

评级：强烈推荐

传媒行业

公司研究报告

第一创业证券研究所

分析师：任文杰 S1080510120006

电话：0755-25832647

邮件：renwenjie@fcsc.cn

中视传媒（600088）

——市场化大转型带来价值发现

交易数据

52周内股价区间(元): 10.49-20.28

总市值(百万元): 4,706.19

流通股本(百万股): 331.42

流通股比率(%): 100.0%

资产负债表摘要

股东权益(百万元): 996.02

每股净资产: 3.01

市净率: 4.72

资产负债率: 47.3%

股价与沪深300指数比较



相关报告

《中视传媒（600088）--广告业务波动难掩影视业务转型亮点》，2011/4/22

《中视传媒（600088）--影视业务市场化转型初见成效》，2011/8/19

要点:

- **基本面正发生重要变化** 公司的实际控制人为中央电视台,公司正从原来的“依靠央视”向“面向市场、背靠央视”转型。转型后基本面发生大变化,原来没有被充分利用的资金、平台、技术优势将会得到释放,成为一个大为不同的优秀企业。
- **影视业务向自主投资并拥有版权转型的精品电视剧方向发展** 公司在电视剧业务上的模式从参与者转变为主导者。盈利模式也从过去以获得固定回报为主转变为获取电视剧包括策划制作推广发行的全环节的最大利润。随着有线电视在各地的普及,众多省级卫视频道在全国范围内为争取收视加大了对优秀电视剧内容的争夺,促使了电视剧价格的大幅上涨,公司将充分分享内容价格的水涨船高。
- **热播电视剧陆续有来**《中国地》的热播代表了公司电视剧业务成功转型的第一步。公司具有的中央电视台背景,在和优秀导演、编剧、演员合作时具有得天独厚的优势。公司与著名李路、高希希、康洪雷、都晓、阎建钢等合作,《山楂树之恋》、《赵氏孤儿》等电视剧将会陆续播出,公司拥有自主知识产权的电视剧项目逐步形成规模化持续化,电视剧将成为业绩增长的最大来源。
- **影视收入与利润率将同增** 公司的影视业务的毛利率目前大幅低于同行业上市公司的电视剧业务的毛利率,随着公司影视业务向市场化转型,投资和发行高质量的电视剧将会使未来影视业务的毛利率向市场化的同行靠近,从而带来大的利润率提升。
- **旅游业务持续增长** 旅游业务收入来自无锡影视基地和南海影视城的影视旅游业务。毛利率总体呈上升趋势。作为国家首批 5A 级旅游景区的无锡影视基地的门票价格在 8 月份上调 25%-30%。通过增加和提高景区演出的数量和质量,多渠道开拓旅游客源市场。在国内居民旅游消费快速增长的大趋势下,我们预计旅游业务收入将持续增长。
- **广告业务利润率有望见底回升** 由于广告代理的成本是一年一定,因此每年的代理成本变动使得广告业务的毛利率大幅波动。2010 年广告代理业务的毛利率只有 5.8%,大幅低于公司自身历史上 30%以上的毛利率,也大幅低于同样代理央视广告的其他公司 25%-43%的毛利率水平。如果未来回复到接近行业的正常水平,广告业务贡献的利润有很大的提升空间。



- **盈利预测和评级** 我们预计公司 2011 年到 2013 年的每股收益将分别为 0.33 元、0.48 元、0.73 元，对应目前股价的市盈率分别为 42、29、19 倍。经过转型后公司自身业务具有强的增长弹性，6 月底公司有货币资金 11.34 亿元，为新业务的投资提供了充足的财务资源。而作为中央电视台下的唯一上市公司，未来将有机会受益于文化大发展政策对国有传媒企业改制的推动，机会溢价将长期存在。维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示** 广告业务的关联交易定价的变动会较大程度上影响广告业务的利润。电视剧单个项目的收益取决于题材、导演、剧本、演员、宣传、销售等多方面因素。

目 录

1、向市场化运作转型带来资源潜力释放	4
1.1、影视、旅游、广告代理三大业务.....	4
1.1、市场化转型释放资金、平台、技术优势.....	6
2、影视业务宝剑出鞘	7
2.1、影视业务向自主版权转型，受益于电视剧价格的高涨.....	7
2.2、多部重磅电视剧陆续推出.....	8
2.3、转型将带动收入和毛利率同增长.....	10
3、旅游业务明珠渐亮	11
3.1、旅游业务毛利率上升.....	11
3.2、无锡影视基地票价提升.....	12
3.3、南海影视城.....	13
4、广告业务有望见底回升	14
5、盈利预测	16
6、风险提示	17

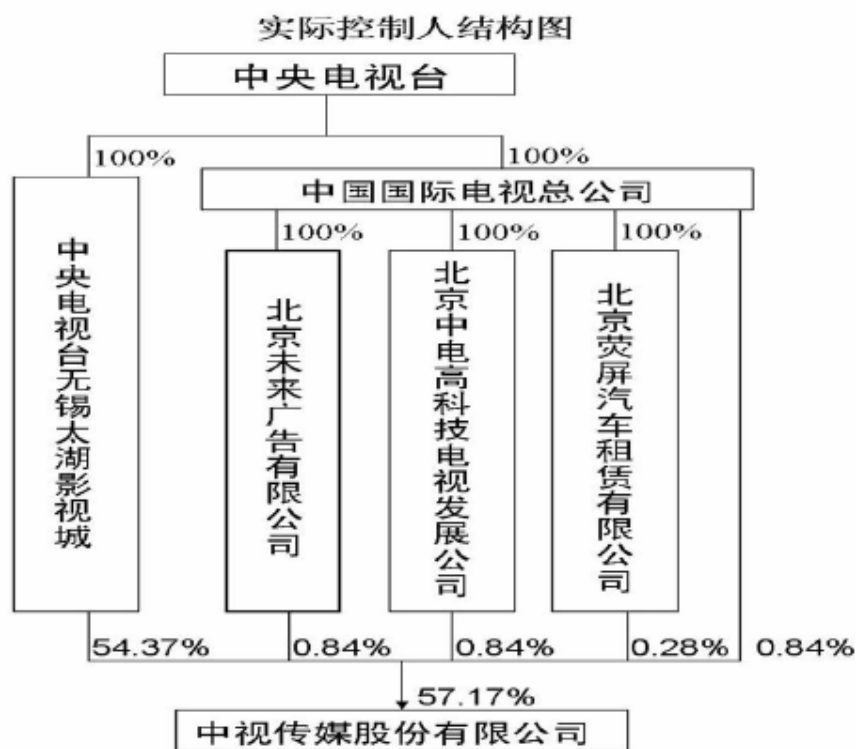
1、向市场化运作转型带来资源潜力释放

1.1、影视、旅游、广告代理三大业务

中视传媒 1997 年 IPO 并上市，发行 5000 万股，发行价 7.95 元，实际募集资金 3.88 亿元。上市之初无锡太湖影视城旅游业务和影视节目制作是主要业务。1999 年通过配股募集资金 1.1 亿元。在 2003 年到 2005 年逐步增加了广告代理业务。

公司的大股东是中央电视台无锡太湖影视城，实际控制人是中央电视台，持有公司 57.17% 的股权。

图 1、中央电视台是公司实际控制人



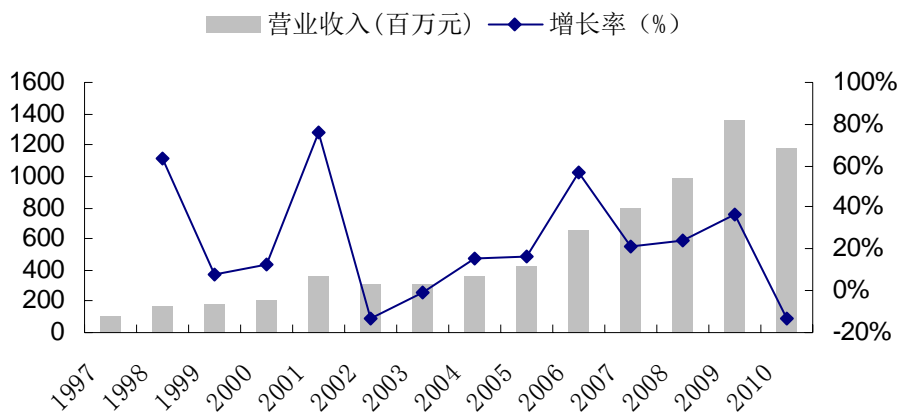
资料来源：公司年报、第一创业证券研究所

中视传媒上市之初，是以无锡太湖影视城下属三国城和唐城的资产和业务为基础进行改组上市，主业为影视旅游。在公司影视制作业务的发展过程中，中央电视台采购了公司制作的影视剧作品，丰富了上市公司的主营业务。2003 年，公司开始承担中央电视台一套黄金时段电视剧片尾鸣谢标版广告代理业务，2004 年，公司又新增了中央电视台八套黄金时段电视剧片尾鸣谢标版广告代理业务。2005 年，中央电视台委托中视传媒独家代理中央电视台 CCTV-10 科教频道全部广告资源。

目前影视、旅游、广告是公司的三大业务。公司的营业收入从 1997 年的 1.04 亿

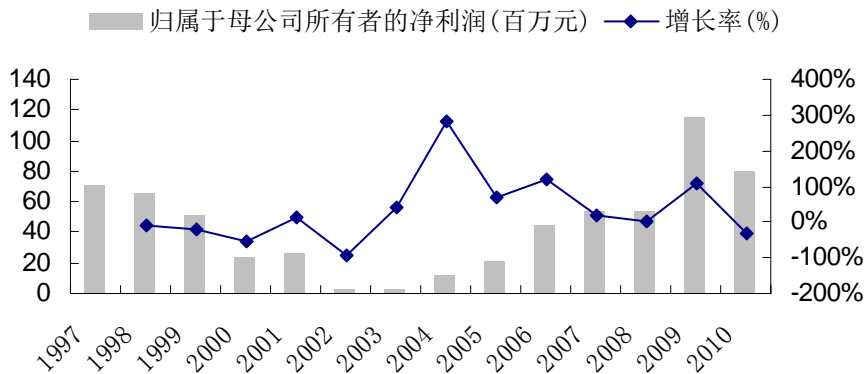
元增长到 2010 年的 11.72 亿元。而净利润在经过了 2002 年和 2003 年的低谷以后，从 2004 年开始净利润逐步回升。

图 2、历年营业收入



资料来源：Wind、第一创业证券研究所

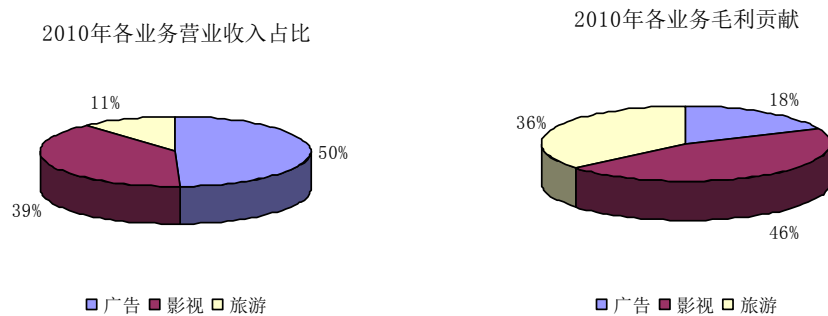
图 3、历年净利润和增长率



资料来源：Wind、第一创业证券研究所

2010 年广告、影视、旅游业务分别贡献了营业收入的 50%、39%、11%，分别贡献了毛利的 18%、36%、46%。广告业务虽然收入虽然占营业收入的一半，但由于毛利率较低，因此只占了毛利的 18%。而影视和旅游业务是利润的主要贡献点。

图 4、2010 年各业务收入和毛利占比



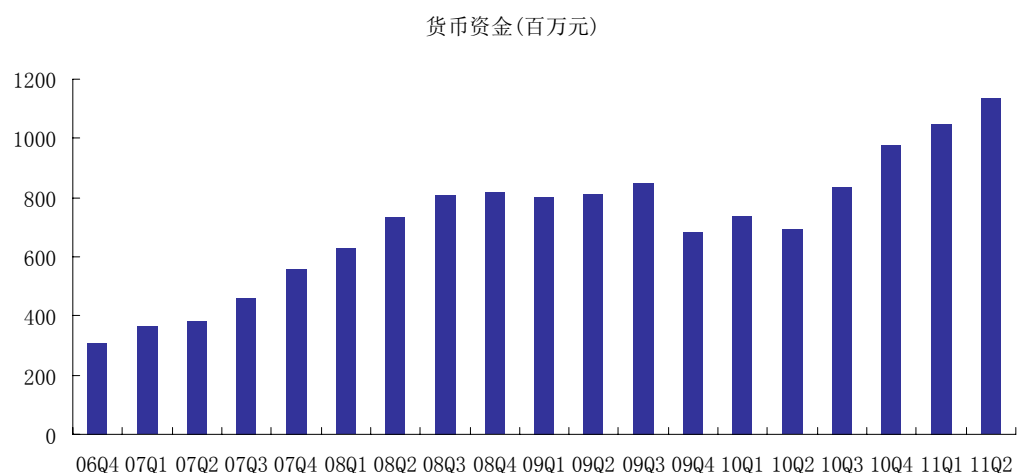
资料来源：Wind、第一创业证券研究所

1.1、市场化转型释放资金、平台、技术优势

2011 年公司制订了“以影视业务为突破口，带动三大主营业务协调发展”的战略，影视业务正从原来的“依赖央视”向“面向市场、背靠央视”转型。转型后公司将发生大变化，原来没有被充分利用的资金、平台、技术优势将会得到释放，从而成为一个大为不同的优秀的传媒企业。

在资金上由于公司的业务发展并不需要大的资本开支，因此一直有丰富的现金积累，公司各季度的现金余额呈总体上升趋势，在没有外部融资的情况下，期末现金余额从 2006 年年底的 3.1 亿元增加到 2011 年的 11.34 亿元，同时没有银行借款。即使只是其中一部分可用资金投入产生收益的项目中，也会产生可观的新增利润。

图 5、各季度现金余额



资料来源：Wind、第一创业证券研究所

公司背靠央视大平台，可以吸引众多优秀的人才加盟以及合作。中央电视台作为

国内覆盖率和收视率最高的全国电视台，其地位无人可及，无论对于导演、编剧、演员和剧组人员来说，可以参与在央视播映的电视节目具有极大的吸引力。而从国外成功的电视剧市场的经验来看，定制剧占重要的比例。未来定制剧在中国市场也很有可能占有越来越重要的地位。公司背靠央视，同时出品受到市场欢迎的高质量电视剧，将会在定制剧的发展趋势中占据优势。

技术方面公司具有多年丰富的各类型电视节目的拍摄和制作经验，尤其是在高清节目制作方面。电视节目由标清升级为高清是未来几年确定无疑的趋势，公司在高清制作上具有领先优势。

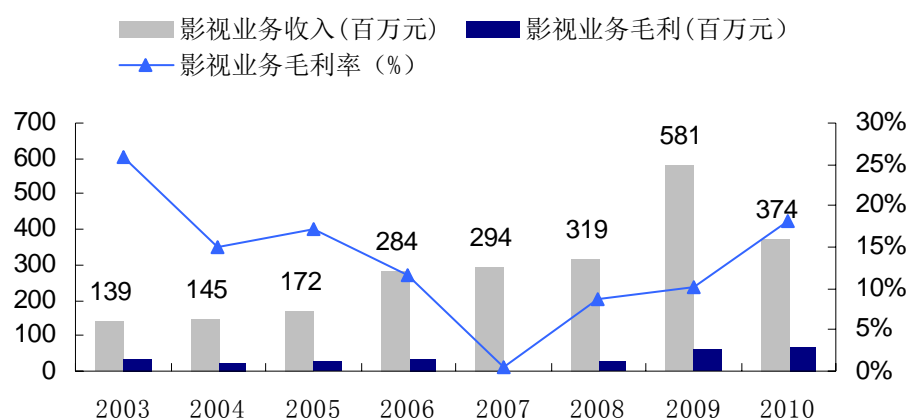
2、影视业务宝剑出鞘

2.1、影视业务向自主版权转型，受益于电视剧价格的高涨

公司有参与电视内容投资、制作、发行的丰富经验，控股 80% 的北京中视北方影视技术有限责任公司是集策划、拍摄、制作、包装于一体的高端专业影视制作公司。拥有雄厚的技术力量和全套先进的影视制作设备，全面支持影视节目的前、后期制作以及频道包装与宣传业务

公司原来的影视业务主要是以中央电视台的策划和组织为主，公司只是参与其中。2011 年上半年，公司代理、引进及参与投资的多部电视剧分别在央视和地方卫视播出。其中，《孔雀翎》、《侠隐记》、《香格里拉》登陆央视一套；《风语》、《梨花泪》、《真情满天下》、《天下有真情》、《初恋》登陆央视八套；《地道战》、《你是我兄弟》登陆北京、山西等多家地方卫视。

图 6、影视业务营业收入和毛利



资料来源：Wind、第一创业证券研究所



2010年受到承接的《十一届全运会开幕式演出》等偶发性的大型文艺演出项目的减少，以及公司负责运营的《欢乐中国行》室外录制形式节目已结束播出，使得影视业务的收入有所下降，但影视业务已经开始向精品剧方向转型，使得毛利率从2009年的10.2%上升到2010年的18.2%，因此影视业务的毛利也从2009年的5954万元增加到2010年的6769万元。

目前公司在影视业务上正在发生影响深远的转型，正在向自主经营、自主创意、自主投资、自主版权、自主销售的市场化模式转变。公司在电视剧业务上的模式从参与者转变为主导者。盈利模式也从过去以获得固定回报为主转变为获取电视剧包括策划制作推广发行的全环节的最大利润。

最近几年电视剧的销售价格快速上升，重要原因是随着有线电视在各地的普及，原来在无线电视时代的中央台+地方台的相对稳定的收视格局发生了翻天覆地的变化，各省的上星卫视频道通过各地的有线电视实现了全国的落地，上星卫视频道基本实现了全国大部分城市的覆盖，成为事实上新的全国性频道。优秀的省级卫视在新格局下的收视和广告收入不再局限于本省，而进入了全国范围内的竞争。

在众多的卫视频道中，为了竞争收视份额和随之而来的广告收入，电视台对优秀内容的需求日益强烈，而电视剧作为观众最常收看的黄金时段节目，可以立竿见影带来收视提升，成为收视竞争的最主要战场。电视剧在电视台的各类节目中的播出份额逐年提升，根据CSM的统计，中央电视台由2006年12.9%提升至2009年14.6%，而省级卫视则由2006年34.3%提升至2010年39.1%，而电视剧贡献的收视比重更超出播出比重，电视剧贡献了省级卫视收视比重的44.8%。

电视剧对于收视之重要使得各电视台大幅加大了对优秀电视剧内容的争夺，促使了电视剧价格的大幅上涨。尽管电视剧贡献了省级卫视44.8%的收视比重，但是电视剧交易金额占电视广告收入的比重仅在10%左右，因此未来电视剧价格仍有较大的上升空间。

在电视台播出以外，国内电视剧的销售渠道正日益多样化。视频网站、有线电视互动点播、IPTV等都正在成为重要的电视剧播放平台。而这些新兴渠道同样存在对电视内容的竞价，例如优秀电视剧的网络版权已经从几年前的3000元一集上升到现在的接近30万元一集。

在电视剧内容争夺日趋百热化的长期趋势下，中视传媒转型为市场化方式投资制作发行的电视剧将会充分分享内容价格的水涨船高，为公司带来丰厚的收益。

2.2、多部重磅电视剧陆续推出

电视剧《中国地》的热播代表了公司电视剧业务成功转型的第一步。《中国地》由著名导演阎建钢执导，赵冬苓编剧，李幼斌、萨日娜主演。在7月23日在央视一套晚间黄金时段播出，播出后收视和口碑都大获成功。播出期间收视率在5%左右，最高收视份额超过10%，高居同一时期的全国收视率第一。收视率创下了央视一套2011年3月以来单日收视率的最高值。继首轮播出成功，8月26日开始《中国地》在辽宁卫视、云南卫视、江西卫视、黑龙江卫视、上海卫视、山东卫视、河北卫视七家地方

卫视，以及河南、广西、山西、湖南、南京五个地方同步播出。9月7日起，央视八套也将在黄金档时段，每天五集联播《中国地》。

公司具有的中央电视台背景，在和优秀导演、编剧、演员合作时具有得天独厚的优势。可以在全国覆盖率和影响最高的央视播出，对导演、编剧、演员都有非常大的吸引力，因此在同等条件下，他们更愿意和中视传媒合作。

2010年，公司与中国电视剧制作中心建立战略合作关系，加强自制剧制作和销售渠道的建设，公司电视剧业务的市场竞争力将大为加强。2011年4月，中视传媒与中国电视剧导演工作委员会、中央电视台电视剧频道签署了框架性战略合作协议。中视传媒将与上述战略合作伙伴在信息及技术资源共享、剧目创意、影视剧制作和发行等方面开展深度而广泛的合作

2011年8月，中视传媒副买断电视剧《山楂树之恋》的发行权，面向全球发行该剧。《山楂树之恋》的导演和制片人为李路，主演为王璐丹和李光洁。

2011年8月25日，中视传媒推出“启程计划”，与著名电视剧导演李路、高希希、康洪雷、都晓、阎建钢签署战略合作框架协议。双方今后将在此框架基础上开展合作，以引领中国电视剧正确方向为目的，三年内完成五个合作项目，并在电视剧生产方式和创意模式上进行有益探索。计划完成的五个合作项目分别是：高希希导演的电视剧《马上天下》(拟)、阎建钢导演的电视剧《赵氏孤儿》、康红蕾导演的电视剧《战上海》、都晓导演的电视剧《客家人》和李路导演的电视剧《青春万岁》。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。其中由导演阎建钢执导，台湾金牌编剧陈文贵执笔的大型古装历史传奇剧《赵氏孤儿》将在9月份开机，预计在明年上半年播出。

图 7、《中国地》《山楂树之恋》陆续播出



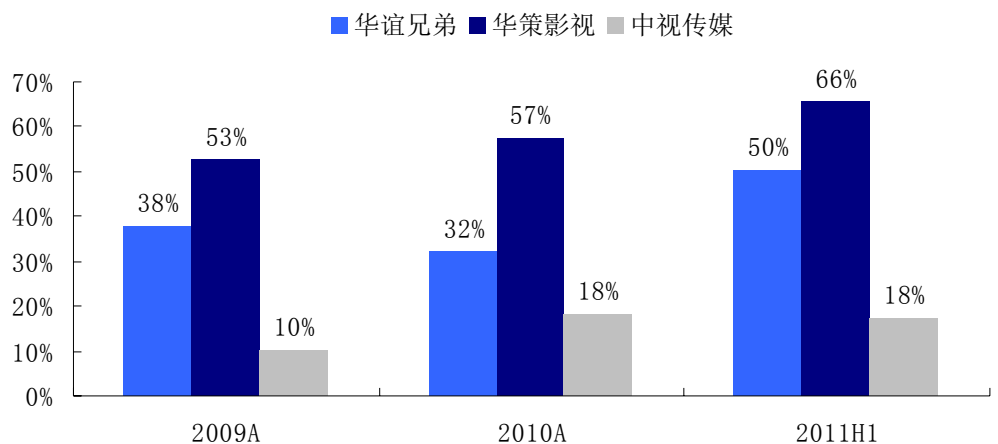
资料来源：公司网站、第一创业证券研究所

以精品电视剧为拳头产品，并和优秀的导演建立起长期合作关系，将使公司拥有自主知识产权的电视剧项目逐步形成规模化持续化，从而推动电视剧成为公司战略转型的突破口，也是业绩增长的最大来源。

2.3、转型将带动收入和毛利率同增长

公司的影视业务的毛利率目前大幅低于影视行业上市公司华谊兄弟和华策影视的电视剧业务的毛利率，以 2011 年上半年为例，华谊兄弟和华策影视的电视剧业务的毛利率分别为 50.2%和 65.7%，而公司影视业务的毛利率仅为 17.6%。原因由于公司原来的电视业务的市场化程度不足使得利润率受限，而且原来的影视业务中大部分仅是为央视作制作而只获得了制作环节的利润，没有充分享受到市场化的投资和发行的利润。随着公司影视业务向市场化转型，投资和发行高质量的电视剧将会使未来影视业务的毛利率向市场化的同行靠近，从而带来大的利润率提升。

图 8、同行业上市公司电视业务毛利率比较



资料来源：Wind、第一创业证券研究所

在 2011 年和中央电视台的关联交易框架中，版权转让及制作业务的累计交易金额将不超过人民币 3 亿元，比 2010 年的上限 2 亿元（实际实现金额 1.81 亿元）大幅上调了 50%，交易上限的提高也预示着公司的电视内容业务销售给央视会有较大的增长。

表 1、历年关联交易金额（单位：万元）

关联交易金额(万元)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
计划金额（不超过）	30,000	33,000	38,000	43,500	63,000	70,000	79,100	
其中：版权转让及制作	15,000	12,000	17,000	16,500	14,000	19,000	20,000	30,000



影视技术服务	5,000	6,000	6,000	6,000	7,000	11,000	11,000	14,200
广告代理	9,000	15,000	15,000	21,000	42,000	40,000	48,100	
实际金额	16,194	28,863	36,946	39,927	60,654	69,514	74,681	
其中：版权转让及制作	1,197	8,054	16,469	13,288	11,930	18,776	18,142	
影视技术服务	4,997	5,809	5,477	5,638	7,724	10,738	10,342	
广告代理（不超过）	9,000	15,000	15,000	21,000	41,000	40,000	46,197	

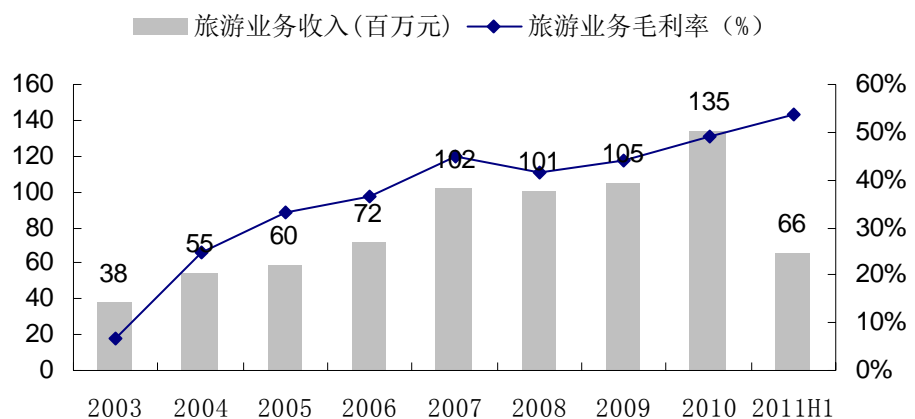
资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

3、旅游业务明珠渐亮

3.1、旅游业务毛利率上升

公司的旅游业务收入来自无锡影视基地和南海影视城的影视旅游业务。旅游业务收入从2004年的5500万元增长到2010年的1.35亿元。2011年上半年旅游业务收入为6622万元，比上年同期增长6.8%。而旅游业务的毛利率总体呈上升趋势，毛利率从2004年的24.8%上升到2011年上半年的53.8%，显示通过对景区的经营更新，收入的增长持续高于成本的增长。

图9、旅游业务营业收入和毛利率



资料来源：Wind、第一创业证券研究所

通过增加和提高景区演出的数量和质量，多渠道开拓旅游客源市场。在国内居民旅游消费快速增长的大趋势下，我们预计公司景区通过适当的改造和增加新演出节目，未来有望保持增长。

3.2、无锡影视基地票价提升

中视无锡影视基地坐落于江苏省无锡市的太湖之滨，始建于1987年，是国家首批5A级旅游景区。无锡影视基地是国内首创的影视旅游类景区，为占地面积近100公顷、可使用太湖水面200公顷的大型影视拍摄基地和文化旅游胜地。

从1987年建立到现在，无锡影视基地内已经有400多部影视剧在这里完成拍摄，包括《新三国》、《大宅门》、《民国往事》、《神话》、《笑傲江湖》等多部央视热播大戏。这几年，国内影视剧风向开始由古装戏向年代戏变化，基地也增设了民国码头、大宅门一条街、上海街等场景。随着取景地的多样化和知名度的提升，基地吸引了很多海内外剧组前来取景，每年有30部左右的片子在此拍摄。数量上较前几年有明显的增长。带动游客人数的上升，影视基地每年接待游客超过200万人次，2010年实现营业收入1.22亿元。

无锡影视基地由三国城、水浒城、唐城三大景区组成。三国城建筑面积达8.5万平方米。主要景点有吴王宫、后宫、甘露寺、汉鼎、曹营水寨、吴营水寨、周瑜点将台、竞技场等。

水浒城南面与三国城相邻，西濒太湖，占地580亩，可供拍摄的水上面积1500亩。城内的建筑工巧华丽，水浒城主体景观可分为州县区、京城区、梁山区三大部分，主要景点有皇宫、樊楼、清明上河街、御街、紫石街、水泊梁山等。

唐城坐落于无锡市大浮山麓苍翠青幽的群峰环抱中，是中央电视台最早建成的影视拍摄基地。它东隔五里湖，与蠡园、“世界奇观”景区隔湖相望，北与太湖佳绝处——鼋头渚一脉相通，南与三国城、水浒城隔山呼应，处于太湖风景旅游区的中心地段。

丰富多彩的演出节目是无锡影视基地的旅游亮点，每天有20多场马战、歌舞、影视特技类的节目连续上演，其中有气势磅礴大型演出“三英战吕布”，有展现影视特技拍摄奥秘的“铁血丹心”，有古典华丽的“华夏古韵”等等丰富节目。

图 10、无锡影视基地地理位置



资料来源：Google Map、第一创业证券研究所

图 11、无锡影视基地景区图



资料来源：景区网站、第一创业证券研究所

无锡影视基地将 2011 年 8 月 1 日起，对三景区门票价格实行上调，三国城景区门票由原来的 70 元上调到 90 元，水浒城景区门票由原来的 75 元上调到 85 元，唐城景区从原来的 50 元上调到 65 元，三国水浒景区联票由原来的 120 元上调到 150 元。门票价格的平均上调幅度在 25%-30% 之间。我们预计门票价格的上调对旅游人数不会有明显的负面影响，而是会带动无锡影视基地票务收入的增长。而未来随着景区内表演节目内容的更新，作为国家 5A 级景区的无锡影视基地的潜力还远没有被充分挖掘，相比华东的周边景区，年入场人数和收入都有相当大的增长空间。

3.3、南海影视城

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。南海影视城由“旧香港澳门街”景区、“江南水乡”景区、“太平天国城”景区和表演区构成。景区的表演节目包括四台大型经典节目《三英战吕布》、《靖港水战》、《阿佻印象》、《三军点将》。2010 年南海影视城实现营业收入 1220 万元。

图 12、南海影视城地理位置



资料来源：景区网站、第一创业证券研究所

图 13、南海影视城景区图



资料来源：景区网站、第一创业证券研究所

4、广告业务有望见底回升

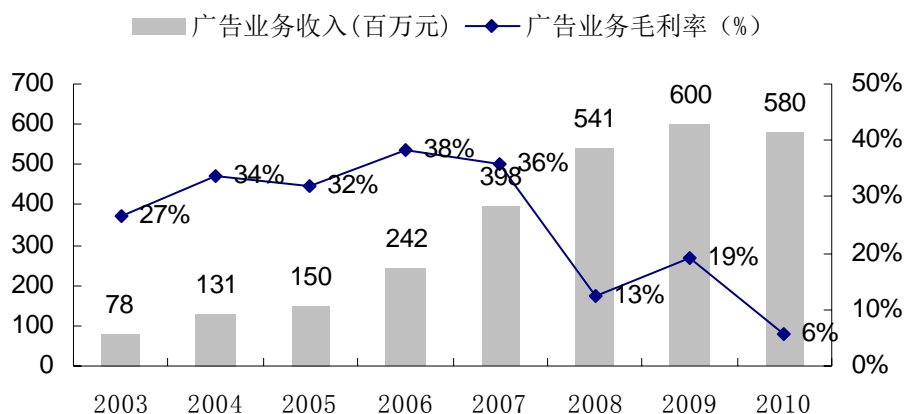
目前控股子公司上海中视国际广告有限公司全权代理中央电视台一套和八套黄金时段电视剧片尾鸣谢标版广告, 独家代理中央电视台 CCTV-10 科教频道全部广告资源。

CCTV-10 创建于 2001 年 7 月, 目前以《探索·发现》、《人物》、《讲述》、《百家讲坛》、《走近科学》、《第 10 放映室》等科教、文化、社会栏目作为节目的主体。

2010年进行了改版以后，收视率有所突破，2011年第二季度，午间和晚间收视率最高峰达0.7%-0.8%。作为一个专业频道，CCTV-10重视和挖掘“次黄金时间”的价值，傍晚时段（17:00—19:00），午间时段（11:00—14:00），早间时段（07:00—09:00）一般认为这是一个低价值时段，而CCTV科教频道通过节目优化编排调整，无论是收视率还是观众满意度，在央视同时段均有较好的表现。

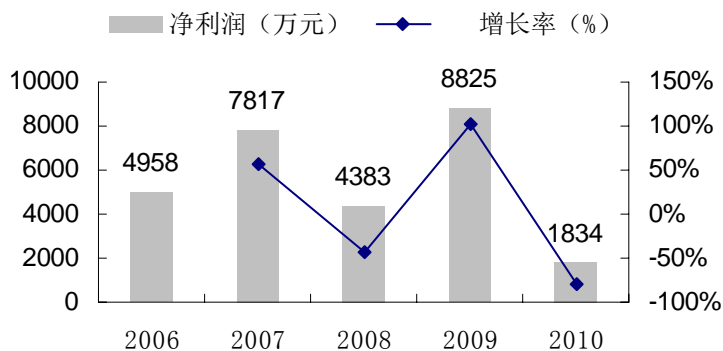
在2005年中视传媒开始代理央视科教频道的广告业务以后，公司的广告收入有较大幅度的增长，但在2010年广告收入略有下降。而对利润影响最大的是广告代理成本每年的变动，由于广告代理的成本是一年一定，因此每年的代理成本变动使得广告业务的毛利率大幅波动。历史上2006年广告业务的毛利率最高达到38%，而2010年广告代理业务的毛利率大幅下降到只有5.8%，是历史最低水平。公司的广告业务主要由控股90%的子公司上海中视国际广告有限公司经营，广告代理成本的大幅变动使得中视国际广告的净利润也大幅波动，2009年净利润达到8825万元，而2010年就降到只有1834万元。

图 14、历年广告业务收入和毛利率



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

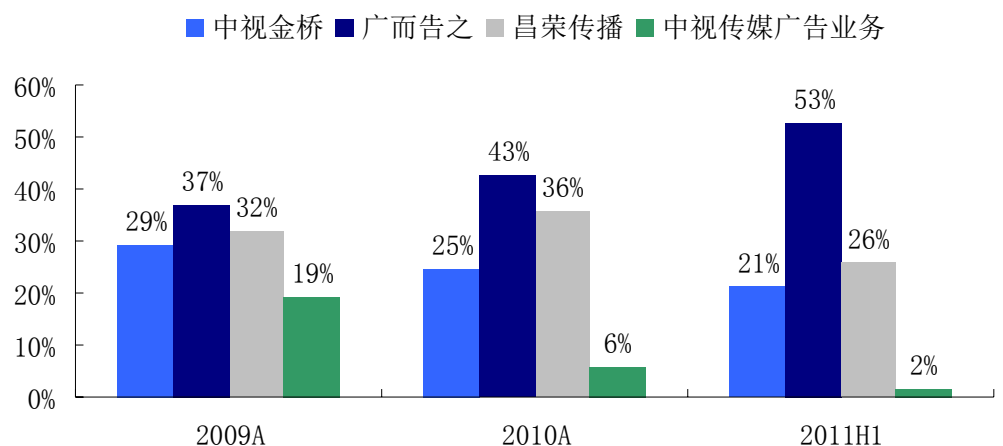
图 15、上海中视国际广告有限公司净利润(单位：万元)



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

比较同样以代理中央电视台广告为主要业务的其他公司，2010年中视金桥、广而告之、昌荣传播的毛利率分别为25%、43%和36%，而中视传媒广告业务的毛利率仅为5.8%。其他公司的毛利率虽然高低不等，但基本上在25%以上。历史上中视传媒的广告业务毛利率在2007年以前在30%以上，如果未来回复到接近行业的正常水平，广告业务贡献的利润有很大的提升空间。我们预计未来广告业务毛利率提升可能来自三个方面，一是在广告代理协议中明确较为确定的广告代理费用率，二是广告销售能力的提高，三是获取新的代理资源时段。

图 16、中视传媒广告业务毛利率大幅低于同行业公司



资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

5、盈利预测

我们预计公司2011年到2013年的每股收益将分别为0.33元、0.48元、0.73元，对应目前股价的市盈率分别为42、29、19倍。

经过转型后公司自身业务具有强的增长弹性，2011年6月底公司有货币资金11.34亿元，为新业务的投资提供了充足的财务资源。而作为中央电视台下的唯一上市公司，未来将有机会受益于文化大发展政策对国有传媒企业改制的推动，机会溢价将长期存在。

如果给予2012年预测盈利以35-38倍市盈率，则合理每股价值范围在16.80元到18.24元。维持“强烈推荐”评级。



表 2、分业务收入预测

单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入合计(百万元)	1352.02	1170.90	1307.76	1586.59	1973.04
增长率(%)	36.4%	-13.4%	11.7%	21.3%	24.4%
广告业务(百万元)	600.05	580.03	667.03	767.09	882.15
增长率(%)	11.0%	-3.3%	15%	15%	15%
影视业务(百万元)	646.78	456.23	493.53	634.70	869.80
增长率(%)	85.4%	-29.5%	8.2%	28.6%	37.0%
旅游业务(百万元)	105.19	134.64	147.20	184.80	221.09
增长率(%)	4.1%	28.0%	9.3%	25.5%	19.6%

资料来源: Wind、第一创业证券研究所

表 3、盈利预测

单位: 万元	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业收入	117,179.82	130,876.49	158,780.83	197,455.52
减: 营业成本	98,908.92	106,957.37	124,944.61	147,869.43
营业税金及附加	2,404.71	3,109.49	4,398.71	6,446.19
销售费用	2,119.44	2,355.78	2,858.05	3,554.20
管理费用	4,135.49	4,580.68	5,557.33	6,910.94
财务费用	-1,090.30	-1,466.06	-1,510.48	-1,817.57
资产减值损失	68.22	155.30	138.23	152.98
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	51.87	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	10,685.21	15,183.94	22,394.37	34,339.34
加: 营业外收入	405.11	283.58	297.75	312.64
减: 营业外支出	326.33	228.43	239.85	251.84
三、利润总额	10,764.00	15,239.08	22,452.28	34,400.14
减: 所得税费用	2,374.64	3,657.38	5,613.07	8,600.03
四、净利润	8,389.35	11,581.70	16,839.21	25,800.10
归属母公司净利润	7,972.45	10,886.80	15,828.86	24,252.10
少数股东损益	416.90	694.90	1,010.35	1,548.01
五、总股本(万股)	33,142.20	33,142.20	33,142.20	33,142.20
六、摊薄每股收益(元/股)	0.24	0.33	0.48	0.73

资料来源: 第一创业证券研究所

6、风险提示

广告业务的关联交易定价的变动会较大程度上影响广告业务的利润。电视剧单个项目的收益取决于题材、导演、剧本、演员、宣传、销售等多方面因素。

表 4、主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,278.9	1,262.3	1,503.8	1,860.3	一、营业收入	1,171.8	1,308.8	1,587.8	1,974.6
货币资金	977.4	1,007.0	1,211.7	1,520.9	减: 营业成本	989.1	1,069.6	1,249.4	1,478.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	24.0	31.1	44.0	64.5
应收款项	12.4	17.9	21.8	27.0	销售费用	21.2	23.6	28.6	35.5
预付款项	25.8	17.6	20.5	24.3	管理费用	41.4	45.8	55.6	69.1
存货	221.7	178.3	208.2	246.4	财务费用	-10.9	-14.7	-15.1	-18.2
其他流动资产	41.6	41.6	41.6	41.6	资产减值损失	0.7	1.6	1.4	1.5
非流动资产	441.1	426.9	412.6	398.4	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	0.0	0.0	0.0	0.0	投资收益	0.5	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	11.8	11.8	11.8	11.8	其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	413.4	399.1	384.9	370.7	二、营业利润	106.9	151.8	223.9	343.4
在建工程	0.9	0.9	0.9	0.9	加: 营业外收入	4.1	2.8	3.0	3.1
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	3.3	2.3	2.4	2.5
无形及递延性资产	15.1	15.1	15.1	15.1	三、利润总额	107.6	152.4	224.5	344.0
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	23.7	36.6	56.1	86.0
资产总计	1,720.0	1,689.2	1,916.5	2,258.7	四、净利润	83.9	115.8	168.4	258.0
流动负债	689.4	568.9	656.4	772.2	归属母公司净利润	79.7	108.9	158.3	242.5
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益与调整	4.2	6.9	10.1	15.5
应付账款	456.4	293.0	342.3	405.1	五、总股本(百万股)	331.4	331.4	331.4	331.4
预收帐款	136.4	179.3	217.5	270.5	EPS (元/股)	0.24	0.33	0.48	0.73
其他	96.5	96.5	96.5	96.5					
长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入	27.0%	11.7%	21.3%	24.4%
负债合计	689.4	568.9	656.4	772.2	营业毛利	-61.0%	30.9%	41.5%	46.5%
少数股东权益	39.5	46.5	56.6	72.0	EBIT	-69.8%	44.3%	51.5%	55.4%
股本	331.4	331.4	331.4	331.4	净利润	-69.7%	36.6%	45.4%	53.2%
资本公积	408.3	408.3	408.3	408.3	获利能力				
留存收益	251.3	334.1	463.8	674.8	毛利率	15.6%	18.3%	21.3%	25.1%
股东权益合计	1,030.6	1,120.3	1,260.1	1,486.6	EBIT/收入	8.2%	10.6%	13.2%	16.5%
负债和股东权益	1,720.0	1,689.2	1,916.5	2,258.7	净利率	6.8%	8.3%	10.0%	12.3%
					ROE	8.0%	10.1%	13.2%	17.1%
					ROIC	8.1%	10.3%	13.4%	17.4%
					偿债能力				
					资产负债率	40.1%	33.7%	34.2%	34.2%
					利息保障倍数	-7.7	-7.9	-11.1	-14.2
					速动比率	1.47	1.83	1.91	2.04
					经营现金净额/当期债务	n/a	n/a	n/a	n/a
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.77	0.83	0.87
					应收账款天数	3.81	4.93	4.93	4.93
					存货天数	80.68	60.00	60.00	60.00
					每股指标(元)				
					EBIT/股本	0.29	0.42	0.63	0.99
					每股经营现金流	1.00	0.16	0.66	0.93
					每股净资产	2.99	3.24	3.63	4.27
					估值比率				
					P/E	57.41	42.04	28.92	18.87
					P/B	4.62	4.26	3.80	3.24
					P/S	3.91	3.50	2.88	2.32
					EV/EBITDA	47.32	32.99	21.77	14.01

资料来源: Wind、第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(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

第一创业证券有限责任公司

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

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120