

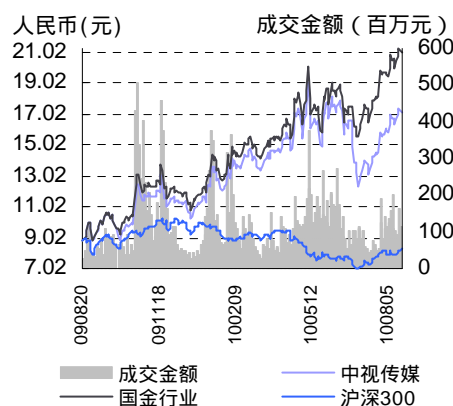
市价(人民币)：17.14元

## 业绩低于预期，广告成本确认是关键

长期竞争力评级：等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	184.41
总市值(百万元)	5,680.57
年内股价最高最低(元)	19.03/8.79
沪深 300 指数	2955.40
上证指数	2687.98



## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.229	0.484	0.255	0.304	0.350
每股净资产(元)	3.57	3.95	4.18	4.47	4.83
每股经营性现金流(元)	1.24	-0.40	0.49	0.66	0.70
市盈率(倍)	41.33	32.61	67.25	56.33	48.93
行业优化市盈率(倍)	41.48	71.79	71.79	71.79	71.79
净利润增长率(%)	1.43%	111.10%	-26.23%	19.38%	15.14%
净资产收益率(%)	6.43%	12.25%	8.54%	9.52%	10.15%
总股本(百万股)	236.73	236.73	331.42	331.42	331.42

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 中视传媒 2010 年上半年实现营业收入 5.04 亿元，同比减少 3.13%，归属于母公司净利润 2785 万元，同比下降 14.53%，每股收益 0.08 元，业绩低于市场预期，主要原因是预估广告成本的增加，以及公司利息收入下降等因素综合影响。

## 经营分析

- **影视剧业务**：实现收入 1.9 亿元，比上年同期下降 17.07%，主要是由于上半年影视剧项目实现的销售少于上年同期，公司影视剧业务继续走精品路线，但是公司在精品化内容资源的打造以及拓宽销售渠道方面有待进一步加强。
- **广告业务**：收入实现小幅增长，而报告期内受到宏观播出政策调整，广告市场竞争激烈等因素影响引起预估广告成本增加，使得毛利率下滑明显。但是广告业务的最终成本需要等到代理广告成本方案的出台，还存在着很大的不确定性，过早的锁定成本有利于下半年业绩的释放，公司广告业务的弹性较大。
- **旅游业务**：比上年同期增长 16.11%，主要受益于世博会的机遇以及自身多渠道开拓旅游资源市场、营销力度的加大，下半年受益世博会的“溢出”效应有望得到更为明显的体现。

## 盈利调整

- 由于广告业务成本无法确定，公司的业绩可预测性较差，我们假定广告业务全年的毛利率为 15%，预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.255、0.304、0.350，同比分别增长-26.23%、19.38%、15.14%。

## 投资建议

- 目前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 67、56、49 倍，估值在传媒板块中处于高端，给予公司“持有”投资评级，建议积极关注广告代理业务成本的最终确认。

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号：S1130208070237  
(8621)61038317  
maozhr@gjzq.com.cn

张良卫 联系人  
(8621)61038204  
zhanglw@gjzq.com.cn

**图表1：中视传媒半年度利润简表**

单位(百万元)	1H 09	2H 09	1H 10	1H 10vs2H 09	1H 10vs1H 09
营业收入	520.48	832.26	504.20	-39.42%	-3.13%
营业总成本	478.54	717.30	471.69	-34.24%	-1.43%
营业成本	458.35	666.68	443.49	-33.48%	-3.24%
营业税金及附加	8.10	20.71	8.19	-60.46%	1.03%
销售费用	8.06	10.41	8.92	-14.35%	10.70%
管理费用	17.82	27.46	15.70	-42.81%	-11.87%
财务费用	-13.79	-10.16	(4.61)	-54.66%	-66.60%
资产减值损失	0.00	2.20	0.00	-100.00%	
投资净收益	0.00	0.00	0.51		
营业利润	41.95	114.96	33.02	-71.28%	-21.29%
营业外收入	1.12	1.50	1.69	13.03%	50.71%
营业外支出	0.04	1.47	0.00	-99.81%	-92.75%
利润总额	43.03	114.98	34.70	-69.82%	-19.35%
所得税	8.58	23.30	7.79	-66.57%	-9.23%
净利润	34.45	91.68	26.92	-70.64%	-21.87%
少数股东损益	1.86	9.77	(0.94)	-109.58%	-150.28%
归属于母公司所有者的净利润	32.59	81.91	27.85	-66.00%	-14.53%
每股收益(元)	0.10	0.25	0.08	-66.00%	-14.53%
毛利率	11.94%	19.89%	12.04%	-7.85%	0.10%
销售费用率	1.55%	1.25%	1.77%	0.52%	0.22%
管理费用率	3.42%	3.30%	3.11%	-0.18%	-0.31%
财务费用率	-2.65%	-1.22%	-0.91%	0.31%	1.74%
有效税率	19.94%	20.27%	22.44%	2.18%	2.50%
净利润率	6.62%	11.02%	5.34%	-5.68%	-1.28%

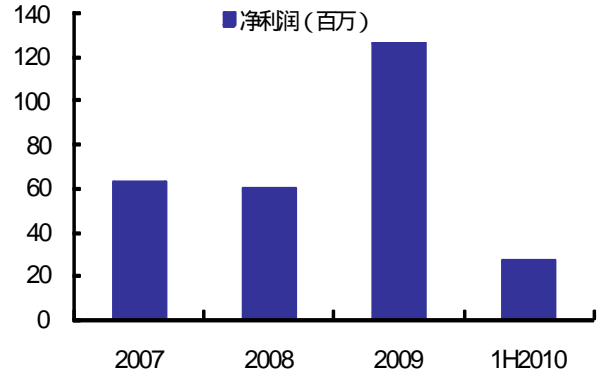
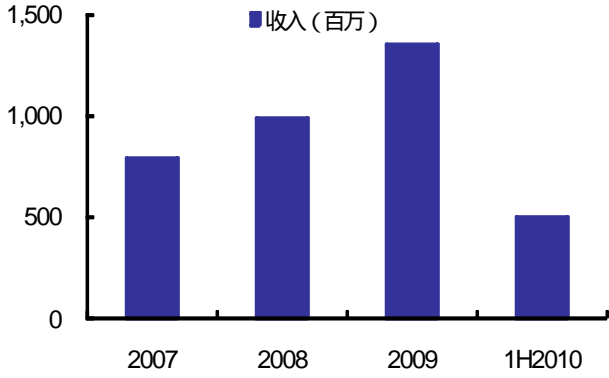
来源：国金证券研究所

**图表2：中视传媒分季度利润简表**

单位(百万元)	1Q 09	2Q 09	3Q 09	4Q 09	1Q 10	2Q 10	2Q 10vs1Q 10
营业收入	251.78	268.70	233.15	599.11	265.06	239.13	-9.78%
营业总成本	243.59	234.95	234.18	483.12	254.32	217.37	-14.53%
营业成本	236.44	221.91	223.70	442.98	241.99	201.50	-16.73%
营业税金及附加	2.40	5.70	1.45	19.25	3.96	4.23	6.81%
销售费用	4.09	3.97	4.26	6.15	4.27	4.65	8.97%
管理费用	6.06	11.76	9.81	17.65	6.15	9.56	55.47%
财务费用	(5.40)	(8.39)	(5.04)	(5.12)	(2.05)	(2.56)	25.13%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	2.20	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.51	
营业利润	8.19	33.76	(1.04)	115.99	10.74	22.27	107.29%
营业外收入	0.01	1.11	0.46	1.03	0.52	1.17	127.93%
营业外支出	0.04	0.0031	0.05	1.42	0.00	0.00	
利润总额	8.16	34.86	(0.62)	115.60	11.26	23.44	108.21%
所得税	3.27	5.31	(0.03)	23.33	2.63	5.16	96.55%
净利润	4.90	29.55	(0.60)	92.28	8.63	18.28	111.75%
少数股东损益	(0.77)	2.63	(1.88)	11.65	(1.15)	0.22	-118.71%
归属于母公司所有者的净利润	5.66	26.92	1.28	80.63	9.78	18.07	84.64%
每股收益(元)	0.02	0.08	0.00	0.24	0.03	0.05	84.64%

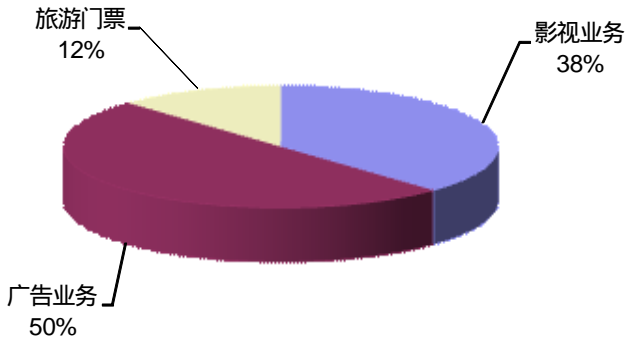
来源：国金证券研究所

**图表3：中视传媒收入变化**
**图表4：中视传媒净利润变化**



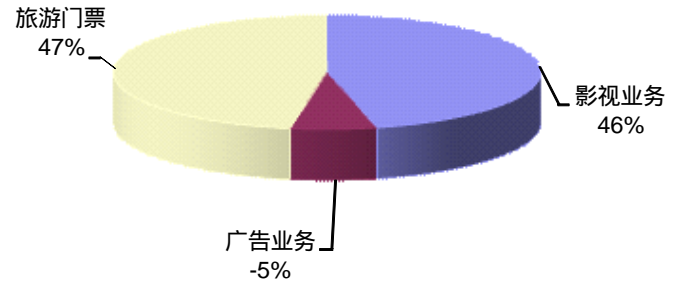
来源：国金证券研究所

图表5：中视传媒主营收入构成(1H2010)

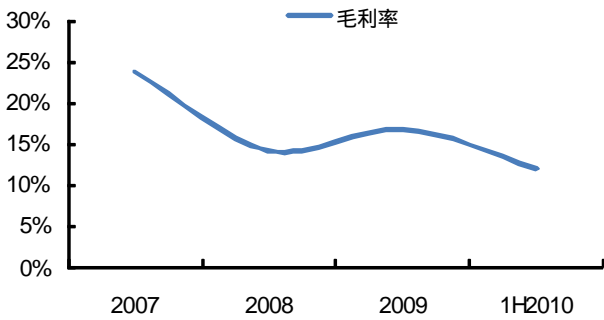


来源：国金证券研究所

图表6：中视传媒主营业务毛利构成(1H2010)

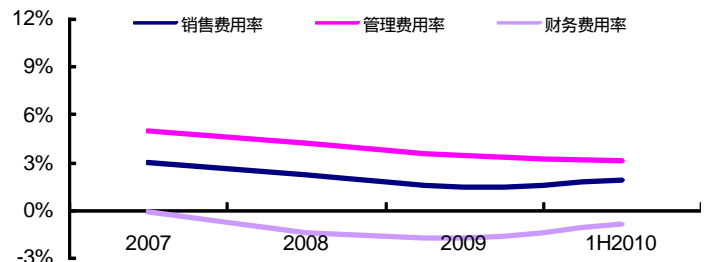


图表7：中视传媒主营业务毛利率变化

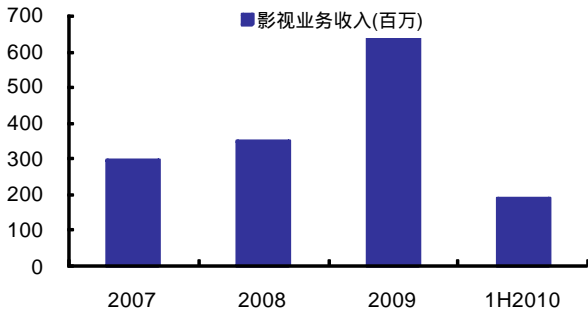


来源：国金证券研究所

图表8：中视传媒期间费用率变化

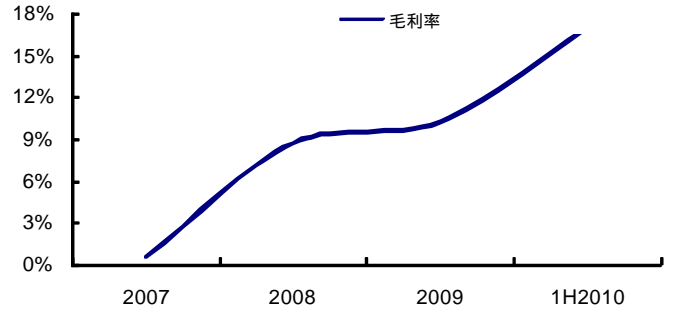


图表9：中视传媒影视业务收入变化

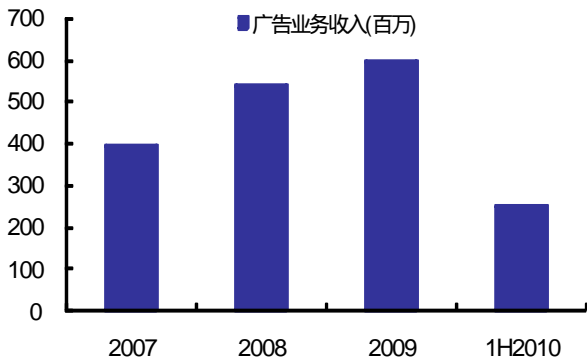


来源：国金证券研究所

图表10：中视传媒影视业务毛利率变化

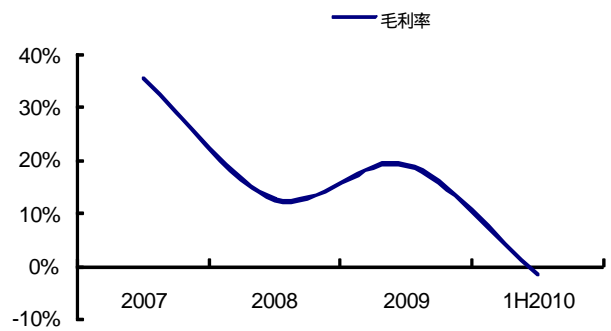


图表11：中视传媒广告业务收入变化

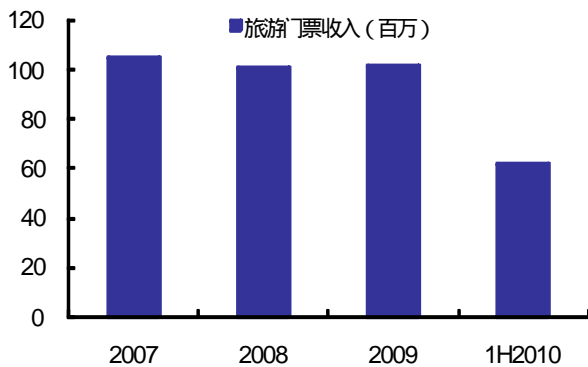


来源：国金证券研究所

图表12：中视传媒广告业务毛利率变化

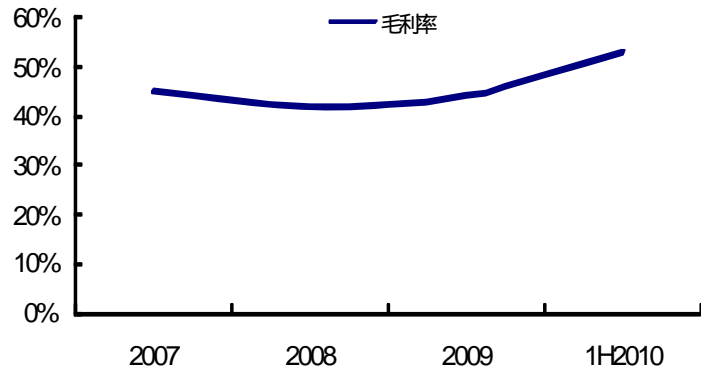


图表13：中视传媒旅游业务收入变化



来源：国金证券研究所

图表14：中视传媒旅游业务毛利率变化



**附录：三张报表预测摘要**

<b>损益表 (人民币百万元)</b>							<b>资产负债表 (人民币百万元)</b>						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>796</b>	<b>992</b>	<b>1,353</b>	<b>1,300</b>	<b>1,478</b>	<b>1,625</b>	货币资金	558	815	684	812	939	1,077
增长率		24.6%	36.4%	-3.9%	13.7%	9.9%	应收款项	165	168	112	117	134	147
<b>主营业务成本</b>	<b>-606</b>	<b>-851</b>	<b>-1,125</b>	<b>-1,098</b>	<b>-1,240</b>	<b>-1,355</b>	存货	237	318	177	331	374	408
% 销售收入	76.2%	85.8%	83.2%	84.5%	83.9%	83.4%	其他流动资产	12	17	17	35	39	43
<b>毛利</b>	<b>190</b>	<b>141</b>	<b>228</b>	<b>202</b>	<b>238</b>	<b>270</b>	流动资产	971	1,318	990	1,295	1,486	1,675
% 销售收入	23.8%	14.2%	16.8%	15.5%	16.1%	16.6%	% 总资产	65.8%	73.5%	68.7%	76.3%	79.9%	82.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-32</b>	<b>-24</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>	<b>-33</b>	<b>-36</b>	长期投资	5	17	14	15	14	14
% 销售收入	4.0%	2.4%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	固定资产	486	447	424	377	340	304
<b>营业费用</b>	<b>-24</b>	<b>-22</b>	<b>-18</b>	<b>-26</b>	<b>-33</b>	<b>-36</b>	% 总资产	32.9%	24.9%	29.4%	22.2%	18.3%	15.0%
% 销售收入	3.0%	2.2%	1.4%	2.0%	2.2%	2.2%	无形资产	5	4	4	10	19	28
<b>管理费用</b>	<b>-39</b>	<b>-41</b>	<b>-45</b>	<b>-39</b>	<b>-47</b>	<b>-52</b>	非流动资产	504	475	452	403	375	348
% 销售收入	4.9%	4.1%	3.3%	3.0%	3.2%	3.2%	% 总资产	34.2%	26.5%	31.3%	23.7%	20.1%	17.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>95</b>	<b>55</b>	<b>135</b>	<b>108</b>	<b>126</b>	<b>147</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,475</b>	<b>1,793</b>	<b>1,442</b>	<b>1,699</b>	<b>1,861</b>	<b>2,022</b>
% 销售收入	11.9%	5.5%	10.0%	8.3%	8.5%	9.0%	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>14</b>	<b>24</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	应付款项	610	902	416	595	674	738
% 销售收入	-0.1%	-1.4%	-1.8%	-0.7%	-0.7%	-0.8%	其他流动负债	28	23	56	68	73	77
<b>资产减值损失</b>	<b>-20</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	638	925	471	663	747	815
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>638</b>	<b>925</b>	<b>471</b>	<b>663</b>	<b>747</b>	<b>816</b>
<b>营业利润</b>	<b>76</b>	<b>68</b>	<b>157</b>	<b>118</b>	<b>137</b>	<b>159</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>814</b>	<b>844</b>	<b>935</b>	<b>989</b>	<b>1,059</b>	<b>1,144</b>
营业利润率	9.5%	6.8%	11.6%	9.0%	9.2%	9.8%	少数股东权益	23	24	35	47	55	62
<b>营业外收支</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,475</b>	<b>1,793</b>	<b>1,442</b>	<b>1,699</b>	<b>1,861</b>	<b>2,022</b>
<b>税前利润</b>	<b>81</b>	<b>72</b>	<b>158</b>	<b>121</b>	<b>140</b>	<b>162</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	10.2%	7.2%	11.7%	9.3%	9.4%	10.0%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>所得税</b>	<b>-18</b>	<b>-12</b>	<b>-32</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>	<b>-39</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.0%	16.5%	20.2%	20.0%	22.0%	24.0%	每股收益	0.226	0.229	0.484	0.255	0.304	0.350
<b>净利润</b>	<b>63</b>	<b>60</b>	<b>126</b>	<b>96</b>	<b>109</b>	<b>123</b>	每股净资产	3.437	3.566	3.950	4.176	4.472	4.833
少数股东损益	10	6	12	12	8	7	每股经营现金流	1.733	1.243	-0.403	0.489	0.656	0.698
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>114</b>	<b>84</b>	<b>101</b>	<b>116</b>	每股股利	0.080	0.100	0.100	0.130	0.130	0.130
净利率	6.7%	5.5%	8.5%	6.5%	6.8%	7.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.57%	6.43%	12.25%	8.54%	9.52%	10.15%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.63%	3.02%	7.94%	4.97%	5.42%	5.74%
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	投入资本收益率	8.86%	5.27%	11.12%	8.37%	8.80%	9.22%
<b>净利润</b>	<b>63</b>	<b>60</b>	<b>126</b>	<b>96</b>	<b>109</b>	<b>123</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	25.33%	24.58%	36.42%	-3.90%	13.69%	9.95%
<b>非现金支出</b>	<b>58</b>	<b>38</b>	<b>35</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>28</b>	EBIT增长率	42.70%	-42.32%	146.46%	-19.79%	15.93%	16.57%
非经营收益	3	2	-2	6	-3	-3	净利润增长率	12.58%	1.43%	111.10%	-26.23%	19.38%	15.14%
<b>营运资金变动</b>	<b>286</b>	<b>195</b>	<b>-255</b>	<b>-16</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	总资产增长率	19.30%	21.60%	-19.61%	17.83%	9.53%	8.68%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>410</b>	<b>294</b>	<b>-96</b>	<b>116</b>	<b>155</b>	<b>165</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-23	-13	-6	13	3	2	应收账款周转天数	36.2	10.5	3.1	3.0	3.0	3.0
投资	0	0	0	-1	0	0	存货周转天数	137.0	119.1	80.3	110.0	110.0	110.0
其他	0	0	-1	0	0	0	应付账款周转天数	133.1	164.2	108.3	102.0	102.0	102.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-23</b>	<b>-13</b>	<b>-7</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	固定资产周转天数	221.9	164.4	114.0	104.9	82.9	67.1
股权募资	0	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-100	0	0	0	0	1	净负债/股东权益	-66.68%	-93.94%	-70.53%	-78.37%	-84.32%	-89.17%
其他	-40	-24	-28	0	-31	-31	EBIT利息保障倍数	-106.0	-3.9	-5.6	-11.7	-11.6	-11.7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-140</b>	<b>-24</b>	<b>-28</b>	<b>0</b>	<b>-31</b>	<b>-30</b>	资产负债率	43.29%	51.60%	32.69%	39.01%	40.12%	40.34%
<b>现金净流量</b>	<b>248</b>	<b>258</b>	<b>-131</b>	<b>128</b>	<b>127</b>	<b>137</b>							

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	3	6	8
买入	0	0	1	1	4
持有	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0</b>	<b>1.00</b>	<b>1.20</b>	<b>1.17</b>	<b>1.38</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；  
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；  
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；  
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室