

中信国安 (000839)

蛰伏低谷，迎接拐点

—2009 年报点评

增持/维持评级

股价: RMB13.98

分析师

叶洮

+755-82492171 yetao@lhzq.com

王茜

+755-82364392 wangqianyjs@lhzq.com

相关研究

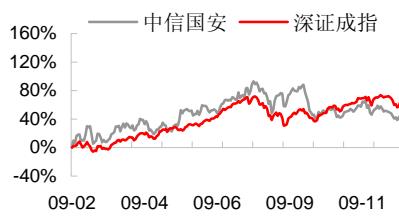
- 《中信国安：致力打造新动力车完整产业链》
(2009/02/25)
- 《调研简报-中信国安：3大核心业务均具乐观前景》
(2009/02/13)

基础数据

总股本 (百万股)	1568
流通 A 股 (百万股)	1568
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	21920

- 年报基本符合预期。2009 全年实现销售收入 19.68 亿元，同比增 3.31%；每股净利 6.12 亿元，同比增 71.9%，其中扣除非经常损益后净利约 2.32 亿元，同比增 8.95%；实现 EPS 0.39 元/股，其中扣除非经常损益后 EPS 约 0.15 元/股，同比增 8.95%。
- 2009 年有线电视网络业务收入同比大幅增长 93.31%，因联营资产覆盖的网络扩大。权益利润同比增长 55.93%，因受益于数字化整体转换的快速推进。随着 2010 年省网整合完成以及数字电视转换的推进，公司有望获得更多区域的省网权益且权益利润持续增长。在省网发展和上市过程中，公司的投资收益或相当可观。而三网融合的不断升温实质推进，可望提升公司有线网络资产价值和盈利能力。
- 公司钾肥业务利润明显下滑，因 09 年钾肥价格持续低迷。目前国内钾肥去库存仍未结束，今年上半年价格大幅上涨难度仍较大。但中长期来看，我们认为全球钾肥价格基本触底，未来需求上升有望带动行业景气复苏。农业需求回暖使得 BPC 最新氯化钾亚洲合同价已从前期 350 美元/吨上升至 410 美元/吨，而同时磷肥、氮肥价格更出现明显上涨趋势。我们判断，2010 年下半年至 2011 年国内钾肥价格有望重归上行趋势，从而带动公司钾肥业务走出低谷、迎来拐点。
- 公司 2009 年碳酸锂产量达到 5000 吨，而过去几年其产销量一直徘徊在 1000-2000 吨，我们判断公司在碳酸锂分离提取工艺方面至少取得阶段性突破。据此推断，其达到设计产能的概率正明显增大。09 年 3 季度公告开始介入高纯碳酸锂项目，公司锂离子电池产业链的完善程度国内已无出其右。基于对新型动力车产业化的乐观预期，我们认为公司碳酸锂业务板块有望迎来快速发展期。
- 预测公司 2010-2012 年 EPS 0.36、0.50、0.75 元/股。公司有线电视业务板块前景乐观、钾肥业务板块已处底部、碳酸锂业务板块面临破晓，综合来看其经营状况向上的空间和概率均显著大于向下，农业和新能源产业的发展可望成为其拐点出现的催化剂，维持“增持”评级。

与上证指数对比走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1905.1	1968.2	2680.2	3376.6	4507.6
(+/-%)	10.4	3.3	36.2	26.0	33.5
归属母公司净利润(百万元)	355.9	611.8	562.6	787.0	1172.9
(+/-%)	9.4	71.9	-8.0	39.9	49.0
EPS(元)	0.23	0.39	0.36	0.50	0.75
P/E(倍)	61.6	35.8	38.8	27.0	18.6

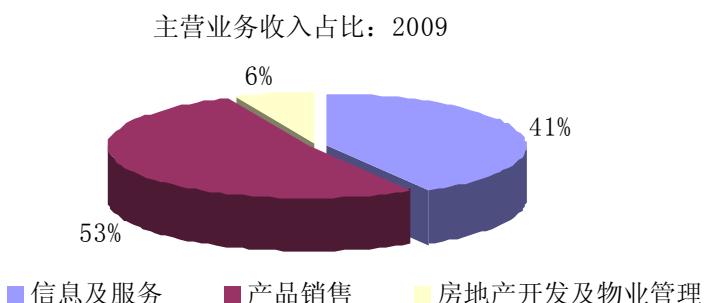
资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

年报业绩符合预期

公司于2月6日公布2009年报，业绩基本符合预期。2009全年实现销售收入19.68亿元，同比增3.31%；实现每股净利润6.12亿元，同比增71.9%，其中扣除非经常损益后的净利润约2.32亿元，同比增8.95%；实现EPS0.39元/股，同比增71.72%，其中扣除非经常损益后EPS约0.15元/股，同比增8.95%。

公司主营业务（按行业）包括信息与服务、产品销售以及房地产开发及物业管理三部分，分别实现销售收入约8.16、10.29和1.23亿元，占比分别为41.5%、52.3%和6.3%，其中信息及服务收入同比略降0.03%，产品销售业务收入同比略增0.1%，但各行业业务内出现一定分化。

图1、公司主营收入占比（2009年）



资料来源：2009年报，华泰联合证券研究所

有线网络业务有提升空间

有线电视网络业务合营及联营公司共计实现收入33.81亿元、净利润5.99亿元，其中归属公司的权益利润1.84亿元。公司所投资的有线网络业务的收入较2008年大幅增长93.31%，是由于公司在江苏的联营资产发生重大变化，由过去仅在南京、常州和金坛三个市投资而转变为在江苏省网拥有20%权益，联营资产覆盖的网络扩大从而收入大幅增加。公司权益利润。公司在有线电视网络业务上所获得权益利润较2008年增长55.93%，是受益于数字化整体转换的快速推进，目前合营及联营公司共有超过2000万，数字化比例50%。

未来，随着2010年省网整合完成与数字电视转换进一步推进，公司有望获得更多区域的省网权益并且权益利润持续增长，另外在省网发展和上市过程当中，公司的投资收益将非常可观。而三网融合的不断升温和实质推进，也将在未来逐步提升公司的有线网络资产价值和盈利能力。

钾肥业务触底，未来景气复苏

报告期内，国内钾肥市场价格持续下跌，特别在下半年更为明显；同时，多年不遇的洪水影响了生产，致公司钾肥业务利润明显下滑。

钾肥去库存仍未结束。2009年末国内钾肥库存约500万吨，预计2010年钾肥需求量约800万吨/年，库存处于较高水平。12月中国与BPC达成2010年80-120

万吨氯化钾进口合同，价格为 350 美元/吨 CFR，对应国内到岸价 2400 元/吨，低于国内现货价格。我们预计 2010 年上半年，国内钾肥去库存未结束之前，价格难以大幅上涨。目前硫酸钾镁，现在青海滨地钾肥公司颗粒硫酸钾镁到站价报价在 1800 元/吨左右，淡季销售不畅。

价格基本触底，需求上升有望带动行业景气复苏。目前全球钾肥市场已处于底部，进一步下跌的空间不大。农业需求回暖使得 BPC 最新氯化钾亚洲合同价格已上升至 410 美元/吨。国内去库存阶段结束后，随着需求复苏，2010 年下半年至 2011 年国内钾肥价格有望进入上行区间。我们预计 2010 年国内硫酸钾镁的均价将达到 2000 元/吨以上。因此，我们判断今年下半年至 2011 年国内钾肥价格有望重归上行趋势，从而带动公司钾肥业务走出低谷、迎来拐点。

图 2、钾肥价格处于底部区域（2007 至今）



资料来源：化工在线，华泰联合证券研究所

碳酸锂业务拐点或已显现

公司碳酸锂业务设计产能约 2.5 万吨。但由于技术原因，产量一直远低于产能，徘徊于 1000-2000 吨之间。报告期内，青海国安突破了国外盐湖提锂的技术垄断，已经完成了碳酸锂生产线技改工程，全年生产规模突破 5000 吨，产量实现实质性突破。

我们判断公司在碳酸锂分离提取工艺方面至少取得阶段性实质性突破。据此推断，其达到设计产能的概率正在增大。

09 年 3 季度公司公告开始介入高纯碳酸锂项目，公司锂离子电池产业链的完善程度国内已无出其右。基于对新型动力车产业化的乐观预期，我们认为公司碳酸锂业务板块有望迎来快速发展期。

公司 2009 年实现 5000 吨产量，但同期在产品存货亦增加约 1.13 亿元，我们判断公司销量明显小于产量，因此该部分产品亦有望成为 2010 年的销量增量。

维持“增持”评级

基本假设：1、2010-2012 年碳酸锂价格 45000、50000、55000 元/吨；2、2010-2012

年公司碳酸锂产量 10000、15000、25000 吨。

盈利预测：2010-2012 年 EPS 0.36、0.50、0.75 元/股。

公司有线电视业务板块前景乐观、钾肥业务板块已处底部、碳酸锂业务板块面临破晓，综合来看其经营状况向上的空间和概率均显著大于向下，农业和新能源产业的发展可望成为其拐点出现的催化剂，维持“增持”评级。

盈利预测											
资产负债表		单位: 百万元				利润表		单位: 百万元			
会计年度		2009	2010E	2011E	2012E	会计年度		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产		3326	4694	5164	7550	营业收入		1968	2680	3377	4508
现金		1733	2957	2701	4570	营业成本		1337	1385	1704	2156
应收账款		441	350	663	689	营业税金及附加		93	80	101	135
其它应收款		87	593	304	893	营业费用		113	214	270	361
预付账款		103	208	256	323	管理费用		184	255	321	428
存货		852	533	1171	985	财务费用		203	76	45	33
其他		110	54	68	90	资产减值损失		7	0	0	0
非流动资产		7492	5708	6183	5221	公允价值变动收益		0	0	0	0
长期投资		3457	1200	1200	1200	投资净收益		656	0	0	0
固定资产		2999	3581	4228	3473	营业利润		687	669	935	1394
无形资产		104	270	316	274	营业外收入		67	0	5	5
其他		932	657	440	273	营业外支出		1	5	5	5
资产总计		10818	10402	11347	12771	利润总额		753	664	935	1394
流动负债		1988	1518	1779	2173	所得税		135	100	140	209
短期借款		1290	0	393	0	净利润		618	565	795	1185
应付账款		428	957	747	1410	少数股东损益		6	7	9	14
其他		270	560	639	764	归属于母公司净利润		612	563	787	1173
非流动负债		2906	2391	2391	2391	EBITDA		1009	936	1318	1772
长期借款		1301	1301	1301	1301	EPS (元)		0.39	0.36	0.50	0.75
其他		1605	1090	1090	1090						
负债合计		4894	3908	4170	4564	主要财务比率					
少数股东权益		166	173	182	196	会计年度		2009	2010E	2011E	2012E
股本		1568	1568	1568	1568	成长能力					
资本公积		1979	1979	1979	1979	营业收入		3.3%	36.2%	26.0%	33.5%
留存收益		2211	2773	3448	4463	营业利润		94.1%	-2.6%	39.7%	49.1%
归属母公司股东权益		5758	6321	6995	8011	净利润		71.9%	-8.0%	39.9%	49.0%
负债和股东权益		10818	10402	11347	12771	获利能力					
						毛利率		32.1%	48.3%	49.5%	52.2%
现金流量表		单位: 百万元				净利率		31.1%	21.0%	23.3%	26.0%
会计年度		2009	2010E	2011E	2012E	ROE		10.6%	8.9%	11.3%	14.6%
经营活动现金流		378	1410	333	1860	ROIC		19.3%	15.6%	15.8%	28.5%
净利润		618	565	795	1185	偿债能力					
折旧摊销		119	190	338	345	资产负债率		45.2%	37.8%	36.7%	35.7%
财务费用		203	76	45	33	净负债比率					
投资损失		-656	0	0	0	流动比率		1.67	3.09	2.90	3.47
营运资金变动		30	514	-860	248	速动比率		1.24	2.74	2.24	3.02
其它		63	65	15	49	营运能力					
投资活动现金流		378	1635	-824	592	总资产周转率		0.19	0.25	0.31	0.37
资本支出		198	488	723	-605	应收账款周转率		4	6	6	6
长期投资		-416	-2303	-75	-75	应付账款周转率		3.64	2.00	2.00	2.00
其他		160	-181	-176	-88	每股指标(元)					
筹资活动现金流		-639	-1820	235	-583	每股收益		0.39	0.36	0.50	0.75
短期借款		-398	-1290	393	-393	每股经营现金流		0.24	0.90	0.21	1.19
长期借款		-0	0	0	0	每股净资产		3.67	4.03	4.46	5.11
普通股增加		8	0	0	0	估值比率					
资本公积增加		161	0	0	0	P/E		35.83	38.96	27.85	18.69
其他		-410	-530	-158	-191	P/B		3.81	3.47	3.13	2.74
现金净增加额		-433	1224	-256	1868	EV/EBITDA		21	22	16	12

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券投资等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com