

中视传媒 (600088)

证券研究报告
2019年07月22日

媒体融合浪潮，背靠央视大有可为

央视旗下上市平台，登陆资本市场二十余载。

中视传媒由中央电视台无锡太湖影视城、中国国际电视总公司、中电高科技电视发展有限公司、北京未来广告、北京荧屏汽车租赁五家法人共同发起，是国内首批试水资本市场的国有文化传媒企业，于1997年上市。公司实际控制人为原中央电视台（现合并为央视总台）。中视传媒以广告、影视、旅游业务为主营，其中广告收入占比最高为48%（18年）。17年起公司经营业绩开始回暖，2018年继续回升，实现营收8.11亿，同比增长13%；归母净利润1.15亿元，同比增长39%。19Q1公司实现营收2.09亿元，同比增长34.09%；归母净利润3579万元，同比增长47.01%，继续回升。

利用央视资源优势开展业务，广告、影视、旅游三大板块齐头并进。

中视传媒广告业务以特项资源为基础，承包了中央电视台科教频道全频道广告资源及部分新媒体广告资源，重点培育“白酒、汽车、大健康、城市旅游”四大行业；影视业务方面，子公司中视北方超高清技术实力领先，是国内最早进入高清晰度电视制作领域的企业，新近搭建的超高清技术保障系统，已成功助力央视4K超高清频道开播，能够满足高端4K节目全业务需求，在国家超高清计划发布后，有望打开新行业空间。公司旅游业务围绕以无锡、南海分公司为主体开展，近20年营收和毛利实现稳步提升。

背靠央视旗下丰富资产，业务开展及协同具备空间。

公司实际控制人为原中央电视台，2018年起合并为中央广播电视总台，为国务院直属事业单位，由中宣部领导。中视传媒发起人股东之一中国国际电视总公司，是原中央电视台全额投资的大型国有企业，也是原中央电视台全球布局、全媒体传播和全产业链经营的市场主体，旗下子公司超过50家，包括体育、影视、动画等内容领域，以及媒体技术、市场调查等。

投资建议：我们认为中视传媒作为央视旗下上市平台，自身主营业务发展具备资源优势，在超高清领域具备技术实力，面向19年，公司突出媒体融合发展大趋势，提出期望在新趋势下开创产业经营新局面，而着眼更大版图，公司股东旗下资产丰富，融媒体浪潮下业务协同和创新发展值得期待。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为1.57亿/1.89亿/2.18亿元，同比增长36.7%/20.6%/15.4%，对应PE分别为34.1x/28.3x/24.5x，后续与盟将威公司仲裁补偿、融媒体发展大背景下特项资源广告及影视服务具备利润增厚空间。结合国有传媒平台人民网（2019PE 58.57x）、新华网（2019PE 29.23x），考虑中视传媒央视股东背景及融媒体趋势下业绩空间，我们认为中视传媒合理估值区间为19年45x-55x，对应市值70.65亿-86.35亿，对应价格区为17.76元/股-21.76元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：公司与股东资源协同不达预期，宏观经济对广告投放影响，新媒体新技术竞争影响，影视项目制作及销售不达预期。

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	13.45元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	397.71
流通A股股本(百万股)	397.71
A股总市值(百万元)	5,349.15
流通A股市值(百万元)	5,349.15
每股净资产(元)	3.05
资产负债率(%)	18.39
一年内最高/最低(元)	26.30/6.90

作者

文浩	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516050002	
wenhao@tfzq.com	
张爽	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070004	
zhangshuang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	718.06	810.89	939.47	1,109.62	1,259.50
增长率(%)	39.48	12.93	15.86	18.11	13.51
EBITDA(百万元)	133.13	177.25	231.15	275.85	315.82
净利润(百万元)	82.22	114.52	156.74	189.08	218.26
增长率(%)	(165.89)	39.28	36.87	20.63	15.43
EPS(元/股)	0.21	0.29	0.39	0.48	0.55
市盈率(P/E)	65.06	46.71	34.13	28.29	24.51
市净率(P/B)	4.90	4.54	4.09	3.69	3.32
市销率(P/S)	7.45	6.60	5.69	4.82	4.25
EV/EBITDA	26.48	13.79	18.78	15.02	12.57

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 公司概况：央视旗下上市平台，广告、影视、旅游三驾马车驱动前行	4
1.1. 历史沿革：首批国有文化上市企业，登陆资本市场二十余载	4
1.2. 股权结构与管理层：央视为实际控制人	4
1.3. 财务分析：17 年开始业绩回升，18 年重回过亿利润	6
2. 公司业务分析：把握独特资源，巩固优势与开拓创新结合	9
2.1. 广告业务：以央视广告资源为基础，着力深耕四大行业广告服务	9
2.2. 影视业务：紧密合作央视频道，中视北方超高清技术领先	10
2.2.1. 影视内容投资制作：出品经验丰富，当前严格控制投资规模	10
2.2.2. 影视技术服务：以中视北方为主体开展，国家超高清计划打开新空间	11
2.3. 旅游业务：深度挖掘央视 IP 价值，突出影视特点	13
3. 背靠央视强势资产，融媒体大潮下空间可期	14
4. 盈利预测与投资建议	15

图表目录

图 1：中视传媒前十大股东（截至 2019 年一季报）	5
图 2：中视传媒重要分公司与子公司	5
图 3：2000-2018 年，2018Q1、2019Q1 中视传媒营业收入（亿元）及增速	7
图 4：2000-2018 年，2018Q1、2019Q1 中视传媒归母净利润（万元）及增速	7
图 5：2014-2018 年中视传媒分业务收入占比	8
图 6：2014-2018 年，2018Q1、2019Q1 中视传媒毛利率和净利率情况	8
图 7：2014-2018 年，2018Q1、2019Q1 中视传媒三项费用率情况	8
图 8：2014-2018 年，2018Q1、2019Q1 中视传媒经营性现金流净额	9
图 9：中视传媒广告代表案例	9
图 10：2015-2018 年度上海中视国际广告营业收入（亿元）及增速	10
图 11：2015-2018 年度上海中视国际广告归母净利润及增速（万元）	10
图 12：中视传媒影视制作代表作品	11
图 13：2015-2018 年度中视北方营业收入（亿元）及增速	12
图 14：2015-2018 年度中视北方归母净利润（万元）及增速	12
图 15：中视传媒无锡影视基地	13
图 16：中视传媒南海影视基地	13
图 17：中视传媒 2003-2018 年旅游业务收入和毛利变化	13
图 18：中国国际电视总公司旗下控股或参股公司	14
表 1：中视传媒现任管理层名单及信息	6
表 2：《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》发展目标	12

表 3：国有媒体可比公司估值 15

1. 公司概况：央视旗下上市平台，广告、影视、旅游三驾马车驱动前行

1.1. 历史沿革：首批国有文化上市企业，登陆资本市场二十余载

中视传媒为中央电视台控股的传媒类 A 股上市公司，是国内首批试水资本市场的国有文化传媒企业。公司前身为无锡中视影视基地股份有限公司，由中央电视台无锡太湖影视城、中国国际电视总公司、北京中电高科技电视发展有限公司、北京未来广告有限公司、北京荧屏汽车租赁有限公司五家法人共同发起，于 1997 年 5 月登陆上交所上市。2001 年 8 月，公司正式更名为中视传媒股份有限公司。

公司成立初期主要从事影视拍摄业务、电视剧拍摄的内外景参观门票及演示业务；2001 年，公司与中国国际电视总公司投资设立中视北方，并于 2002 年初确定中视北方发展方向为影视技术制作等技术服务；2002 年，成立中视国际广告，发展广告业务；2006 年公司加快影视和广告业务发展，中视国际广告除原有随片广告业务外，新增代理 CCTV-10 全频道广告代理，推动广告业务跨越式增长；至此，公司形成影视、旅游、广告三大业务板块。

近年来，公司始终围绕广告、影视、旅游三大主营业务发展，并不断巩固以中视北方为主体的高清电视制作领域的技术优势。

2018 年，公司积极拓展新业务领域，组建股权投资基金、成立独资基金管理公司，拓展新业务增长点。公司以自有资金认购了朴华惠新股权投资合伙企业（有限合伙）份额，实现对省级融媒体平台项目的投资；联合发起设立朴盈国视股权投资基金等，布局新媒体方向。

1.2. 股权结构与管理层：央视为实际控制人

股权结构方面，截至 2019 年一季报，公司控股股东为中央电视台无锡太湖影视城，持股 54.37%，发起人股东中国国际电视总公司、北京中电高科技电视发展有限公司、北京未来广告有限公司持股比例均为 0.84%；北京荧屏汽车租赁有限公司未进入前十，股权分置改革后，荧屏汽车持股 0.28%。

其中，中央电视台无锡太湖影视城、中国国际电视总公司的实际控制人是中央电视台，北京中电高科技电视发展有限公司、北京未来广告有限公司、北京荧屏汽车租赁有限公司为中国国际电视总公司的子公司。

十大股东中除发起人股东外，还包括中央汇金资产管理有限责任公司（持股 2.48%）、自然人皮敏蓉（持股 1.10%）、自然人蒋文龙（持股 0.48%）、自然人王武（持股 0.45%）、诺安成长股票型基金（持股 0.35%）以及自然人张宏伟（持股 0.34%）。

图 1：中视传媒前十大股东（截至 2019 年一季度）

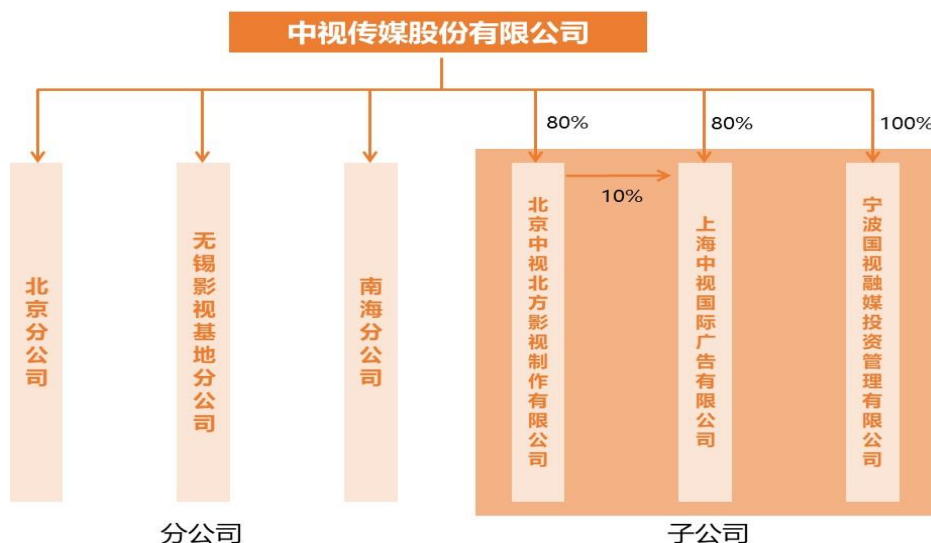


资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

中视传媒下属分公司包括北京分公司、无锡影视基地分公司、南海分公司；主要子公司为中视北方影视制作有限公司、中视国际广告以及国视融媒投资管理有限公司。

中视北方为 2000 年 10 月由中视传媒及中国国际电视总公司共同投资设立，其中中视传媒持股 80%；中视国际广告由中视传媒、无锡中视科艺投资发展有限公司、上海中视汇达投资管理有限公司、杭州大自然音像制品发行有限公司于 2002 年共同出资设立，2004 年股权变更，股东变更为中视传媒、中视北方及上海昌汇广告有限公司，因而中视传媒通过母公司（直接持股中视国际广告 80%）和中视北方（持股中视国际广告 10%）共持股 90%；国视融媒投资管理有限公司为公司在 2018 年投资设立。

图 2：中视传媒重要分公司与子公司



资料来源：wind，公司官网，天风证券研究所

公司当前董事长为唐世鼎，2016 年起任职，2012 年 3 月至今任中国国际电视总公司副总裁。公司 19 年 6 月 15 日披露公告，中视传媒第七届董事会任期即将届满，将进行董事会换届选举，第八届董事会将由 9 名董事组成，其中独立董事 3 名，董事任期三年（从相关

股东大会决议通过之日起计算，至该届董事会任期届满时为止)。

表 1：中视传媒现任管理层名单及信息

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	学历	出生年份
唐世鼎	董事长、董事	2016/7/13	男	中国	本科	--
李颖	董事	2014/9/25	女	中国	硕士	1970
王钧	董事、总经理	2014/9/25	男	中国	博士	1970
赵建军	董事	2016/6/28	男	中国	硕士	1975
刘金凤	董事	2016/12/9	女	中国	本科	1963
张小民	董事	2019/1/24	男	中国	专科	1960
丑洁明	独立董事	2014/9/25	女	中国	博士	1964
李丹	独立董事	2014/9/25	女	中国	博士	1978
杨安进	独立董事	2016/6/28	男	中国	硕士	1971
王浩	监事会主席、监事	2014/9/25	男	中国	本科	1973
任春萍	监事	2018/5/22	女	中国	本科	1970
刘宏伟	职工监事	2011/5/27	男	中国	本科	1974
任达清	副总经理	2010/8/18	男	中国	硕士	1963
贺芳	副总经理、董事会秘书	2016/8/29	女	中国	硕士	1971
白河山	副总经理	2017/8/7	男	中国	硕士	1964
蔡中玉	总会计师	2015/5/26	男	中国	本科	1963

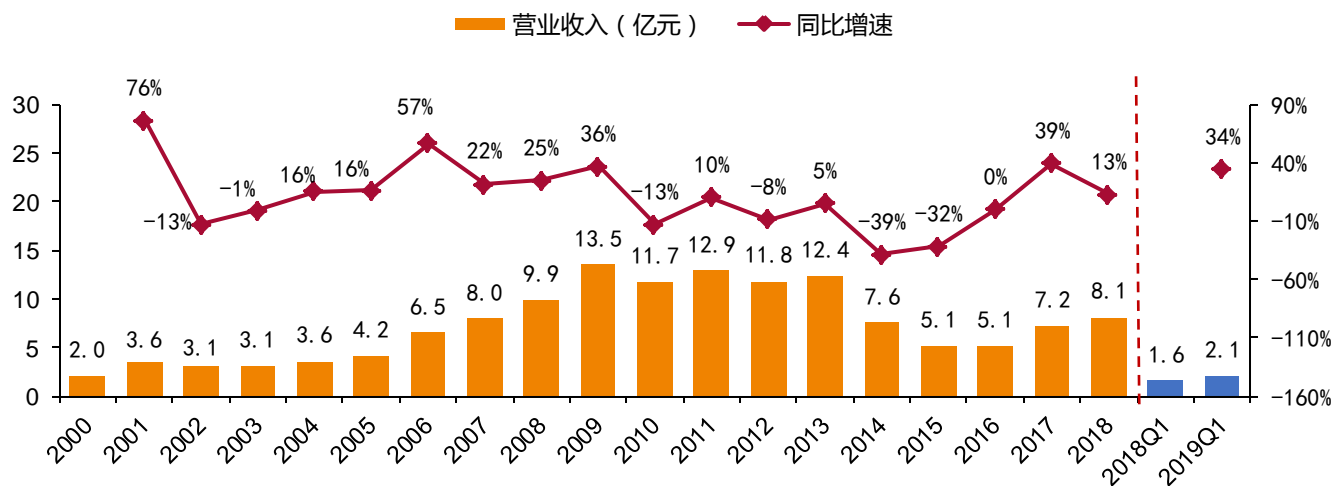
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 财务分析：17 年开始业绩回升，18 年重回过亿利润

2017 年开始业绩回升，18 年重回利润高点。2013-2016 年，由于影视剧业务经营规模收缩和传统媒体广告规模持续下降等原因，公司营收及净利润逐年下滑；其中 2016 年公司影视业务结转了部分存货成本并计提部分应收款的坏账准备；同年央视科教频道广告业务由代理模式变化为承包制，受宏观经济影响及新媒体冲击，广告投放量下降，而公司资源承包成本需列进成本，该年广告业务经营产生大额亏损，整体带来公司 16 年出现净亏损。

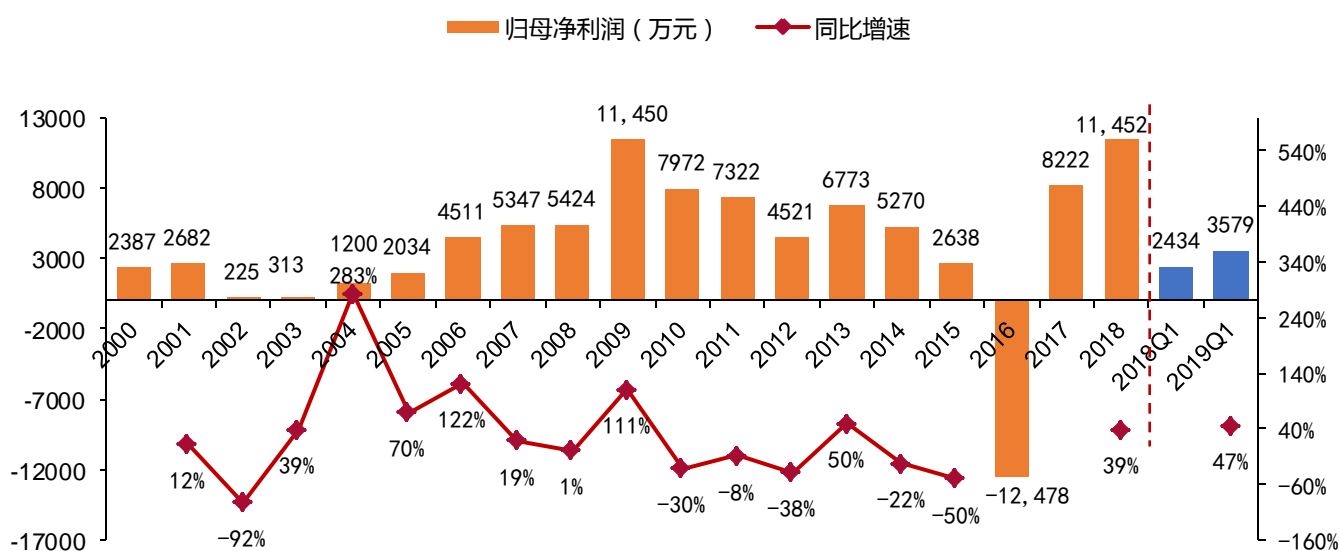
从 2017 年开始，公司在广告业务的销售策略、新媒体业务和激励策略上进行积极调整，广告收入明显回升，同比增长 136%，影视和旅游业务保持稳健增长，公司整体营业收入和净利润回暖。2018 年公司业绩继续回升，实现营收 8.11 亿，同比增长 13%；归母净利润 1.15 亿元，同比增长 39%。19Q1 公司实现营收 2.09 亿元，同比增长 34.09%；归母净利润 3579 万元，同比增长 47.01%。

图 3：2000-2018 年，2018Q1、2019Q1 中视传媒营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

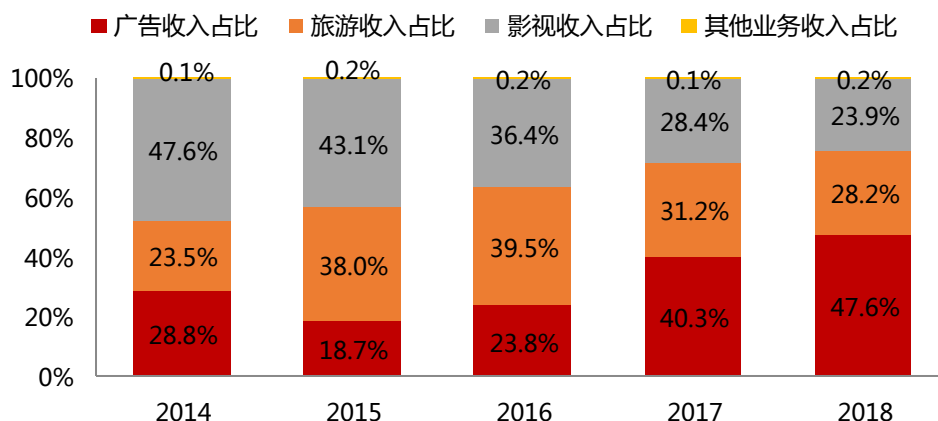
图 4：2000-2018 年，2018Q1、2019Q1 中视传媒归母净利润（万元）及增速



资料来源：wind，天风证券研究所

从营收结构看，公司分为影视业务、广告业务和旅游业务三大板块，其中广告收入占比最高为 47.6%。细分来看：2018 年广告收入 3.86 亿元，占总营收的 47.6%，收入占比 15 年起持续提升；旅游业务收入为 2.29 亿元，收入占比 28.2%；影视由于行业竞争加剧，市场风险加大，公司对影视投资态度谨慎，影视收入占比逐年下降，18 年收入占比 23.9%。

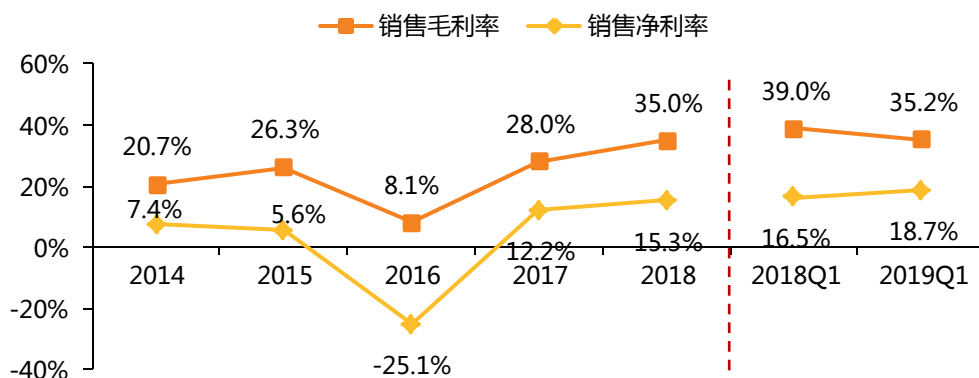
图 5：2014-2018 年中视传媒分业务收入占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司毛利率和净利率 2017 年同样开始回升。受广告业务毛利率回升带动，公司 18 年毛利率为 35.0%，19Q1 为 35.2%；净利率在 18 年恢复至 15.3%，19Q1 净利率达到 18.7%。

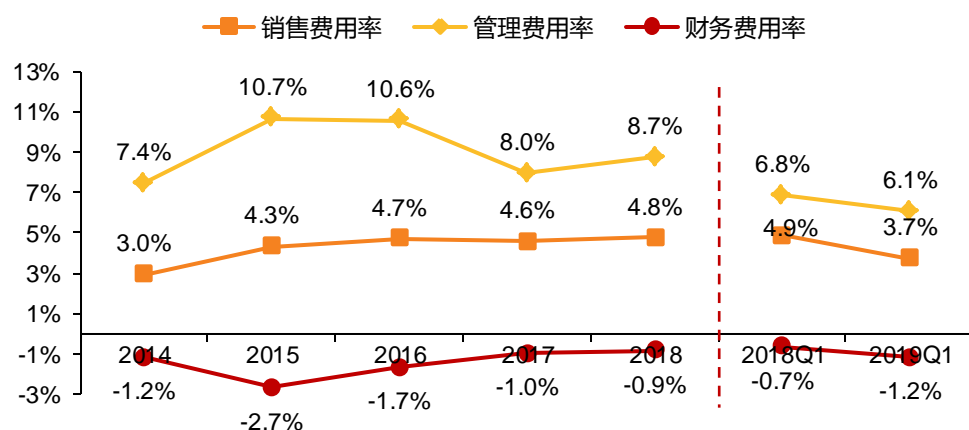
图 6：2014-2018 年，2018Q1、2019Q1 中视传媒毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

费用方面，公司 16-18 年销售费用率基本稳定在 4.7%-4.8%左右水平，相对稳定；管理费用率 18 年为 8.7%；财务费用方面，公司账上现金充沛，银行存款平均余额和利息收入增加，持续保持财务净收益。

图 7：2014-2018 年，2018Q1、2019Q1 中视传媒三项费用率情况

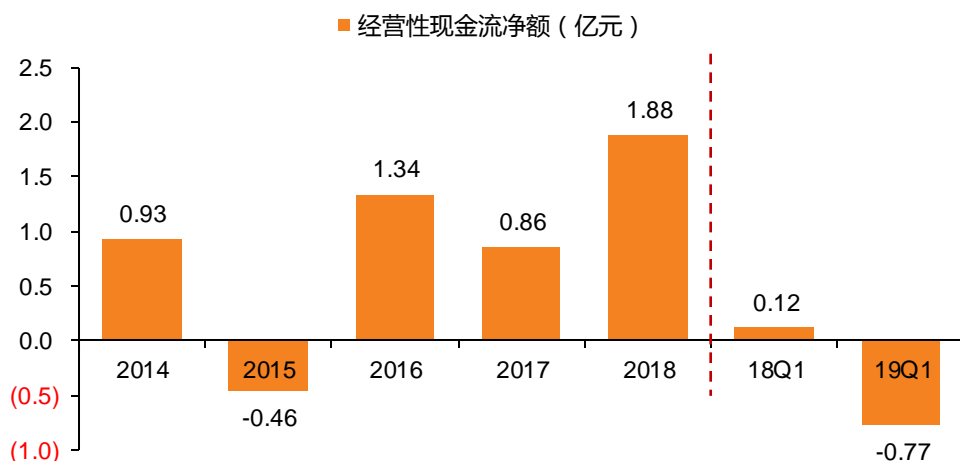


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司经营性现金流保持正向流入，18 年公司经营性现金流相比 17 年出现明显提升。19Q1

经营性净现金流为负，考虑广告及影视行业特点，一季度投放期现金流为负属于正常情况。

图 8：2014-2018 年，2018Q1、2019Q1 中视传媒经营性现金流净额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 公司业务分析：把握独特资源，巩固优势与开拓创新结合

2.1. 广告业务：以央视广告资源为基础，着力深耕四大行业广告服务

中视传媒广告业务以上海中视国际广告公司为主体开展，公司承包了中央电视台科教频道全频道广告资源及部分新媒体广告资源，重点培育“白酒、汽车、大健康、城市旅游”四大行业，合作伙伴包括苹果手机、强生制药、泸州老窖、碧桂园、无限极、莎普爱思、8848 手机、周大生、天合光能、安琪集团、东风日产等各行业知名企业。

图 9：中视传媒广告代表案例



资料来源：中视传媒官网，天风证券研究所

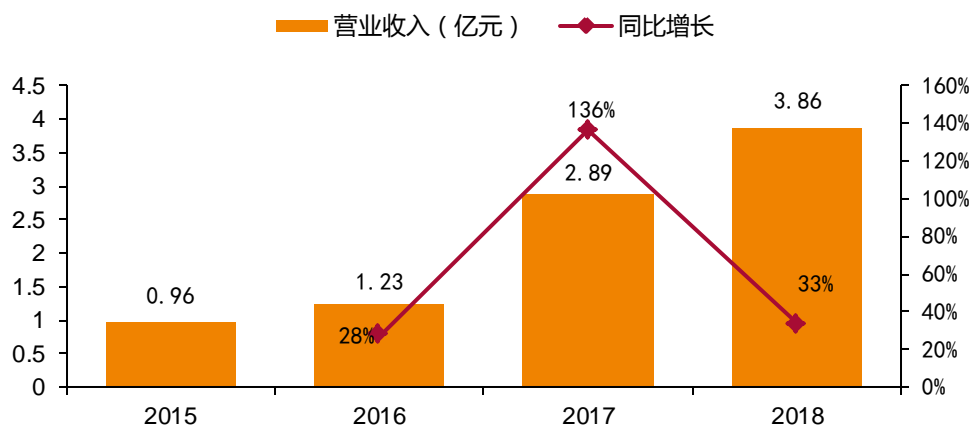
中视广告销售工作重点通过“特项资源”、“打包推广大健康平台资源”、“传统销售与现有新媒体资源结合”三个方面展开。

2016 年，公司取得了 CCTV-2《职场健康课》、CCTV-4《中华医药》两档栏目的广告承包权，承包央视频道知名健康类栏目广告资源运营权，提出了“央视平台大健康”概念；公

司通过新媒体内容运营及频道营销提高客户影响力，带动传统广告销售业务的发展；2018年，中视广告有序推进新媒体业务，并采用了新的价格体系和销售激励机制，带动广告业务销售提升。

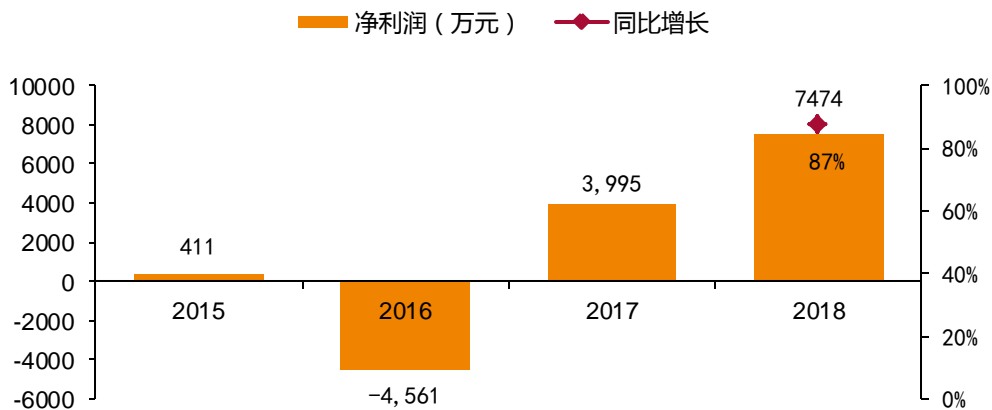
财务方面，16年公司广告业务由代理制改为承包制，广告资源承包列支较高成本，当年出现广告业务亏损；17年中视广告以调整后的运营模式和组织架构为基础建立销售团队，多举措并举扩大客户规模，17年开始中视广告营收和净利润获得显著增长，18年则继续保持了增长态势。

图 10：2015-2018 年度上海中视国际广告营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2015-2018 年度上海中视国际广告归母净利润及增速（万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 影视业务：紧密合作央视频道，中视北方超高清技术领先

2.2.1. 影视内容投资制作：出品经验丰富，当前严格控制投资规模

中视传媒拥有多年制作电视剧、纪录片及栏目经验；出品电视剧包括《马向阳下乡记》、《赵氏孤儿案》、《中国地》、《誓言无声》等，电影包括《梅里雪山》、《美丽的大脚》，纪录片包括《美丽中国》、《大国崛起》、《敦煌》、《抗战》等。栏目方面，公司与中央电视台各频道保持紧密合作，承接了《回家吃饭》、《等着我》、《健康之路》、《走近科学》等十几个电

视节目及栏目的委托制作。

近年来，由于影视行业竞争加剧，风险提升，公司在影视领域投资保持谨慎，对投资规模进行严格控制，因而整体影视制作发行收入规模有所收缩。

图 12：中视传媒影视制作代表作品



资料来源：中视传媒官网，天风证券研究所

2.2.2. 影视技术服务：以中视北方为主体开展，国家超高清计划打开新空间

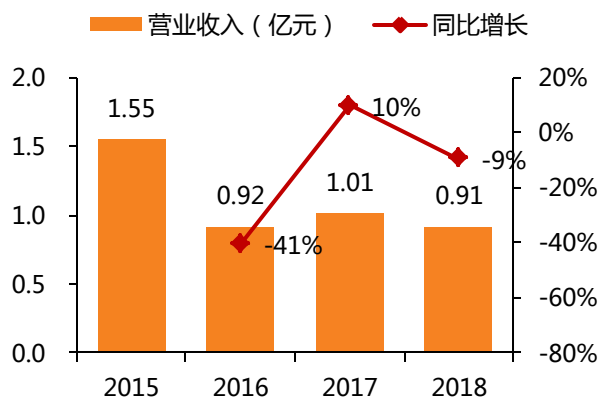
北京中视北方由中视传媒股份有限公司与中国国际电视总公司在 2000 年共同组建，是国内最早进入高清晰度电视制作领域的企业，拥有先进的影视前后期制作设备及专业的技术力量和制作团队，支持影视节目前、后期业务及高清节目的制作和运营。

具体业务包括：

- **影视节目制作服务：**自 2008 年以来 CCTV 高清频道的绝大部分高清电视剧播出版的制作工作均由中视北方完成。同时，CCTV-1 和 CCTV-8 黄金档时段播出的所有影视剧播出带也由中视北方制作，如《乡村爱情》《闯关东》等。在纪录片、节目与栏目制作方面，公司与中央电视台各频道继续保持紧密合作，承接了《健康之路》《走近科学》等十几个电视节目及栏目的委托制作，拓展了《最佳时刻——2018 世界杯燃情之夜》《2018 新春喜剧之夜》等项目。面向市场，公司承接高清纪录片和企业形象宣传片的制作，如《敦煌》、《故宫》等。
- **策划栏目、广告等包装服务：**公司负责 CCTV1、CCTV8、CCTV9 等多个央视频道的整体包装策划工作，同时负责部分央视栏目的包装宣传，如《走遍中国》、《海峡两岸》、《国宝档案》等栏目。面向市场，公司为政府、企业等策划宣传片和广告等作品，策划包装了国家投资开发公司、北京金融街及国家广播电视总局等多家机构的宣传片，广告策划合作商包括大众汽车、爱立信、通用别克及壳牌等多家知名公司。
- **专业的机房和影视设备的租赁服务：**中视北方拥有三十余台高清摄像机，数十台标清数字摄像机以及各类相关配套设备，面向央视和其他影视公司提供设备支持和租赁服务。中视北方还为央视的大型专题片和转播活动提供设备和技术支持，包括“蛟龙探海”大型海洋科考直播；“嫦娥奔月”，“天宫一号”载人航天工程直播、全国两会直播等大型活动。

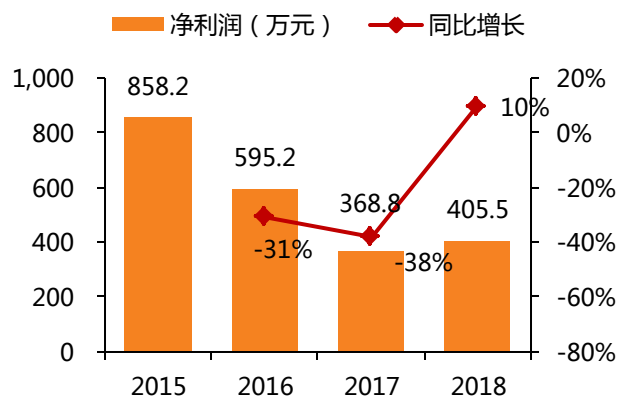
财务方面，中视北方近三年均保持 9000 万-1 亿左右收入量级，2018 年，中视北方实现营业收入 9142 万元，同比下降 9%，净利润 405.5 万元，同比增长 10%。18 年公司影视技术服务收入和整体对台制作业务收入均有所下降。

图 13：2015-2018 年度中视北方营业收入（亿元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：2015-2018 年度中视北方归母净利润（万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

中视北方技术能力业内领先，超高清视频战略推动下有望打开更大空间。

2019 年 3 月 1 日，工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台三部联合印发《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》，提出要夯实超高清视频产业核心基础，丰富超高清视频内容供给，提升网络传输能力，加强行业推广应用，完善公共支撑体系，全面促进我国超高清视频产业快速发展。

表 2：《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》发展目标

发展目标

按照“4K 先行、兼顾 8K”的总体技术路线，大力推进超高清视频产业发展和相关领域的应用。2022 年，我国超高清视频产业总体规模超过 4 万亿元，4K 产业生态体系基本完善，8K 关键技术产品研发和产业化取得突破，形成一批具有国际竞争力的企业。超高清视频内容资源极大丰富，网络承载能力显著提高，制播、传输和监管系统建设协同推进，产业发展支撑体系基本健全，形成技术、产品、服务和应用协调发展的良好格局。

——到 2020 年，4K 摄像机、监视器、切换台等采编播专用设备形成产业化能力；符合高动态范围（HDR）、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的 4K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 40%；建立较为完善的超高清视频产业标准体系；中央广播电视总台和有条件的地方电视台开办 4K 频道，不少于 5 个省市的有线电视网络和 IPTV 平台开展 4K 直播频道传输业务和点播业务，实现超高清节目制作能力超过 1 万小时/年；4K 超高清视频用户数达 1 亿；在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域开展基于超高清视频的应用示范。

——到 2022 年，CMOS 图像传感器、光学镜头、专业视频处理芯片、编解码芯片等核心元器件取得突破，8K 前端核心设备形成产业化能力；符合 HDR、宽色域、三维声、高帧率、高色深要求的 4K 电视终端全面普及，8K 电视终端销量占电视总销量的比例超过 5%；4K 频道供给能力大幅提升，有线电视网络升级改造和监测监管系统建设不断完善，实现超高清节目制作能力超过 3 万小时/年，开展北京冬奥会赛事节目 8K 制播试验；超高清视频用户数达到 2 亿；在文教娱乐、安防监控、医疗健康、智能交通、工业制造等领域实现超高清视频的规模化应用。

资料来源：工信部官网，天风证券研究所

中视北方作为央视准制作岛和技术设备、技术服务的固定供应商，多年来完成大量高清电视剧、纪录片前后期制作，公司新近搭建的超高清技术保障系统，已成功助力央视 4K 超高清频道开播，能够满足高端 4K 节目全业务需求。2018 年，中视北方搭建完成 4K 超高清影视节目后期制作基地，以承接中央电视台超高清节目制作；公司还在 2018 年度荣获两个金帆奖高清录制技术质量奖（专题类）一等奖，同时当选为“中国电影电视技术学会常务理事单位”。

中视北方全程参与了 2019 年 5 月发布的《中央广播电视总台 HDR 视频制作白皮书》制定，“白皮书”规定了中央广播电视总台 4K 超高清电视节目 HDR 视频前期采录、后期制作、

节目包装、图形制作等制作环节的主要技术参数要求，再次体现中视北方在超高清领域的技术实力和行业地位。

2.3. 旅游业务：深度挖掘央视 IP 价值，突出影视特点

中视传媒旅游业务以无锡、南海分公司为主体开展。公司在中央电视台“以戏带建”方针指导下，伴随《唐明皇》、《三国演义》、《水浒传》、《大宅门》、《笑傲江湖》、《太平天国》等影视剧的出品，先后建成了唐城、三国城、水浒城、南海太平天国城，开展特色影视文化旅游服务。其中唐城景区为国家首批3A级景区，三国水浒景区建成国家首批5A级景区，南海影视城建成国家4A级景区。

图 15：中视传媒无锡影视基地



资料来源：公司官网，天风证券研究所

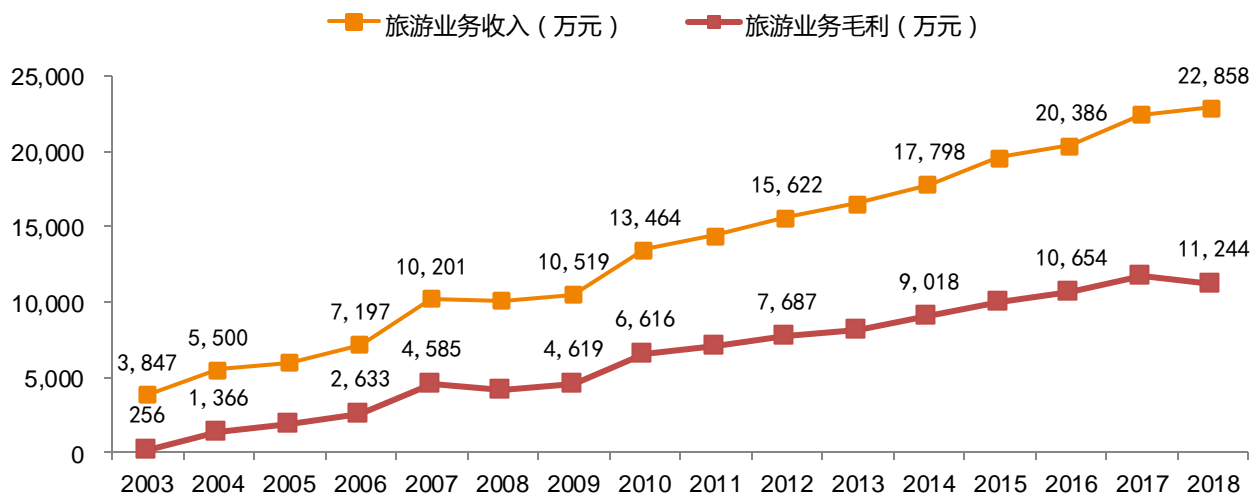
图 16：中视传媒南海影视基地



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司在旅游业务上充分利用景区自身文化背景，突出影视特点，并全力推动智慧景区建设力度，推进景区升级改造，提升现有经营业态，增强游客体验度，使得公司旅游业务收入及毛利多年来能够保持稳步增长趋势。

图 17：中视传媒 2003-2018 年旅游业务收入和毛利变化



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 背靠央视强势资产，融媒体大潮下空间可期

中视传媒为央视总台旗下上市平台，背靠央视丰富资产。中央电视台成立于 1958 年，2018 年 3 月，原中央电视台（中国国际电视台）、原中央人民广播电台、原中国国际广播电台合并组成中央广播电视总台，为国务院直属事业单位，由中宣部领导。

中视传媒发起人股东之一为中国国际电视总公司，中国国际电视总公司是原中央电视台全额投资的大型国有企业，也是原中央电视台全球布局、全媒体传播和全产业链经营的市场主体，在内容产业、媒体技术、市场调查、旅游实业、国际传播等领域均有旗舰企业布局。根据光明日报报道数据，2017 年，总公司共取得营业收入 153.48 亿元，同比增长 4.56%；实现净利润 7.63 亿元，同比增长 3.25%。

图 18：中国国际电视总公司旗下控股或参股公司



资料来源：天眼查，天风证券研究所

同时值得注意的是，融媒体发展是今年明确大方向，总台方面在媒体融合和创新发展上步伐坚定。19 年 1 月 25 日，习近平总书记在人民日报社举行的中共中央政治局第十二次集体学习时鲜明指出了我国媒体融合发展的紧迫性和重要性，4 月 3 日人民日报刊登《媒体融合是一场不容回避的自我革命》。4 月 4 日，中央广播电视总台启动新媒体人才招聘，涵盖 82 个岗位的 300 个职位，体现打造新媒体传播旗舰定位和目标。7 月 17 日，中央广播电视总台总经理室正式成立，标志着总台经营工作和产业发展进入新阶段，并明确提出产业经营思路 and 广告经营创新。

我们认为在媒体融合浪潮新趋势下，中视传媒与总台在资源协同及发展创新上更值得期待。

4. 盈利预测与投资建议

我们以公司现有三大主营板块为基础进行盈利预测。公司广告业务 17 年开始恢复，考虑公司持续有央视科教频道资源优势，当前积极推进新媒体业务，同时广告公司采用了新的价格体系和销售激励机制，我们预计公司广告业务收入继续复苏，19 年假设 35% 收入增速；影视考虑整体监管环境，19 年影视板块假设收入略降。旅游业务考虑成熟度，预计三年小幅稳健增长。

此外，公司 19 年 7 月公告，涉及与盟将威公司仲裁案获得裁决，但仲裁裁决尚未执行，公司是否获得补偿计入利润存在不确定性，暂不考虑进入预测利润。如该仲裁能够得到利润补偿则公司将获得：保底收益损失 5319 万元+利息+律师费+垫付仲裁费，对报表利润将有明显增厚。

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 1.57 亿/1.89 亿/2.18 亿元，同比增长 36.7%/20.6%/15.4%，对应 PE 分别为 34.1x/28.3x/24.5x。后续与盟将威公司仲裁补偿、融媒体发展大背景下特项资源广告及影视服务具备利润增厚空间。

我们认为中视传媒作为央视旗下上市平台，自身主营业务发展具备资源优势，在超高清领域具备技术实力，业绩体现良好增长势头。面向 19 年，公司突出媒体融合发展大趋势，提出期望在新趋势下开创产业经营新局面，而着眼更大版图，公司股东旗下资产丰富，融媒体发展大潮下，业务协同和拓展空间也值得期待。结合国有传媒平台人民网（2019PE 58.57x）、新华网（2019PE 29.23x），考虑中视传媒央视股东背景及融媒体趋势下业绩空间，我们认为中视传媒合理估值区间为 19 年 45x-55x，对应市值 70.65 亿-86.35 亿，对应价格区间为 17.76 元/股-21.76 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：国有媒体可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 2019-07-19 (亿元)	2018 年 归母净利 润(亿元)	2019 年 wind 一 致预期净利润平 均值(亿元)	2019 年 wind 一致预 期净利润同 比增速	2018PE	2019PE	PE(TTM) 2019-07-19
603000.SH	人民网	191.95	2.14	3.28	53.2%	89.74	58.57	77.27
603888.SH	新华网	98.20	2.85	3.36	17.9%	34.44	29.23	32.89

资料来源：wind，天风证券研究所

风险提示：公司与股东资源协同不达预期，宏观经济对广告投放影响，新媒体新技术竞争影响，影视项目制作及销售不达预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	803.66	827.85	977.48	1,193.38	1,385.53	营业收入	718.06	810.89	939.47	1,109.62	1,259.50
应收票据及应收账款	11.87	8.59	15.42	12.93	19.25	营业成本	517.24	526.90	607.85	717.26	813.93
预付账款	66.67	76.89	79.72	95.81	114.41	营业税金及附加	4.36	12.15	1.78	2.11	2.39
存货	55.48	45.68	72.51	66.96	91.31	营业费用	32.91	38.50	42.28	48.82	54.16
其他	35.79	65.77	51.40	86.87	69.65	管理费用	57.07	70.64	75.16	84.33	91.94
流动资产合计	973.47	1,024.77	1,196.53	1,455.94	1,680.15	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	122.92	122.92	122.92	122.92	财务费用	(6.97)	(6.88)	(8.22)	(9.89)	(11.75)
固定资产	355.02	352.30	334.55	316.80	299.05	资产减值损失	6.63	13.53	6.00	6.00	6.00
在建工程	1.39	3.28	3.28	3.28	3.28	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	9.65	7.17	7.00	7.00	7.00
其他	79.83	80.99	82.18	78.40	77.79	其他	(22.10)	(18.31)	(14.00)	(14.00)	(14.00)
非流动资产合计	436.23	559.49	542.93	521.41	503.04	营业利润	119.27	167.19	221.62	267.99	309.82
资产总计	1,409.70	1,584.27	1,739.46	1,977.35	2,183.19	营业外收入	0.60	0.14	4.60	4.60	4.60
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.20	1.46	1.50	1.50	1.50
应付票据及应付账款	7.22	36.28	11.00	44.79	19.81	利润总额	117.68	165.87	224.72	271.09	312.92
其他	280.93	328.54	367.03	417.22	467.39	所得税	29.93	41.57	56.18	67.77	78.23
流动负债合计	288.15	364.82	378.03	462.01	487.20	净利润	87.75	124.30	168.54	203.32	234.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	5.53	9.78	11.80	14.23	16.43
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	82.22	114.52	156.74	189.08	218.26
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.21	0.29	0.39	0.48	0.55
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
负债合计	288.15	364.82	378.03	462.01	487.20	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	30.76	40.54	52.34	66.57	83.00	成长能力					
股本	331.42	397.71	397.71	397.71	397.71	营业收入	39.48%	12.93%	15.86%	18.11%	13.51%
资本公积	319.93	253.65	253.65	253.65	253.65	营业利润	-171.10%	40.18%	32.55%	20.92%	15.61%
留存收益	759.37	782.75	911.38	1,051.06	1,215.29	归属于母公司净利润	-165.89%	39.28%	36.87%	20.63%	15.43%
其他	(319.93)	(255.20)	(253.65)	(253.65)	(253.65)	获利能力					
股东权益合计	1,121.55	1,219.45	1,361.43	1,515.34	1,695.99	毛利率	27.97%	35.02%	35.30%	35.36%	35.38%
负债和股东权益总	1,409.70	1,584.27	1,739.46	1,977.35	2,183.19	净利率	11.45%	14.12%	16.68%	17.04%	17.33%
						ROE	7.54%	9.71%	11.97%	13.05%	13.53%
						ROIC	38.29%	50.46%	51.53%	64.15%	91.79%
						偿债能力					
						资产负债率	20.44%	23.03%	21.73%	23.37%	22.32%
						净负债率	-71.66%	-67.89%	-71.80%	-78.75%	-81.69%
						流动比率	3.38	2.81	3.17	3.15	3.45
						速动比率	3.19	2.68	2.97	3.01	3.26
						营运能力					
						应收账款周转率	72.44	79.27	78.26	78.26	78.26
						存货周转率	10.80	16.03	15.90	15.91	15.92
						总资产周转率	0.52	0.54	0.57	0.60	0.61
						每股指标(元)					
						每股收益	0.21	0.29	0.39	0.48	0.55
						每股经营现金流	0.22	0.47	0.40	0.62	0.57
						每股净资产	2.74	2.96	3.29	3.64	4.06
						估值比率					
						市盈率	65.06	46.71	34.13	28.29	24.51
						市净率	4.90	4.54	4.09	3.69	3.32
						EV/EBITDA	26.48	13.79	18.78	15.02	12.57
						EV/EBIT	32.19	15.64	20.35	16.06	13.32

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com