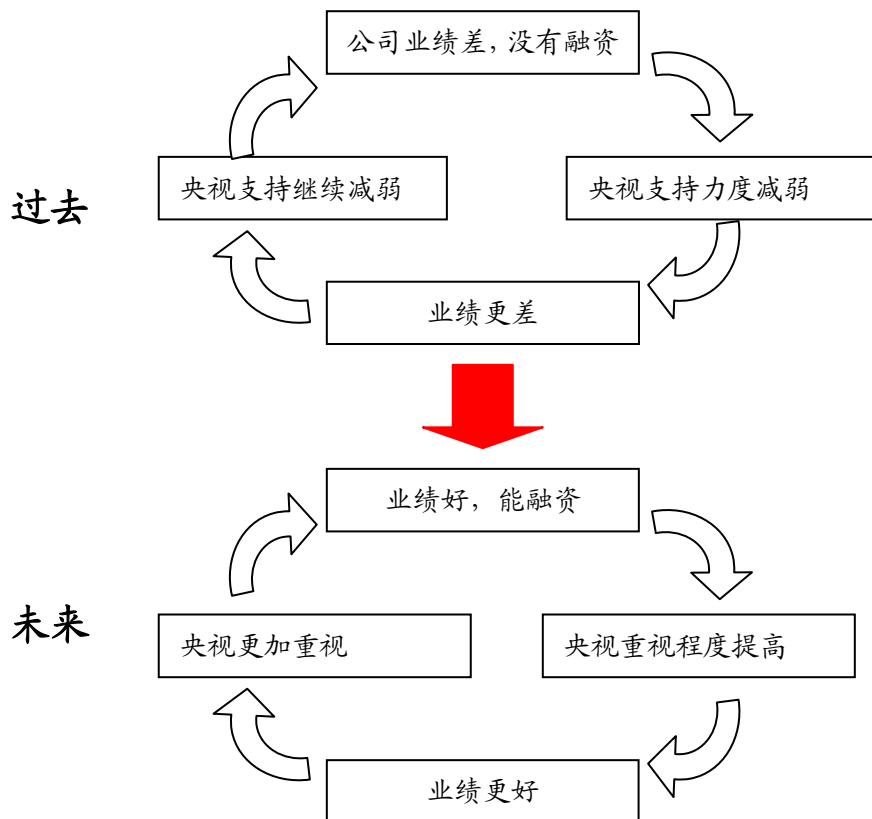
过去央视对公司的重视程度比较低，一方面是由于央视最核心的任务是“喉舌”职能；另一方面是公司业绩表现差，融资能力没有体现，出现一个“负循环”的结果。

2010 年央视收入已经达到 308.7 亿元，而公司收入只有 11.7 亿元，不足央视收入的 3.7%。在央视收入规模节节攀升的情况下，中视传媒每年的净利润一直在震荡过程中。

新的管理团队和新的战略有望使中视传媒摆脱负循环，进入正循环。一方面，相比低技术含量的广告代理业务，影视剧业务对央视的战略地位非常重要，央视迫切需要一个能生产优质电视剧的基地；另一方面，新的管理团队有更强的央视背景，与央视会有更好的沟通。



图 3: 从“负循环”到“正循环”



资料来源: 中国银河证券研究部

## 五、公司分业务业绩预测与展望

### 影视剧业务: 量升价涨

表 6: 自制剧的投拍计划

	2011	2012	2013
自主投资、自主版权、自主销售的电视剧	《中国地》、《山楂树之恋》	《马上天下》(拟)(高希希)、 《赵氏孤儿》(阎建钢)、《战上海》(康洪雷)、《客家人》(都晓)、《青春万岁》(李路)	n/a
集数	80 集	200 集	400 集

资料来源: 中国银河证券研究部

图 4: 中视传媒已拍摄/即将拍摄部分电视剧



资料来源: 中国银河证券研究部

表 7: 公司影视剧板块收入和毛利预测

影视剧业务	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
影视剧收入合计	34,890	64,678	45,623	52,567	77,084	123,227
YoY		85.4%	-29.5%	15.2%	46.6%	59.9%
其中: 原有版权转让及制作	27,167	53,941	35,281	28,225	28,225	28,225
YoY		99%	-35%	-20%	0%	0%
租赁及技术服务	7,723	10,737	10,342	10,342	10,859	11,402
YoY		39%	-4%	0%	5%	5%
新电视剧投拍				14,000	38,000	83,600
集数				80	200	400
单价(万元/集)				175	190	209
影视剧成本合计				40,725	48,769	69,278
原有业务				31,625	32,049	32,494
毛利率				18%	18%	18%
新电视剧投拍				9,100	16,720	36,784
毛利率				35%	56%	56%
影视剧业务综合毛利率	8.71%	10.24%	18.12%	22.53%	36.73%	43.78%

资料来源: 中国银河证券研究部

### 旅游业务: 行业景气, 提价预期强烈

公司拥有 2 大景区的运营权:

无锡影视基地始建于 1987 年, 占地面积近 100 公顷, 可使用太湖水面 200 公顷。当年中央电视台按照“以戏带建”的方针, 为拍摄电视连续剧《唐明皇》、《三国演义》和《水浒传》, 相继建成了唐城、三国城和水浒城三大景区。2010 年该景区收入 12244 万元。

南海影视城是中央电视台直属影视摄制基地, 占地 1500 余亩, 位于广东省佛山市南海区狮山镇南国桃园旅游度假区。南海影视城地理位置优越, 位于广州、佛山、花都、三水交汇处, 距广州、佛山、南海桂城均为 12 公里, 距南海平洲港约 18 公里, 往返广州、佛山、香港、澳门等地的水、陆、空交通均十分便利。2010 年该景区营业收入 1220 万元。

图 5: 无锡和南海景区



资料来源: 中国银河证券研究部

公司旅游业务在上半年提价 30%(散客), 团队业务还未提价, 预计在后世博效应和公司提价因素相互抵消的情况下, 公司 2011 年旅游业务收入增长 10%左右, 2011 年随着团队客流的提价和后世博效应的消失, 公司旅游业务收入增速 30%。

表 8: 公司旅游板块收入和毛利预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
旅游业务营业收入		10,100	10,519	13,464	14,811	19,254	22,142
YoY			4.15%	28.00%	10.00%	30.00%	15.00%
旅游业务营业成本		5,894	5,901	6,849	6,813	8,472	9,743
旅游业务毛利率		41.65%	43.91%	49.14%	54.00%	56.00%	56.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

### 广告业务: 经营改善, 扭转颓势

在原中央电视台中视经济影视中心总经理任达清先生担任广告公司总经理后, 上海中视国际广告有限公司积极转变销售方式, 理顺与 4A 公司的合作关系, 不断创新和调整产品结构, 努力开拓新的资源渠道, 使广告业务收入在 2011H1 出现恢复性增长, 同比增长 14.83%, 我们预计下半年会维持类似的增速, 而全年毛利率一般都会高于上半年的毛利率。

表 9: 公司广告板块收入和毛利预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
广告业务营业收入	54053	60005	58003	66703	74707	81431
YoY		11.01%	-3.34%	15.00%	12.00%	9.00%
广告业务营业成本	47272	48489	54626	62034	69478	75731
广告业务毛利率	12.54%	19.19%	5.82%	7.00%	7.00%	7.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

对广告业务毛利率影响较大的是公司支付给央视 CCTV10 的广告代理成本，今年上半年预估 2.6 亿元，高于去年同期的 2.42 亿元，应该说是比较保守的预测。如果下半年和央视谈判顺利，那广告代理成本存在下降的可能，这对业绩也会形成正面的影响。

**表 10: 公司与央视的关联交易**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
关联交易							
版权转让及制作	12000	16468	13288	11929	18776.3	18142	n/a
影视技术服务	5600	5476.9	5638	7723	10737.7	10342	n/a
广告代理业务(主要是代理成本)	《15000	《15000	《21000	《41000	《40000	《46196	《52000

资料来源：中国银河证券研究部

## 六、估值比较和目标价

**表 11: 4 个主要内容生产商估值比较**

代码	公司名称	股价	EPS (元)				PE		PB	市值 (亿元)	投资评级
			2011-8-29	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E			
600088.SH	中视传媒	14.51	0.24	0.32	0.63	60	45	23	4.8	48	推荐
002052.SZ	华谊兄弟	17.74	0.25	0.39	0.59	71	45	30	6.9	107	推荐
002519.SZ	华策影视	51.19	0.85	1.35	1.85	60	38	28	4.7	58	推荐
300251.SZ	光线传媒	82.75	1.03	1.47	1.9845	80	56	42	5.4	91	谨慎推荐
平均值						68	46	31	5	76	

资料来源：中国银河证券研究部

从市值和 2012 年的 PE 来看，中视传媒在四大内容生产企业中是最低的，但是公司依托的大股东背景资源是最强大的，同时公司既有影视剧业务，也有主题公园和广告代理业务，收入来源多元化更有利于业绩的稳定。

我们预测公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.32 元、0.63 元和 1.06 元，由于公司战略调整后的业绩主要在 2012 年体现，我们以 2012 年 EPS 为估值基础，参考影视剧内容板块的平均估值，按照 30 - 35 倍 P/E 计算，公司半年期的目标估值区间为 18.9 元 - 22.05 元，给予“推荐”投资评级。

## 七、主要风险

### 1、广告代理成本波动风险

公司与央视的广告代理成本每年谈判一次，一般在 4 季度确定最终价格，存在广告代理价格高于前三季度预估的风险

### 2、旅游业务后世博风险

公司无锡影视基地在 2010 年受益于上海世博会的召开，在 2011H2 存在后世博游客规模增长缓慢甚至下滑的风险。

### 3、影视剧单片风险

尽管公司的名导演战略能够保证电视剧品质，但是依然存在单个电视剧销售不佳的风险。

**附表 1: 中视传媒 (600088.SZ) 公司财务预测 (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	1101.7	1138.7	营业收入	1352.7	1171.8	1162.2	1482.6	1965.8
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	1125.0	989.1	949.7	1098.3	1341.3
应收账款	8.6	12.4	12.3	15.7	20.8	营业税金及附加	28.8	24.0	23.9	30.4	40.3
预付款项	16.2	25.8	35.1	45.9	59.0	销售费用	18.5	21.2	21.0	28.2	39.3
其他应收款	103.9	41.2	40.8	52.1	69.1	管理费用	45.3	41.4	41.8	53.4	76.7
存货	176.6	221.7	212.8	246.2	300.6	财务费用	-24.0	-10.9	-17.5	-18.5	-21.7
其他流动资产	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	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	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	145.2	292.8	491.9
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	147.2	294.8	493.9
资产总计	1441.6	1720.0	1729.7	1850.1	2269	减: 所得税	31.9	23.7	32.4	64.8	108.7
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润	126.1	83.9	114.9	229.9	385.2
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	104.5	209.3	350.7
应付账款	179.5	456.4	468.4	421.3	441.0	少数股东损益	11.6	4.2	10.3	20.6	34.6
预收款项	186.8	136.4	101.5	64.5	103.8	基本每股收益	0.48	0.24	0.32	0.63	1.06
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	0.32	0.63	1.06
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%	-0.8%	27.6%	32.6%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	146.5%	-28.9%	30.8%	116.5%	72.0%
负债合计	471.3	689.4	609.6	525.5	584.5	净利润增长率	111.1%	-30.4%	31.1%	100.2%	67.6%
股东权益合计	970.3	1030.6	1120.1	1324.6	1684.5	盈利性					
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售毛利率	16.8%	15.6%	18.3%	25.9%	31.8%
净利润	126	84	115	230	385	销售净利率	8.5%	6.8%	9.0%	14.1%	17.8%
折旧与摊销	90	92	89	90	92	ROE	11.8%	7.7%	9.3%	15.8%	20.8%
经营活动现金流	-61	378	162	157	423	ROIC	11.12%	7.27%	8.76%	16.03%	21.68%
投资活动现金流	-29	-30	-30	-30	-30	估值倍数					
融资活动现金流	3	-14	-8	-7	-4	PE	30.0	60.3	46.0	23.0	13.7
现金净变动	-87	334	124	120	389	P/S	2.5	4.1	4.1	3.2	2.4
期初现金余额	815	684	977	1019	1102	P/B	3.5	4.7	4.3	3.6	2.9
期末现金余额	728	1019	1102	1139	1491	股息收益率	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%

资料来源: 中国银河证券研究部

## 附注 1：中视传媒总经理王焰和中视国际广告总经理任达清简历

**王焰先生**，1963 年 9 月出生，中共党员，高级编辑。1985 年毕业于北京广播学院新闻系，获文学学士学位，1990 年获北京广播学院广播电视业务硕士学位，2006 年获中欧工商管理学院 EMBA。

1990 年至 1997 年在中央电视台经济部任编导、总编导，《金土地》制品人。1997 年至 2001 年任信息部副主任，创办《中国证券》、模特电视大赛等十二个栏目。2001 年 6 月至 2003 年 8 月，任中央电视台信息部主任。2003 年 8 月至 2004 年 5 月，任中央电视台广经中心经济频道副总监。

2004 年 5 月至 2006 年 11 月，任央视风云传播有限公司总经理。2006 年 11 月至 2010 年 6 月，任中央数字电视传媒有限公司总经理和央视风云传播有限公司董事长兼总经理。2010 年 6 月 28 日起至今任中视传媒公司第五届董事会董事、总经理

**任达清先生**，1963 年 10 月出生，主任编辑，中共党员。山东大学中文系本科毕业，北京广播学院新闻学硕士研究生毕业。

1991 年进入中央电视台，先后在海外中心及广经中心从事节目工作，参与创办《天涯共此时》、《中国新闻》、《中华医药》及《经济信息联播》等栏目，担任多个大型节目的总导演，历任记者、编导、主编及制片人。所做节目曾荣获“中国电视彩虹奖”，“中国广播电视社教奖”，国家民委“骏马奖”等国家级奖项近十个。

2005 年 6 月担任中国国际电视总公司中视经济影视中心总经理，用两年的时间使这个连续亏损多年的企业一举扭亏为盈，连续两年被评为总公司“优秀经理”。2009 年 11 月任中视传媒股份有限公司副总经理，兼上海中视国际广告有限公司总经理

## 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 100033  
电话：010-66568888  
传真：010-66568641  
网址：www.chinastock.com.cn

**机构请致电：**  
北京地区联系： 010-66568849  
上海地区联系： 010-66568281  
深圳广州地区联系： 010-66568908