

中信国安 (000839)

增持/ 维持评级

股价: RMB13.97

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083
+755-82492171 yetao@lhzq.com

联系人

王茜

+755-82364392 wangqianyjs@lhzq.com

刘佳宁

+755-82492212 liujn@lhzq.com

事件

公司于 2010 年 4 月 30 日发布公告, 拟投资参与湖北省广电网络整合重组工作, 以公司持有的武汉广电数字网络公司 (以下简称“武汉网络”) 47% 股权认购武汉塑料向公司非公开发行的股份。

点评

本次投资完成后, 公司将成为武汉塑料 (SZ.000665) 第二大股东, 持股数量约 4745.19 万股, 占股权比例约 12.4%。最终交易价格将以经具有证券业务资格的资产评估机构评估的评估值为依据确定。

通过此次投资, 公司该部分资产股权溢价约 2.65 亿元, 约合 0.17 元/股。截止 2009 年末, 武汉网络经审计总资产 11.34 亿元, 净资产 7.23 亿元, 2009 年度实现营业收入 2.69 亿元, 净利润 5436 万元。按照武汉塑料 4 月 30 日收盘价 11.81 元/股测算, 公司该部分资产投资价格约为 1.5 倍 PB、45 倍 PE (2009 年)。

此次投资符合公司积极推动有线电视业务资本化运作的战略意图, 通过本次投资, 进一步扩大了公司有线电视网络运营规模, 提升盈利能力, 增强了其在有线电视网络运营领域的竞争优势。我们认为, 此次投资仅仅是一个开始, 公司通过参与网络整合扩张其有线电视业务的步伐不会停止。

相关研究

《依托资源优势 迎接“锂经济时代”》(2010/04/06)

《蛰伏低谷, 迎接拐点》(2010/02/07)

《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

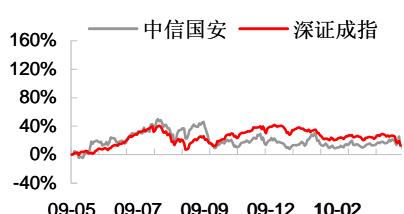
| | |
|----------------|-------|
| 总股本 (百万股) | 1568 |
| 流通 A 股 (百万股) | 1568 |
| 流通 B 股 (百万股) | 0.00 |
| 可转债 (百万元) | N/A |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 21904 |

截止 2009 年末 (未考虑本次投资的武汉塑料股权溢价), 公司有线电视业务净资产约 30.24 亿元, 本次投资后约价值 32.90 亿元。我们分别按照用户数和市场价值 (PB) 评估公司目前所有有线电视资产, 合理价值(权益) 区间为 50.64-61.63 亿元, 约合 3.23-3.93 元/股, 增值 1.30-2.00 元/股。

维持盈利预测。基本假设: 1、2010-2012 年碳酸锂价格 4.5、5.0、5.5 万元/吨; 2、2010-2012 年公司碳酸锂产量 1.0、1.5、2.5 万吨; 维持公司 2010-2012 年 EPS 为 0.36、0.50、0.75 元/股。

维持“增持”评级。公司拥有国内最长的锂电池产业链, 有望全方位受益于动力和储能电池的需求变革; 其有线电视业务受益三网融合、有望增值, 钾肥业务板块已处底部, 盐湖资源综合开发或有惊喜, 综合来看, 其经营状况向上的空间和概率均显著大于向下, 我们认为, 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。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

表 1、公司有线电视资产
单位：百万元

| 主要资产 | 地区 | 股权比例 | 净资产 | 营业收入 | 净利润 |
|-----------------------------|----|-------|---------|---------|--------|
| 合营 | | | | | |
| 河南周口国安广电信息网络有限公司 | 河南 | 49% | 39.25 | 7.39 | 0.15 |
| 荆州市视信网络有限公司 | 湖北 | 49% | 89.44 | 42.24 | 5.63 |
| 沧州市广播电视台信息网络有限责任公司 | 河北 | 49% | 66.33 | 30.02 | 4.41 |
| 承德市信广联有线广播电视台宽带综合信息网络有限责任公司 | 河北 | 49% | 51.91 | 31.22 | 2.03 |
| 秦皇岛渤海在线信息网络有限责任公司 | 河北 | 49% | 217.85 | 113.43 | 13.04 |
| 唐山有线电视综合信息网络有限责任公司 | 河北 | 49% | 125.42 | 66.79 | -6.39 |
| 合肥有线电视宽带网络有限公司 | 河南 | 40% | 371.51 | 251.93 | 82.41 |
| 浏阳国安广电宽带网络有限责任公司 | 湖南 | 49% | 91.64 | 26.25 | 2.14 |
| 湘潭国安广播电视台信息网络有限公司 | 湖南 | 49% | 106.88 | 58.92 | 13.77 |
| 岳阳市有线电视宽带网络有限公司 | 湖南 | 49% | 103.50 | 60.06 | 15.81 |
| 长沙国安广播电视台宽带网络有限公司 | 湖南 | 49% | 243.98 | 151.98 | 33.01 |
| 威海广电宽带网络有限公司 | 山东 | 49% | 129.56 | 53.79 | 24.82 |
| 益阳国安广播电视台宽带网络有限责任公司 | 湖南 | 49% | 78.06 | 23.62 | 8.17 |
| 联营 | | | | | |
| 江苏省广播电视台信息网络股份有限公司 | 江苏 | 20% | 7160.91 | 2193.65 | 348.16 |
| 武汉塑料 | 湖北 | 12.4% | 2383.05 | 573.66 | 98.57 |
| 其它 | | | | | |
| 河北广电数字电视有限公司 | 河北 | 49% | 405.30 | | |
| 安徽广电信息网络股份有限公司 | 安徽 | 19.4% | 1500.00 | | |

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 2、武汉塑料与其他有线网资产对比

| | 武汉塑料 | 广电网络 | 歌华有线 | 天威视讯 |
|--------------|----------|----------|-----------|----------|
| 每股价格 | 11.84 | 12.91 | 16.48 | 26.80 |
| 股本（万） | 38,209 | 43,300 | 106,036 | 26,700 |
| 市值（万） | 452,395 | 559,003 | 1,747,473 | 715,560 |
| 净利润（万） | 9,857.24 | 7,810.59 | 33,008.50 | 7,818.61 |
| EPS (2009 年) | 0.26 | 0.18 | 0.31 | 0.29 |
| PE | 45.54 | 71.72 | 53.16 | 91.53 |
| 用户数（万） | 339 | 445 | 413 | 108 |
| 单用户利润 | 29.04 | 17.55 | 79.92 | 72.39 |
| 单用户价值（元） | 1,333 | 1,256 | 4,231 | 6,626 |

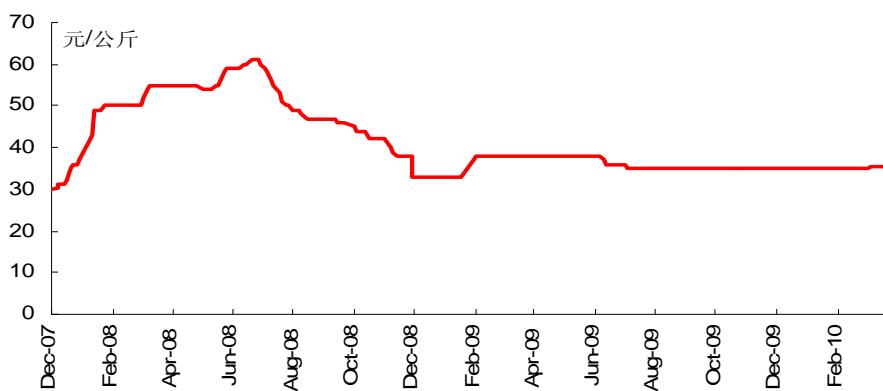
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

表 3、中信国安有线电视资产价值评估（权益）

| 项目 | 单位 |
|---------------------|--------------|
| 按照 PB 估值 | |
| 中信国安有线电视净资产（权益） | 百万元 3,024.35 |
| 净资产+武汉塑料股权溢价 | 百万元 3,289.82 |
| 净资产*武汉塑料 PB (1.5 倍) | 百万元 5,063.61 |
| 每股价值（权益） | 元/股 3.23 |
| 按照用户数估值 | |
| 中信国安有线电视用户数（权益） | 万 462.39 |
| 武汉塑料单用户价值 | 元 1,333 |
| 用户数*武汉塑料单用户价值 | 百万元 6,163.49 |
| 每股价值（权益） | 元/股 3.93 |

资料来源：华泰联合证券研究所

图 1、碳酸锂价格



数据来源：中华商务网，华泰联合证券研究所

盈利预测

| 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 | 784 | 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% | | |
| | | | | | 净利率 | 31.1% | 21.0% | 23.3% | 26.0% | | |
| 现金流量表 | | | | | | | | | | | |
| 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% | 37.6% | 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 | 每股经营活动现金流 | 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。



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

| | |
|----|-------------------------|
| 买入 | 股价超越基准 20% 以上 |
| 增持 | 股价超越基准 10%-20% |
| 中性 | 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持 | 股价弱于基准 10%-20% |
| 卖出 | 股价弱于基准 20% 以上 |

行业评级

| | |
|----|---------------|
| 增持 | 行业股票指数超越基准 |
| 中性 | 行业股票指数基本与基准持平 |
| 减持 | 行业股票指数明显弱于基准 |

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、投资管理和证券咨询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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
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