

动态报告/公司快评

传媒

中视传媒 (600088)
中性

广播与电视

09 年度关联交易点评

(维持评级)

2009 年 9 月 9 日

广告代理成本下调好于预期

分析师: 廖绪发 CFA liaoxf@guosen.com.cn 0755-82133406

分析师: 陈财茂 chencm@guosen.com.cn 021-68866236

事项:

中视传媒披露 09 年度与中央电视台的关联交易计划, 预计总额不超过 7 亿元。其中版权转让及制作业务不超过 1.9 亿元, 租赁及技术服务不超过 1.1 亿元, 广告代理业务不超过 4 亿元。

评论:

■ 广告代理成本减少好于预期

本次披露的关联交易有三个变化: (1) 版权转让及制作业务从不超过 1.4 亿元, 提高到不超过 1.9 亿元; (2) 租赁及技术服务从不超过 0.9 亿元提高到 1.1 亿元; (3) 首次披露 09 年度广告代理的关联交易计划, 为不超过 4 亿元, 08 年计划为不超过 4.2 亿元 (实际没有超过 4.1 亿元)。

市场最为关注中视传媒的广告代理成本, 本次披露广告代理金额的变动与我们前期判断基本一致, 但减少幅度好于预期。(1) 央视对中视传媒广告代理逐步采取市场化运作方式, 毛利率从 08 年之前的 30% 以上下降到 08 年的 12.5%, 除非中视传媒能创造更高的广告收入, 要不然 30% 以上的毛利率将一去不复返; (2) 因为 08 年广告代理成本大幅增加, 导致毛利率剧烈下滑, 央视会考虑下调 09 年的广告代理成本; (3) 我们之前判断 09 年广告代理的毛利率约为 15%, 对应广告代理成本 4.15 亿元, 本次广告代理成本为不超过 4 亿元, 好于我们的预期, 对应的毛利率有望提高到 18% (对应的代理成本为 3.98 亿元)。

表 1: 中视传媒关联交易

关联交易金额, 万元	2004	2005	2006	2007	2008	2009
实际	16,194	28,863	36,946	39,927	60,654	
版权转让及制作	1,197	8,054	16,469	13,288	11,930	
影视技术服务	4,997	5,809	5,477	5,638	7,724	
广告代理 (不超过)	9,000	15,000	15,000	21,000	41,000	
咨询服务业务 (不超过)	1,000	0	0	0	0	
计划, (不超过)	30,000	33,000	38,000	43,500	63,000	70,000
版权转让及制作	15,000	12,000	17,000	16,500	14,000	19,000
影视技术服务	5,000	6,000	6,000	6,000	7,000	11,000
广告代理	9,000	15,000	15,000	21,000	42,000	40,000
咨询服务业务	1,000	0	0	0	0	0

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

■ 上调 09 年 EPS 至 0.32 元, 上调幅度 16.9%, 维持 2010-11 年预测及 “中性” 评级

根据本次关联交易的披露, 我们调整了 2009 年广告代理业务的毛利率, 从 15% 上调至 18%, 对应 2009 年的 EPS

从 0.28 元上调至 0.32 元，上调幅度为 16.9%。因为中视传媒与中央电视台的关联交易需要每年谈判确定，因此，我们并不调整 2010-2011 年广告代理毛利率假设（假定为 15%），从而维持这两年的盈利预测，对应的 EPS 分别为 0.29 和 0.30 元。

当前股价下，对应 2009-2011 年的 PE 分别为 44、49 和 47 倍，估值处于传媒行业平均水平，相对合理，我们维持“中性”的投资评级。

表 2：中视传媒盈利预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	815	873	981	1074	营业收入	992	1037	1128	1202
应收款项	168	171	185	198	营业成本	851	850	940	1002
存货净额	318	323	358	381	营业税金及附加	24	29	32	34
其他流动资产	17	17	18	19	销售费用	22	22	24	26
流动资产合计	1318	1383	1542	1673	管理费用	41	44	47	50
固定资产	447	427	407	386	财务费用	(14)	(12)	(13)	(14)
无形资产及其他	0	1	2	3	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	28	28	28	28	资产减值及公允价值变动	(1)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	1793	1839	1979	2090	营业利润	68	102	96	103
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	4	4	2	0
应付款项	488	461	511	545	利润总额	72	106	98	103
其他流动负债	437	454	502	535	所得税费用	12	23	22	25
流动负债合计	925	914	1013	1080	少数股东损益	6	7	6	6
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	54	76	69	71
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表（百万元）				
负债合计	925	914	1013	1080		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	24	28	32	36	净利润	54	76	69	71
股东权益	844	897	935	974	资产减值准备	(19)	(0)	(0)	(0)
负债和股东权益总计	1793	1839	1979	2090	折旧摊销	36	38	39	41
					公允价值变动损失	1	2	2	2
关键财务与估值指标					财务费用	(14)	(12)	(13)	(14)
	2008	2009E	2010E	2011E	营运资本变动	168	(18)	47	30
每股收益	0.23	0.32	0.29	0.30	其它	22	4	4	4
每股红利	0.10	0.10	0.13	0.14	经营活动现金流	263	103	161	148
每股净资产	3.57	3.79	3.95	4.11	资本开支	23	(21)	(22)	(23)
ROIC	5%	14%	55%	114%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	9%	7%	7%	投资活动现金流	23	(21)	(22)	(23)
毛利率	14%	18%	17%	17%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	6%	9%	8%	8%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	9%	13%	11%	11%	支付股利、利息	(24)	(24)	(31)	(32)
收入增长	25%	5%	9%	7%	其它融资现金流	19	0	0	0
净利润增长率	1%	41%	-10%	3%	融资活动现金流	(28)	(24)	(31)	(32)
资产负债率	53%	51%	53%	53%	现金净变动	258	58	108	93
息率	0.7%	0.7%	0.9%	1.0%	货币资金的期初余额	558	815	873	981
P/E	61.7	43.8	48.5	47.0	货币资金的期末余额	815	873	981	1074
P/B	4.0	3.7	3.6	3.4	企业自由现金流	273	72	130	116
EV/EBITDA	47.0	32.7	35.1	33.8	权益自由现金流	292	81	140	127

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。