广告业务与电视剧发力，一季报业绩观点显现

中视传媒（600088.SH）

推荐 维持评级

分析师
许耀文，CFA
☎：（8610）6656 8589
✉：xuyaowen@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511020007

鸣谢：
黄驰
☎：（8610）83574542
✉：huangchi@chinastock.com.cn

市场数据	时间 2013.05.2
A 股收盘价（元）	11.24
A 股一年内最高价（元）	13.5
A 股一年内最低价（元）	7.5
上证指数	2177.9
市净率	3.74
总股本（亿股）	3.31
实际流通 A 股（万股）	3.31
A 股总市值（亿元）	37.25
A 股流通市值（亿元）	37.25

中视传媒深度研究报告：认识一个崭新的中视传媒
中视传媒 2012 年报点评：三大业务有望迈上新台阶，2013 年公司迎来成长拐点

投资要点：

1. 事件

中视传媒 4 月 27 日公布 2013 年一季报，公司实现营业收入 18412 万元，同比增长-10.79%；实现归属于上市公司股东的净利润 688 万元，同比增长 195.71%（去年同期亏损 719 万元），基本每股收益 0.021 元。

2. 我们的分析与判断

（一）、业绩扭亏得益于广告业务经营方式改变和电视剧业务增长

一季度公司盈利能力有明显改善，毛利率由去年同期的-0.27%提升到 12.7%，主要得益于：公司广告业务经营方式转变，利润上升；一季度《赵氏孤儿案》央视一套热播，收视率同期第二，影视业务持续增长；旅游业务毛利率提升。

由于营改增因素，公司提前支付央视部分代理费用，货币资金由年初 8.37 亿降低到 6.9 亿元，财务利息收入减少 500 万。如果不考虑这个因素，公司一季度实际净利润比去年同期增加 1900 万元。

从过往年份来看，一季度是全年业绩低点，四季度是高点，但是一季度业绩基本能体现全年业绩态势，我们认为一季报同比高增长对于未来 3 个季度的经营情况具有指标意义。

（二）、广告业务经营方式转变将对公司全年业绩产生重大影响

广告业务回暖是一季报的亮点。广告业务占到公司收入的 40%，由于 CCTV10 收视率下滑而代理成本刚性的因素，公司广告业务毛利率从 09 年 19%一直下滑到 2012 年的-0.38%，是公司近 3 年净利润下滑的主要因素。得益于新的广告业务经营方式，公司 2013Q1 给央视的广告代理成本由去年的 12295 万元降低到 6971 万元，同比减少 5315 万元，是公司扭亏的重要因素。我们预计 2013 年整体广告代理成本的下降将对全年业绩产生非常积极的影响。

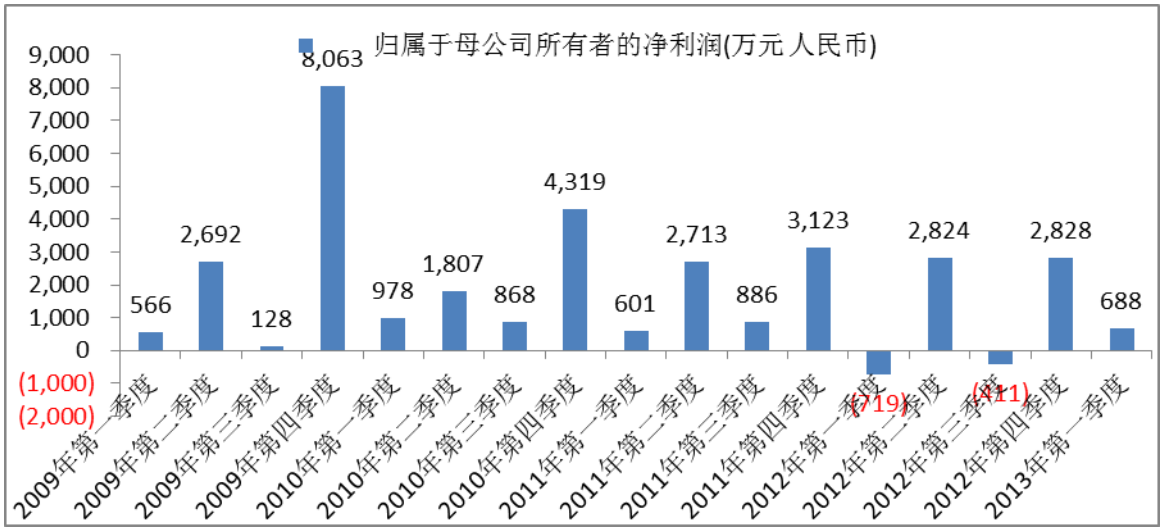
（三）、影视业务也将面临新突破

电视剧业务：2010 年开始公司电视剧模式由之前的参投逐渐向自主投资发行转型，2013 年开始收获果实。除了《赵氏孤儿》（央 1 上映，同时段收视率第二），2013 年还有《客家人》、《抹布女也有春天》等片上映。得益于央视搬迁进入新大楼以及对高清业务需求的增长，公司的租赁及技术服务也有望从去年的下滑状态转为同比 25%以上增长。

3. 投资建议

2013 年，中视传媒将采取内生和外延并重的发展策略，业绩存在爆发的可能。我们暂维持公司 2013/2014EPS 分别为 0.31 元和 0.49 元，YoY127%和 58%，不排除未来调高业绩预测，重申“推荐”评级。

图 1：公司过往年份单季度净利润



资料来源：中国银河证券研究部

一、中视传媒的历史轨迹："人事"决定发展

中视传媒的发展与央视管理团队的更迭有非常重要的关系。

2009 年，央视新台长焦利上任后，指出要充分发挥上市公司的作用，做大做强新兴产业，当年公司净利润 1.2 亿元，创历史新高。

随后两年，中视传媒的董事长和总经理相继变更，而影响最大的是央视台长焦利的调离，这使得中视传媒的发展一直处于调整的过程中。

2013 年，人事方面出现非常积极的信号。央视台长胡占凡在年度工作计划中明确提出要充分利用资本市场，实现跨越式发展，要充分发挥中视传媒上市优势，推动现有资产重组，带动新业务重组。同时，董事长梁晓涛和总经理王焰经过 2 年多的摸索和对组织架构的调整，理顺公司管理机制，对于中视传媒未来的战略发展已经有了较为清晰的定位。

我们认为在央视加大支持力度的背景下，2013 年公司在影视剧、旅游和广告三大业务板块都有望给市场带来惊喜。

图 2：过去 5 年中视传媒的重要事件

二、中视传媒在未来央视产业化进程中大有可为

过去，中视传媒虽然背靠"大树"，但是从股价和市值上面来看，并没有体现出传媒"国家队"的地位，这其中一个重要原因是传媒产业处于媒体资源垄断型的格局，央视对资本市场的需求并不强烈。

从近几年的发展趋势来看，传媒产业的竞争格局在发生变化，传统媒体的资源垄断性在迅速的弱化，新媒体开始崛起，传媒产业的成长在转变为资本和技术驱动。具体体现在三个方面：

1、 **通过资本市场的兼并收购和并购整合日趋频繁**。蓝色光标、省广股份、光线传媒、华谊兄弟和掌趣科技等通过资本市场实现外延式扩张。

2、 **渠道向新媒体领域转移**。传统电视面临收视率下滑和收视人群老龄化趋势，网络视频在用户规模和在线时长上面渐成主流。乐视网利用上市后的资金和品牌优势，结合前瞻性的内容战略，实现弯道超车。

3、 **内容产业市场集中度提升，渠道对优质内容的竞争日趋激烈**。华谊兄弟、光线传媒、华策影视和华录百纳在上市后巩固了行业领先优势，优质资源向这些领先的平台集中。电视台之间对于优质电视剧的竞争日趋激烈，在节目制作领域对民营资本的依赖程度加深。电视剧和综艺节目走向"大投入、大制作、精品化"路线。

这三个行业趋势的发展，应该说潜在甚至现实的对央视的发展形成威胁。央视在 2013 年工作会议上的表态说明央视对利用中视传媒这个资本性平台实现跨越式发展已经有了清晰的认识。

从大的层面来看，中视传媒在电视剧业务和兼并收购领域都可以成为央视的主要平台。

从分业务的具体措施来看，年报中有了明确的阐述：

电视剧业务：通过资本市场调结构、促发展，不断向影视业务全产业链延伸，做大作强企业规模和实力，全面提升综合竞争力；

旅游业务：无锡和南海景区将由传统影视观光旅游向影视文化旅游转型；

广告业务：公司将改变商业模式，寻找新资源。

内生领域，2010 年开始公司电视剧模式由之前的参投逐渐向自主投资发行转型，2013 年开始收获果实。除了《赵氏孤儿》（央 1 上映，同时段收视率第二），2013 年还有《客家人》、《抹布女也有春天》等片上映。

表 1：公司主要业务历史数据

	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入					
影视业务	34,890	64,678	45,623	48,734	59,523
增速		85.38%	-29.46%	6.82%	22.14%
广告业务	54,053	60,005	58,003	65,329	47,565
增速		11.01%	-3.34%	12.63%	-27.19%
旅游业务	10,100	10,519	13,464	14,407	15,622
增速		4.15%	28.00%	7.00%	8.44%
其他主营业务			8	398	78
合计	99,043	135,203	117,098	128,948	122,864
增速	24.58%	36.51%	-13.39%	10.12%	-4.72%
毛利率					
影视业务	8.71%	10.24%	18.12%	16.83%	10.54%
广告业务	12.54%	19.19%	5.82%	3.81%	-0.38%
旅游业务	41.65%	43.91%	49.14%	49.47%	49.21%
其他主营业务			23.47%	17.55%	35.67%
整体	14.16%	16.83%	15.60%	13.89%	11.25%

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1：中视传媒（600088.SH）业绩预测表

	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
销售收入(百万元)	1353	1172	1289	1229	1490	1742
EBITDA(百万元)	225	187	175	125	208	291
净利润(百万元)	114	80	73	45	102	162
摊薄 EPS(元)	0.48	0.24	0.22	0.14	0.31	0.49
PE(X)	23.4	47.0	51.2	82.9	36.6	23.1
PB(X)	2.76	3.64	3.51	3.45	3.21	2.86
ROIC	11.1%	7.3%	5.9%	2.1%	7.6%	11.5%
总资产周转率	0.84	0.74	0.64	0.59	0.78	0.86

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2：中视传媒（600088.SH）财务报表

资产负债表（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E
货币资金	1462.5	837.2	883.2	865.8
应收票据	1.6	9.5	11.5	13.5
应收账款	41.2	220.7	267.6	312.8
预付款项	14.6	58.5	108.6	164.6
其他应收款	85.0	159.0	192.7	225.3
存货	249.4	110.3	125.6	140.6
其他流动资产	1.0	0.9	1.4	1.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	434.1	436.0	329.9	308.3
在建工程	3.0	0.2	19.9	24.9
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	2.7	2.1	0.0	0.0
资产总计	2319.6	1859.5	1962.8	2079.9
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	962.2	385.6	408.1	304.6
预收款项	203.1	280.2	310.0	344.8
应付职工薪酬	19.9	22.0	22.0	22.0
应交税费	23.3	21.3	21.3	21.3
其他应付款	44.3	63.5	63.5	63.5
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	1252.8	772.6	824.9	756.3
股东权益合计	1066.8	1086.9	1167.4	1309.4

现金流量表（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E
净利润	76	49	106	167
折旧与摊销销	92	94	91	92
经营活动现金流	680	-532	84	20
投资活动现金流	-32	-32	-30	-30
融资活动现金流	-6	3	-8	-8
现金净变动	643	-560	46	-17
期初现金余额	977	1463	837	883
期末现金余额	1620	902	883	866

利润表（百万元）	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入	1289.5	1228.6	1489.8	1741.7
营业成本	1110.4	1090.4	1241.4	1389.8
营业税金及附加	24.8	29.4	35.7	41.7
销售费用	22.7	24.0	29.8	34.8
管理费用	48.7	54.2	65.6	76.6
财务费用	-19.5	-28.7	-17.9	-17.5
资产减值损失	3.8	1.2	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	2.0	2.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	98.5	58.0	137.3	218.2
营业外收支净额	1.7	6.4	2.0	2.0
税前利润	100.3	64.4	139.3	220.2
减：所得税	24.6	15.8	33.4	52.9
净利润	75.7	48.6	105.8	167.4
归属于母公司的净利润	73.2	45.2	102.4	161.9
少数股东损益	2.5	3.3	3.4	5.4
基本每股收益	0.22	0.14	0.31	0.49
稀释每股收益	0.22	0.14	0.31	0.49

财务指标	2011E	2012E	2013E	2014E
成长性				
营收增长率	10.0%	-4.7%	21.3%	16.9%
EBIT 增长率	-13.8%	-63.1%	284.1%	69.3%
净利润增长率	-8.2%	-38.3%	126.5%	58.1%
盈利性				
销售毛利率	13.9%	11.3%	16.7%	20.2%
销售净利率	5.7%	3.7%	6.9%	9.3%
ROE	6.9%	4.2%	8.8%	12.4%
ROIC	5.86%	2.12%	7.64%	11.54%
估值倍数				
PE	51.2	82.9	36.6	23.1
P/S	2.9	3.1	2.5	2.2
P/B	3.5	3.4	3.2	2.9
股息收益率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
EV/EBITDA				

资料来源：中国银河证券研究部

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，CFA，传媒文化行业证券分析师。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。

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

机构请致电：
北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn