公司简评研究报告　中视传媒（600088.SH）　▶ 2010 年 09 月 27 日

公司走上正确的发展轨道

推荐 维持评级

分析师：许耀文　✉：xuyaowen@chinastock.com.cn　☎：010-66568589　执业证书编号：S0130208091646

1. 事件

公司近期调整了总经理和董秘，并于 8 月底与中国电视剧制作中心有限责任公司签署战略合作协议，我们对公司的最新情况进行跟踪分析。我们认为在新的管理团队带领下，公司已经走上正确的发展轨道。

2. 我们的分析与判断

过去公司背靠央视的资源优势并没有得到充分的挖掘

公司与央视的关联业务决定公司业绩。2009 年公司广告收入 6 亿元，支付给央视的广告代理成本约 3.6 亿元；公司影视业务收入 6.46 亿元，其中为央视提供的版权转让与影视技术服务交易金额约 2.9 亿元。

央视 2009 年广告收入达到 161.52 亿元，而公司广告收入仅 6 亿元。从市值来看，公司市值只有 57 亿元，在传媒类公司中处于最低端（不包括创业板新股）。无论从收入规模还是市值，中视传媒过往情况都无法与央视旗下唯一的资本平台的地位相匹配。

公司收入与市值的落后，一方面是与央视意识形态宣传为主的战略定位有关，另一方面，更重要的是，公司缺乏清晰的战略、执行力强的团队和市场化的激励机制，这使得市场很难对公司未来业绩作出明确清晰的预期，影响公司的估值。

有资历、有经验、有创业精神的新管理团队

我们认为新任总经理王焰先生的上任将显著提升公司的管理水平。

- ✓ 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。
- ✓ 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。
- ✓ 创业经验丰富，熟悉内容产业。王总在中数传媒担任总经理 6 年，在这 6 年时间里面，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。

正确的战略，抓住“制播分离”后内容产业的“蓝海”

我们认为有三点值得注意：

(1) 央视“中心制”改“频道制”的长远意义

央视改革除了减少行政层级外，更重要的是以频道为核心配置资源，给频道更大的自主权，频道的主要工作将集中在内容的选择和播出上，以提升收视率为主要目标，而内容制作可以更多的外包给社会资源，这将给影视内容制作产业带来巨大的机会。

(2) 强强联合，与电视剧“国家队”结成紧密战略合作伙伴

2010 年 8 月 26 日，公司与中国电视剧制作中心有线责任公司签署战略合作协议，有效期 3 年。协议内容包括:

- ✓ 双方在剧目创意、资讯、规划、投资、影视设备使用和技术服务、年度重大活动和文化产业项目开发合作等方面优先选择对方为合作伙伴。
- ✓ 双方议定，将定向提供电视剧创作规划服务，双方联合研讨和制定每年度的电视剧创作选题及剧目策划、
- ✓ 双方共同设立“影视剧创作规划委员会”，并在双方协议约定的年限内共同举办年度电视剧大会

中国电视剧制作中心有限责任公司被誉为中国电视剧制作业的“国家队”，自 1983 年成立以来，已经生产 400 多部近 4000 集电视剧，同时也是国家重大革命和历史题材影视剧制作基地。

（3） 央视纪录片频道开播给公司提供新的机遇

据媒体报告，央视从 2010 年 1 月 1 日开始将开播一个专门的纪录片频道。该频道主要以运营人员为主，央视只负责投资，制作由共同合作的机构来完成，每年的投资额 5-6 亿元。

中视传媒在纪录片领域的制片实力优秀，经验丰富，历史上的获奖作品包括:

2009 年公司与 BBC 合作制作的纪录片《美丽中国》荣获 2009 年第 30 届艾美奖新闻与纪录片大奖最佳自然历史纪录片摄影奖、最佳剪辑奖和最佳音乐与音效奖。

2009 年公司制作的纪录片《敦煌》荣获 2009 四川电视节“金熊猫”奖国际纪录片评选人文类评委会特别奖。

12 集文献纪录片《抗战》获 2006 年第 23 届金鹰奖电视纪录片“特别荣誉奖”、2006 年中央电视台 2005 年度优秀节目一等奖、2005 年“云南红杯”中国纪录片国际选片会十佳纪录片。

5 集电视纪录片《幼童》获 2006 年第 19 届电视文艺星光奖优秀纪录片奖。

《欢乐中国行》并未停播

之前市场传言公司制作的《欢乐中国行》节目在 7 月份停播，对公司股价造成负面影响，而实际上《欢乐中国行》栏目在过去 2 个月并未停止录制。我们认为《欢乐中国行》已经成为央视大型综艺节目品牌，无论是收视率还是市场口碑都非常优秀，即使央视成立大型节目制作中心，这个受到老百姓欢迎的节目也不会被停播。

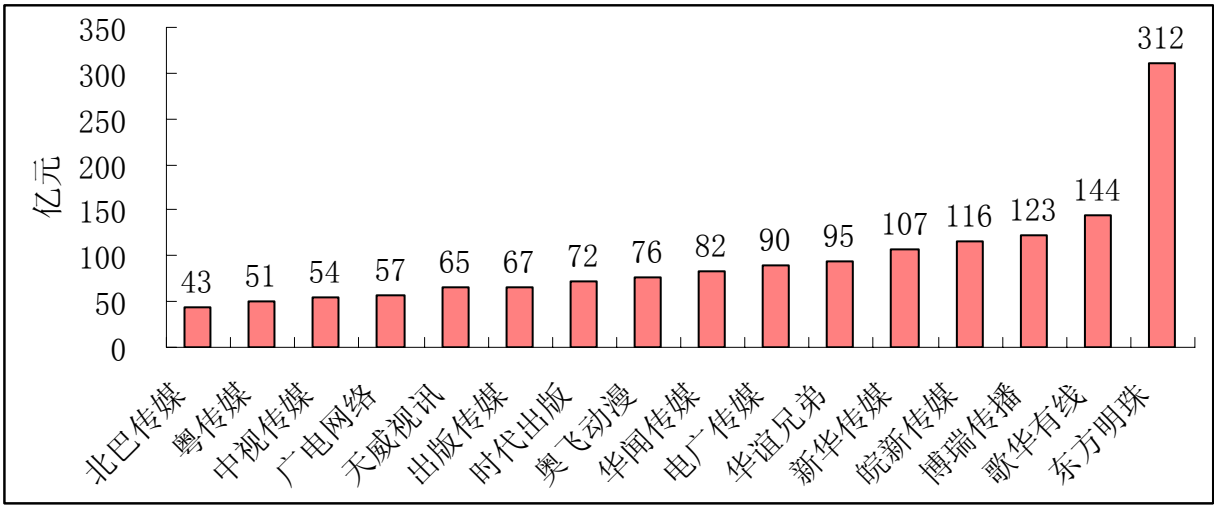
公司已经走上正确的轨道

我们认为公司在战略层面和执行层面正在走上正确的发展轨道，未来需要解决的重要问题是内部管理制度的建设和制作团队的充实。

3. 投资建议

从整体市值来看，公司市值 54 亿元，在传统媒体上市公司中处于最低端。 从相对估值来看，我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.38 元和 0.47 元，对应 PE 为 43X 和 35X。我们认为公司股价未体现影视制作业务未来发展潜力，我们给予公司“推荐”投资评级。

图 1：传媒媒体公司市值对比



资料来源：中国银河证券研究部

表 1：中视传媒三大报表预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	795.95	991.58	1352.74	1270.64	1450.65
减：营业成本	606.27	850.81	1125.03	1036.25	1159.08
营业税金及附加	31.67	23.67	28.81	27.06	30.36
营业费用	23.60	21.51	18.47	17.35	19.47
管理费用	39.35	40.75	45.28	42.53	47.72
财务费用	-0.90	-14.15	-23.95	-13.58	-18.58
资产减值损失	20.18	1.08	2.20	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	75.77	67.91	156.90	161.02	214.63
加：其他非经营损益	5.21	3.69	1.11	1.00	1.00
利润总额	80.98	71.60	158.01	162.02	213.63
减：所得税	17.85	11.82	31.88	35.64	44.78
净利润	63.13	59.77	126.13	126.38	168.85
减：少数股东损益	9.65	5.53	11.63	11.65	13.08
归属母公司股东净利润	53.47	54.24	114.50	114.72	155.77
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	538.33	800.26	638.86	1136.14	1031.42
应收和预付款项	175.24	183.51	128.60	191.33	167.52
存货	236.90	318.16	176.64	428.33	248.35
其他流动资产	1.15	1.10	0.39	0.39	0.39
长期股权投资	0.00	0.00	1.67	1.67	1.67

投资性房地产	4.57	16.70	12.01	10.74	9.46
固定资产和在建工程	485.80	447.29	423.87	349.01	273.15
无形资产和开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4.52	3.96	3.92	1.96	0.00
资产总计	1446.51	1770.99	1385.96	2119.58	1731.96
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	610.13	902.41	415.62	1064.38	581.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.60	0.00	0.00	0.00
负债合计	610.13	903.01	415.62	1064.38	581.55
股本	236.73	236.73	236.73	331.42	331.42
资本公积	414.63	414.63	414.63	319.94	319.94
留存收益	162.26	192.82	283.65	356.85	438.98
归属母公司股东权益	813.62	844.18	935.01	1008.20	1090.34
少数股东权益	22.77	23.80	35.34	46.99	60.07
股东权益合计	836.38	867.98	970.35	1055.20	1150.42
负债和股东权益合计	1446.51	1770.99	1385.96	2119.58	1731.96
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	410.22	294.27	-95.45	534.45	-65.46
投资性现金净流量	-22.65	-12.87	-7.31	-9.22	-9.24
筹资性现金净流量	-139.52	-23.67	-28.17	-27.95	-30.02
现金流量净额	248.04	257.73	-130.94	497.28	-104.72

资料来源：中国银河证券研究部

分析师简介

许耀文

传媒、通讯行业分析师， 毕业于中国人民大学， 2006 年加入中国银河证券研究部， 负责传媒和通讯行业研究。具有 5 年证券行业研究经验。

评级标准

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。

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）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独立财务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 100032
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