



央视改制大背景下的投资机会

——中视传媒（600088）事件点评

2009年6月27日

推荐/首次

中视传媒

事件点评

银国宏 执业证书编号：S1480207120048

联系人：王玉泉 wangyq@dxzq.net.cn

事件：

中视传媒董事会将于本月 28 日于上海召开，会议将确定新任的总经理和董事会秘书等高管人选。

观点：

1. 文化创意产业面临前所未有的历史机遇。

文化体制改革自 2003 年试点以来，逐渐向纵深发展，目前正由最先的出版行业逐步向有线网络、报纸期刊和电视等传统媒体渗透，政府对文化产业的政策支持力度明显提升，政策环境也日趋改善。

2009 年 7 月 28 日，国务院常务会议通过了《文化产业振兴规划》，规划中指出，国家将重点推进文化创意、影视制作、出版发行、印刷复制、广告、演艺娱乐、文化会展、数字内容和动漫等文化产业的发展；而在今年 3 月 26 日，中国人民银行会同中宣部、文化部等九部委联合发布了《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》，提出了以金融产业支持文化产业发展繁荣的指导意见。

附表 1 是我们所整理的额从 09 年以来文化产业的相关政策文件，这些文件无不体现了国家目前对于文化产业的重视，文化创意产业面临着前所未有的历史机遇。

2. 央视的发展和改革进程正在快速向前推进。

对央视而言，上述一系列的产业政策将产生 3 点作用：1、推动央视产业化改革；2、推动央视新媒体的发展；3、推动央视产业资本与资本市场的加速对接。为了应对新媒体的竞争，出版行业已经在进行大规模的市场化改革，而电视台面临新媒体的竞争以及三网融合的机遇与挑战，也有非常强的改革动力。

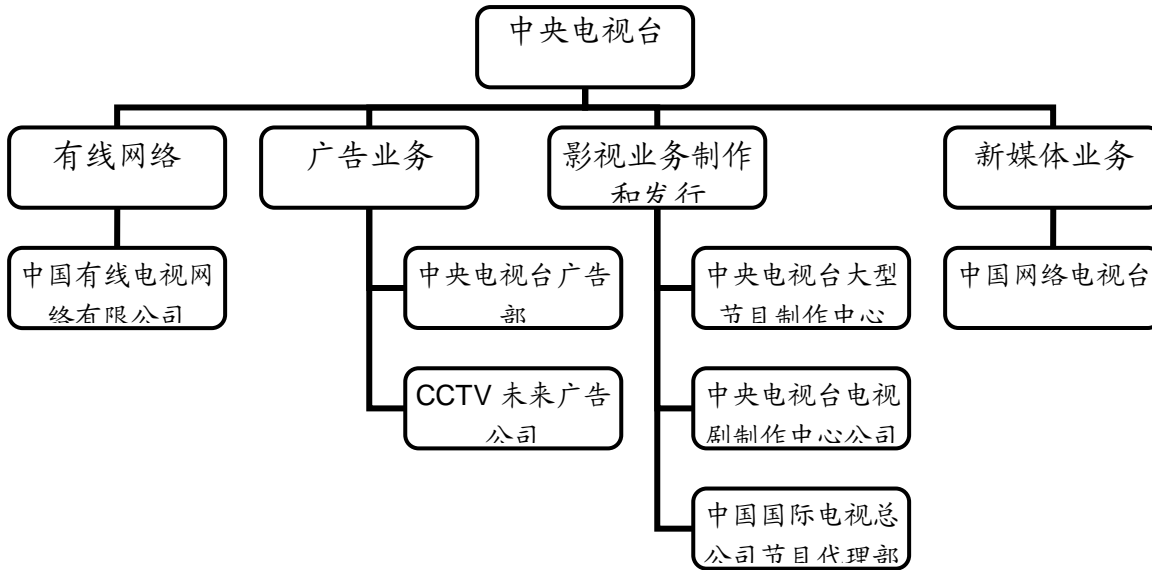
央视在过去一年已经改革了新闻频道、成立中国电视剧制作中心股份有限公司和成立中国国家网络电视台，这些改革既与央视新任台长的大力推动息息相关，也是当前产业发展大环境下的必然结果。

2009 年 5 月，原中宣部副部长焦利出任中央电视台台长，新台长一上任，就出台了一系列新政，包括：1、除新闻中心外，文艺中心、海外中心、广经中心等全部改为频道化；2、全台公开招聘各频道下设的频道总监、常务副总监，节目与主持也将归属播出频道；3、新增设大型节目制作中心和节目采购中心等。央视此次由中心制改成频道制的改革是央视重组新闻中心之后，动作最大的一次内部调整。

我们认为新台长的改革将取得以下效果：1、扁平化管理——改革之前，央视采取近似三层的管理模式，台领导—各中心—各频道，改革之后，各中心被取消，管理模式变成台领导和各频道的两级模式，有助于减少资源浪费，提高管理效率；2、人才市场化管理——此次改革将有 32 位正处级干部竞争 12 个副局级职位，央视在人员的市场化选拔方面迈出一大步；3、制播分离——央视此次设立节目制作和采购中心，体现央视制作业务和播出业务部分分离的趋势；4、频道专业化管理——央视各频道的专业化改革已经开始，CCTV1 定位为综合频道，CCTV4 为国际频道，CCTV8 为电视剧频道，CCTV12 为社会与法频道。

经过初步的改制之后，中央电视台的结构目前如下图所示，我们认为，中央电视台的制播分离的进程还会进一步向前推进。

图 1：央视的结构

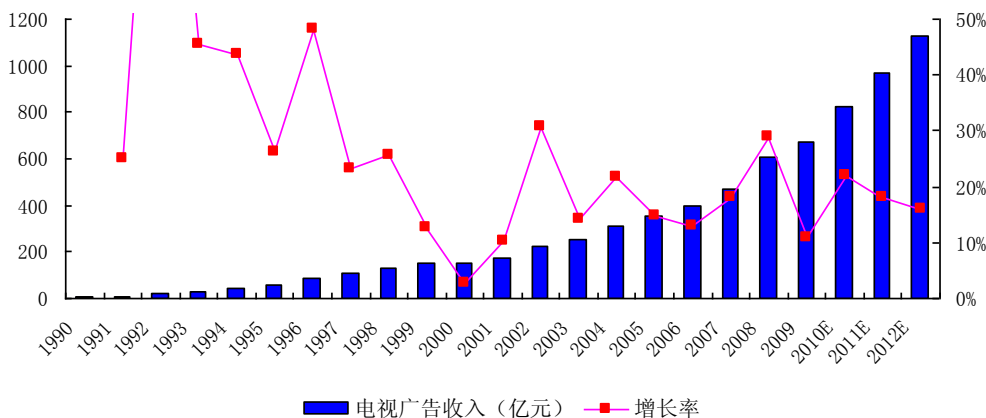


资料来源：东兴证券

3. 中央电视台和我国电视广告的收入经历了令人惊讶的飞速发展。

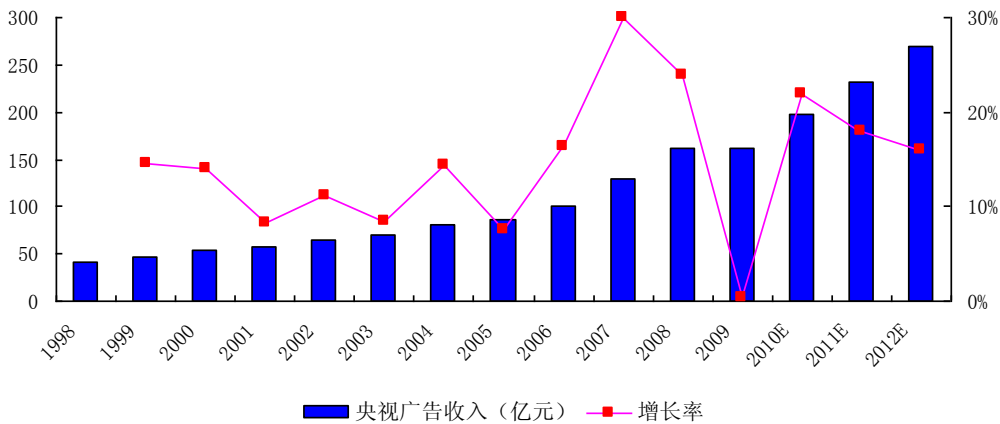
从北京市的“民主墙”变成“广告墙”，从上海电视台播放中国大陆第一条商业电视广告“参桂补酒”，我国的社会生活中电视广告已不知不觉地被当成一种时代的角色，在一定程度上代替了以前政治标语和集中化经济不需广告的功能，成为“开放、改革”的象征，由此我国的电视广告业就经历了超乎想象的快速发展。中国电视业的广告收入在 1990 年还只有 5.6 亿元，而 7 年后的 1997 年就实现了超过 100 亿元的收入，我们预计到 2012 年就将超过 1000 亿元，2001 年中国大陆电视广告总收入还不及一个普通的国际广告公司，而 10 年后的今天，我国的电视广告收入已经成为了我国传媒产业中一只重要的力量。

图 2：我国电视广告业收入变化和增速

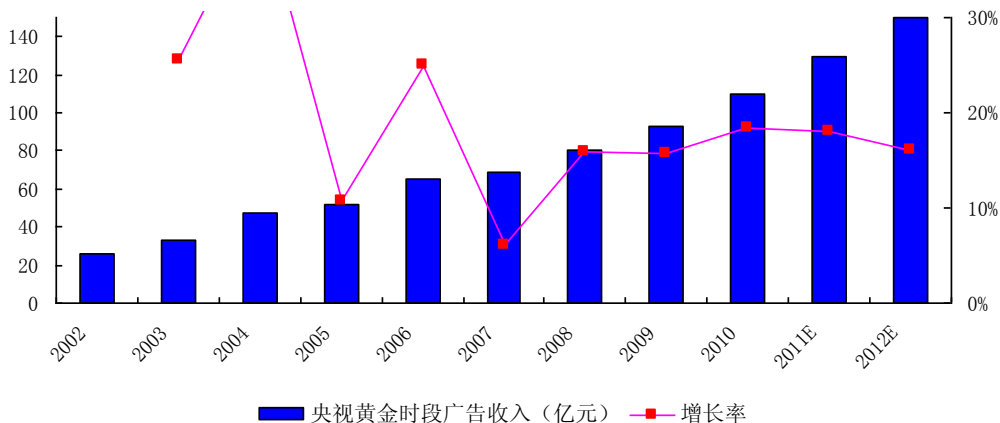


资料来源：东兴证券

在我国电视广告业中，央视的广告是最重要的一只力量。央视广告收入从零到 100 亿用了近 30 年时间，央视于 1979 年播出第一支商业广告，到 1992 年就实现广告收入突破 1 亿元，自 1994 年开创黄金广告招标，更是于 1995 年就迈过 10 亿元门槛，到了 2007 年突破了 100 亿元大关，2010 年黄金资源广告招标更是创纪录的达到了 109 亿元。

图 3：央视广告业收入变化和增速


资料来源：东兴证券

图 4：央视黄金时段招标广告收入变化和增速


资料来源：东兴证券

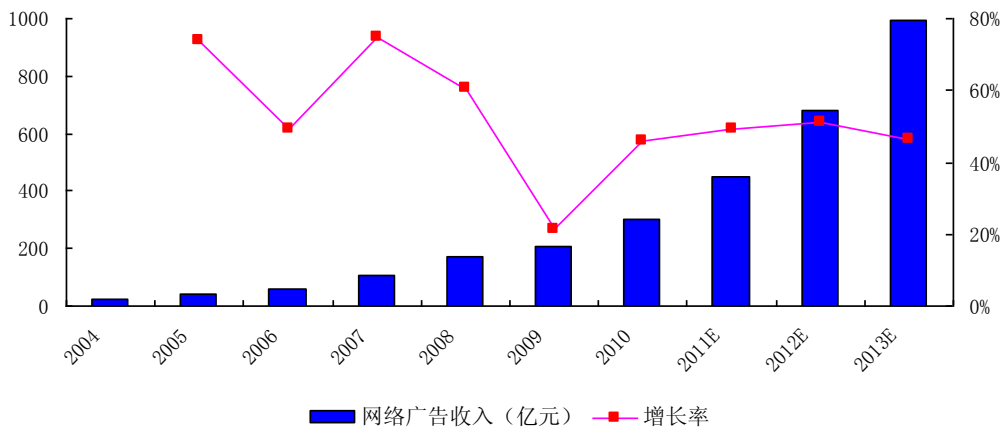
4. 新媒体成为央视产业发展的重点

三网融合的一个重大影响是造成视频传输的渠道多元化。过去电视机是传播视频信息的主要载体，电视台只需要尽可能多的抓住电视观众的视线。随着三网融合的实施，受众可以通过有线网络、互联网、IPTV 和手机等获得视频信息，传输终端由电视机逐步扩散到电脑、手机、户外屏和楼宇电视等，网络平台将成为这些视频传输渠道的主要内容载体，网络电视将成为视频传输的主流平台。

随着中国网民规模的增长和互联网带宽的增加，网络视频（网络电视台、视频分享和 P2P 视频软件）的受众规模快速增长。根据 CNNIC 的统计，2009 年我国网络视频网民规模达到 2.4 亿人，同比增加 3844 万人。与此同时，电视作为家庭娱乐中心的地位正在逐渐淡化。根据易观国际 Enfodesk 产业数据库的数据，78.3% 的网络视频用户减少了观看传统电视的时间。

与此同时，网络广告的收入规模也呈现了高速增长的态势，预计到 2013 年，我国网络广告的收入也将超过 1000 亿元，与电视广告的总体收入规模相当。

图 5：我国网络广告收入变化和增速



资料来源：东兴证券

网络视频在中国迅速兴起，已经引起国家和政府的重视。为了抢占网络视频制高点，发挥国家在网络视频领域的主流价值观传播智能，以中央电视台为代表的传统电视媒体纷纷进入网络视频领域。2009 年 12 月 28 日，中国网络电视台（www.cntv.cn）正式上线，标志着央视新媒体战略的正式启动。网络新媒体产业的发展将成为央视未来工作的重点。

表 1：传统电视媒体纷纷“触网”

电视台	网络平台	战略合作
央视	中国网络电视台	与盛大、暴风影音和酷 6 等合作
安徽卫视	安徽网络电视	与盛大、暴风影音和酷 6 等合作
湖南卫视	芒果 TV	
上海文广	上海网络电视台	
凤凰卫视	凤凰宽频	
深圳卫视	深圳宽频	

资料来源：东兴证券

2009 年 6 月，湖南卫视的新媒体阵地—金鹰网相继推出了“芒果手机游戏乐园”平台和“芒果游戏乐园”平台，率先进入网络游戏产业；2010 年 3 月央视旗下“国家网络电视台”宣布联手盛大启动网游战略，同时，央视 CNTV 获得广电总局颁发的第一章互联网电视牌照。

在传统媒体增速放缓的大背景下，拓展新媒体业务成为央视发展的必然选择，中视传媒作为央视唯一的资本市场融资平台的重要性将加强。央视在过去曾经承诺将把公司作为承载新媒体业务的平台，我们认为公司未来 1-2 年获得央视新媒体资源的可能性将大幅的提升。

5. 中视传媒的广告业务收入主要来自央视的广告代理。

公司目前的收入来源主要来自于代理央视的广告业务，而具体的代理成本采取一年一签的方式，公司在 09 年四季度与央视确定了 09 年全年的频道广告代理费用，10 年的代理成本将在今年 3-4 季度签订，本节我们重点分析公司的广告收入情况，关于成本与利润的敏感性分析我们将在后面进一步分析。

公司拥有 CCTV-1、CCTV-8 电视剧片尾广告和 CCTV-10 广告独家代理权。广告是宏观经济的晴雨表，央视 2010 年黄金资源广告招标总额达到 109 亿元，创 16 年的新高，比 09 年增长 18.5%，2009 年公司广告收入 6 亿元，上、下半年分别实现收入 2.4 亿和 3.6 亿，特别是 4 季度整体广告经济形式出现了大幅回暖，另外去年央视内部进行频道改革后，有部分频道栏目撤掉，导致部分广告客户需要寻找新的投放渠道，公司广告公司很好的把握机会，将该部分客户有效的吸收过来并让其投放到自己代理的媒体资源上；进而带来公司整体广告收入的大幅增加，因此我们预计公司在 2010 年广告收入总额同比增长至少在 20%-25%，也即将达到 7.2-7.5 亿的收入。

由于广告代理成本最终价格还未签订，公司继续采用谨慎性的原则来估计媒体成本，这部分在会计确认上体现在应付账款的增量中。2010Q1 的应付账款余额为 2.85 亿元，比年初增加 1 亿元，我们假设这部分新增应付账款全部都是预估的 1 季度媒体成本，而且这部分成本在 4 个季度均匀分布的话，那么公司预估的 2010 年代理成本仍在 4 个亿左右，与 09 年广告业务的管理交易规模接近，也就是说公司预期的媒体成本增幅并不大。

6. 公司的影视业务收入在 09 年第一次超过了广告业务收入。

公司的影视业务收入在 09 年第一次超过了广告收入，09 年公司推出了多部电视剧作品，以重点剧目、年度大剧为突破口，陆续推出了《再续意难忘》系列、《在那遥远的地方》、《倾城之恋》、《大国医》、《勇者无敌》、《美丽的事》、《秘密列车》和《人到中年》等多部优秀电视剧作品，公司投资拍摄的电视剧《誓言永恒》被国家广电总局评为优秀国产电视剧推荐剧目；

同时，公司运营的大型综艺节目《欢乐中国行》实施符合市场需求的价格策略，创新经营模式，从而获得了更多的合作机会。此外，公司还成功承办了《第十一届全运会》的开幕式演出，使 09 年的影视业务收入实现大幅度增长。我们预计 2010 年影视业务的增长虽然将不如 09 年，但受益于电视台对节目收视竞争的日益重视，影视业务的毛利率会继续提升。

2009 年底，公司拍摄完成或在拍摄的主要栏目或剧目包括《欢乐中国行》栏目、《虎胆雄心》、《滇西 1944》、《麻辣婆媳 2》及《案发现场 3》等剧目，这些节目将在今年逐步确认收入。

7. 公司的旅游业务收入提供了第三个支点。

公司的旅游业务收入是第三个主要的收入来源，2009 年，公司的旅游业务实现收入 1 亿，其中上、下半年各实现收入 0.53 亿和 0.52 亿，呈现了很平稳的特点，特别是国庆的“黄金周”期间公司无锡影视城和南海影视城两大旅游景点的表现非常火爆，我们预计受益于世博的异常火爆的人流，也将刺激公司的旅游业务在 2010 年进一步取得增长。

旅游业务的毛利率是提升公司整体业务毛利率的重要因素，2009 年公司的旅游业务收入毛利率为 44%，远远高于影视业务的 10%和广告代理业务的 19%，鉴于公司的旅游园区已经处于成熟期，我们预计如果不做大的升级改造，旅游业务毛利率将会维持比较稳定的水平。

8. 公司有望成为央视产业化改革中的重要受益者。

2009 年央视在内部改革方面主要的焦点是改版和提高收视率，2010 年央视的工作重点是市场化改革和产业布局。央视已经对电视剧制作资源和新媒体业务进行了市场化改革和整合，考虑到资金需求和华谊兄弟的示范效应，预计与资本市场对接应该是央视产业化改革下一步工作的重点。我们认为中视传媒作为央视旗下唯一的资本平台，将受益于央视的产业化发展。

随着央视新台长的上任，我们认为央视对中视传媒的扶持力度不断提升，从中视传媒的办公地址变迁、董事长在央视的任职、历史上的资产注入都可以看出。09 年五月中旬，焦利台长在调研中央电视台广告经济信息中心、国际电视总公司时提出了五点要求，其中提到：“要充分发挥上市公司的作用，通过定向增发、注入优良资源等，为文化产业发展融资，尽快做大做强新兴产业。”09 年底，中央对央视提出了“努力把中央电视台建成技术先进、信息量大、覆盖广泛、影响力强的国际一流媒体”的新要求。为此，中央电视台工作重心有了两个转变：即从以国内为主，转变为国内国际并重；从以传统媒体为主，转变为传统媒体和新媒体融合并进发展。在扩大国际影响力的同时，央视的主管领导会更加资本市场的力量，利用好资本市场这个平台。

由此，我们认为，新任台长对中视传媒的定位已经比较清晰，央视将重新重视中视传媒这一资本平台的作用。随着央视旗下各部门各单位改制的逐步推进，未来可能注入的资产包括：广告（资源或者广告公司）、节目制作（国际电视总公司旗下有大量的节目资源）、新媒体（高清、动漫和互联网等，我们认为公司有望至少获得部分 CNTV 的股权）。

9. 央视代理成本对于公司广告业务的敏感性分析。

在上面我们已经分别对公司的影视业务收入、广告业务收入和旅游业务收入进行了预测，公司的影视业务收入和旅游业务收入的毛利率也基本能保持稳定，因此，公司目前利润最大的不确定性还是来自于今年的代理成本，因此，我们对公司代理成本对 eps 的影响进行敏感性分析如下。

表 2：广告业务利润的敏感性分析（横坐标为收入，纵坐标为代理成本，表格中部为利润，百万元）

	660	690	720	750	780	810	840
400	167	192	218	244	270	295	321
410	157	182	208	234	260	285	311
420	147	172	198	224	250	275	301
430	137	162	188	214	240	265	291
440	127	152	178	204	230	255	281
450	117	142	168	194	220	245	271
460	107	132	158	184	210	235	261
470	97	122	148	174	200	225	251
480	87	112	138	164	190	215	241
490	77	102	128	154	180	205	231
500	67	92	118	144	170	195	221

资料来源：东兴证券

对应的毛利率分别入下表所示。

表 3: 广告业务毛利率与代理成本的敏感性分析

	660	690	720	750	780	810	840
400	25.25%	27.88%	30.30%	32.52%	34.57%	36.47%	38.23%
410	23.73%	26.43%	28.91%	31.19%	33.29%	35.24%	37.04%
420	22.22%	24.98%	27.52%	29.85%	32.01%	34.00%	35.85%
430	20.70%	23.53%	26.13%	28.52%	30.73%	32.77%	34.66%
440	19.19%	22.09%	24.74%	27.19%	29.44%	31.53%	33.47%
450	17.67%	20.64%	23.35%	25.85%	28.16%	30.30%	32.28%
460	16.16%	19.19%	21.96%	24.52%	26.88%	29.06%	31.09%
470	14.64%	17.74%	20.58%	23.19%	25.60%	27.83%	29.90%
480	13.13%	16.29%	19.19%	21.85%	24.31%	26.59%	28.71%
490	11.61%	14.84%	17.80%	20.52%	23.03%	25.36%	27.52%
500	10.10%	13.39%	16.41%	19.19%	21.75%	24.12%	26.33%

资料来源: 东兴证券

根据上面的分析, 我们认为今年广告代理收入将得到 20%-25%, 即 7.2-7.5 亿元的收入, 而我们对今年的代理成本保持较为乐观的态度, 一方面由于过去 1 年央视台长和广告部主任人员变动对广告体系既有利益格局的打破; 另一方面基于央视对产业改革和资本市场的重视程度的增强, 因此我们从表 2 和表 3 中分别采信 20% 的收入增长和 4.6 亿元代理成本的数据, 则今年广告代理收入将取得 1.58 亿的利润, 毛利率为 21.96%。

结论:

我们假定广告代理取得 1.58 亿的利润, 影视业务的收入与 09 年基本持平, 同时旅游业务取得 10% 左右的增长, 则我们预测 2010 年的 EPS 为 0.62 元, 对应 6 月 25 日的收盘价 23.40 元为 38 倍 PE 水平, 考虑到央视有可能进一步注入资产, 我们首次给予“推荐”的投资评级。

附表 1: 09 年以来文化产业的相关政策文件

时间	文件	颁布单位	主要内容	受益主体
09 年 4 月	《关于文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业的若干税收优惠政策的通知》	财政部、国家税务总局	2009-2013 年, 减免改制企业的所得税	经营性文化事业单位
09 年 4 月	《关于支持文化企业发展若干税收政策问题的通知》	财政部、国家税务总局	高新技术企业减按 15% 的税率征收企业所得税; 库存出版物可作为财产损失扣除	出版发行企业、
09 年 4 月	《关于进一步推进新闻出版体制改革的指导意见》	新闻出版总署	积极支持条件成熟的出版传媒企业, 特别是跨地区的出版传媒企业上市融资。	新闻出版
09 年 5 月	《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》	发改委发布	深化科技、教育、文化、卫生体制改革, 加快社会事业发展	产学研结合创新体系
09 年 7 月	《文化产业振兴规划》	国务院办公厅	加大金融支持, 设立文化产业投资基金; 深化文化体制改革, 吸引社会资本	整个文化产业
09 年 8 月	《关于加快有线网发展若干意见》	广电总局	推动有线网络整合、落实税收优惠、培育市场主体和开展多元业务	有线网络
09 年 8 月	文化体制改革经验交流会	中宣部、文化部、广电总局	加快转企改制、集团化重组、上市融资、跨区域整合的步伐	大型传媒企业
09 年 9 月	《文化产业振兴规划》细则	国务院办公厅	发展重点文化产业; 培育骨干文化企业; 加快文化产业园区和基地建设	整个文化产业
10 年 3 月	《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》	九部委	积极开发适合文化产业特点的信贷产品; ; 完善授信模式; 发展资本市场	整个文化产业

资料来源: 东兴证券

分析师简介

王玉泉

清华大学学士、硕士、博士, 2008 年加盟东兴证券研究所, 从事 TMT 行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。