

武汉塑料 (000665.SZ) 有线网络

评级: 买入 维持评级

公司点评

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

重组获得重大进展, 网络整合仍是关注重点

事件

武汉塑料披露重组草案, 并将于 10 月 22 日召开股东大会, 审议重组议案, 重组进程向前推进。

评论

重组草案公布, 减缓市场担忧: 此前, 公司的重组进程由于湖北有线部分高管的个人经济问题和内幕交易而有所延缓, 之前我们就一直强调从以往经验来看, 此类国资主导下的重大资产重组一般都是“开弓没有回头箭”(最有力的佐证就是上海电气), 最终完成重大资产重组只是一个时间问题, 此次草案的披露使得重组进程大大的推进, 缓解了市场的担忧。

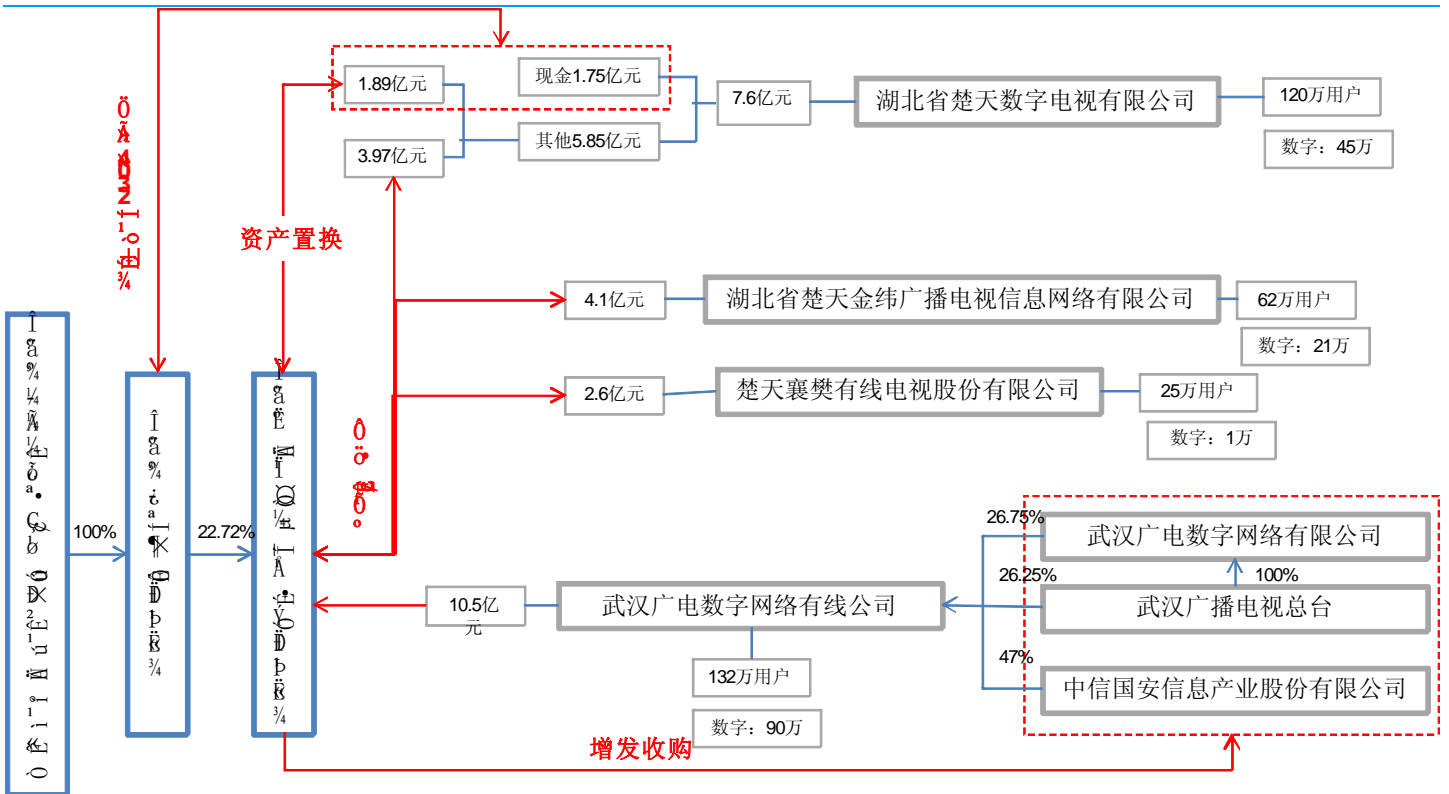
备考盈利相对保守, 业绩超预期可能性较大: 重组后公司的总股本为 3.89 亿股, 从注入资产的备考利润来看, 2010 年备考预测净利润为 1.31 亿元, 对应 2010 年收购 PE 为 18 倍, 而上半年已实现净利润 7260 万元, 下半年的备考盈利预测净利润仅 5800 万, 我们觉得预测相对保守, 2010 年下半年在收入环比增长 16% 的情况下盈利环比下滑 20%; 有线网络公司完成数字化提价后基本能够覆盖成本的增加, 通常来说盈利能力相对稳定。2011 年备考净利润为 1.57 亿元, 同比增长 19%, 业绩的增长性较高。2010 年备考盈利预测对应 EPS 为 0.34 元, 我们认为业绩存在超预期的可能, 如果按照现有有线网络公司的平均 PE50 倍来估值, 其合理的价值为 17 元以上。

网络整合分三步, 用户价值提升空间巨大: 我们认为网络整合是提升有线网络价值的重要因素, 原因就在于一、二级市场的价差, 按照已公布的重组方案测算, 此次收购隐含的用户价值为 700 元/户左右, 以湖北的经济发展水平和基本收视费标准价值存在一定程度的低估; 此次重组仅是注入湖北省部分市县有线网络 340 万户, 未来还有承诺的 150 万用户。我们以武汉广电用户价值 2500 元/户, 其他地区用户价值 1400 元/户来测算, (1) **第一步:** 此次 340 万用户收购完成后每股的合理价值为 15.94 元, (2) **第二步:** 考虑到后续 150 万用户的注入, 我们假定定向增发价格为 15 元, 收购的用户价值 550 元, 则收购完成后公司每股的合理价值为 18.69 元。(3) **第三步:** 湖北省有线网络用户超过 800 万户, 每年还有一定的增长空间, 三网融合背景下未来武汉塑料成为湖北省网整合平台的速度也必将加快, 350 万以上用户的整合空间将进一步提升公司的价值。如果考虑此部分的用户整合, 假定定向增发价格为 18 元, 收购的用户价值 550 元, 则收购完成后公司每股的价值将达到 23.5 元。

投资建议

维持公司“买入”评级, 我们认为其合理价值为 17-19 元, 未来公司作为省网整合的平台, 价值存在进一步提升的空间, 考虑到股本和业绩的配比因素, 短期股价存在溢价的可能性较大。

图表1: 武汉塑料资产置换与定向增发计划



来源: 国金证券研究所

图表2: 武汉塑料重组后股东持股情况

	股份(万)	占比
楚天数字	7,848.6	20.2%
楚天金纬	4,204.0	10.8%
楚天襄樊	2,548.3	6.6%
武汉有线	2,824.4	7.3%
市总台	2,771.6	7.1%
中信国安	4,962.4	12.8%
其他股东	13,717.0	35.3%
总股本	38,876.3	100.0%

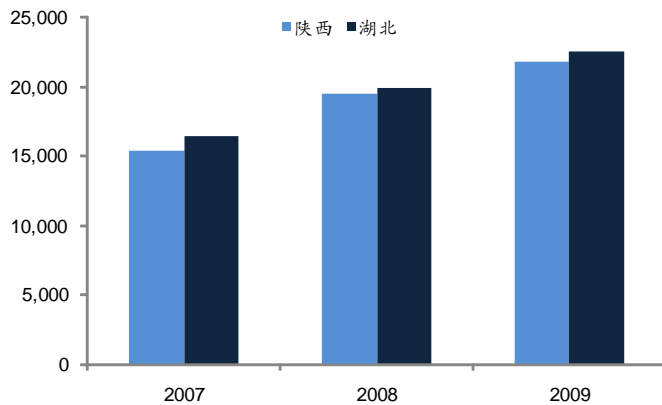
来源: 国金证券研究所

图表3: 武汉塑料拟注入资产备考盈利预测

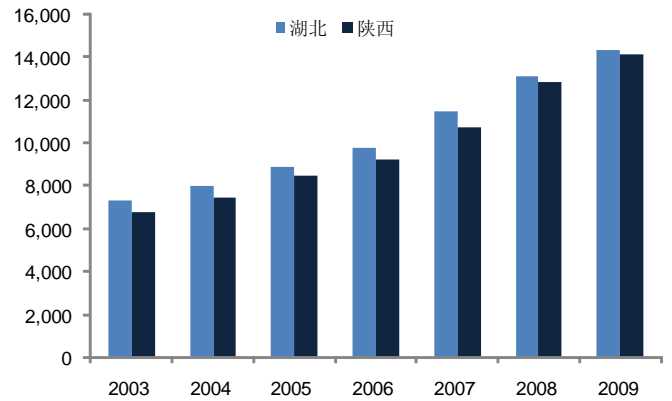
单位: 百万元	2009	1H-2010E	2H-2010E	2010E	2011E
营业收入	576	367	424	791	962
营业利润	93	70	58	129	156
净利润	96	73	58	131	156

来源: 国金证券研究所

图表4: 湖北省、陕西省人均 GDP 水平对比



图表5: 湖北省、陕西省城镇居民可支配收入对比



来源: 国金证券研究所

图表6: A 股有线网络历次收购价格

公司	时间	收购资产	收购比例	收购价格 (万元)	PS	PB	PE	每户价值
东方明珠	2007-12	东方有线	10%	16,766	1.4	2.4	12.5	364
		太原有线	50%	22,576	2.4	1.7		677
电广传媒	2007-12	湖南省广播电视网络有限责任公司	38%	3,800	4.7			
	2006-4	湖南省广播电视网络有限责任公司	62%	6,200	4.4	3.1		
中信国安	2010-4	武汉塑料	12.8%	51,609				832
	2008-7	江苏省广播电视信息网络股份有限公司	20%	136,500		1.7		640
	2007-12	安徽广电信息网络股份有限公司	19.4%	7,121	1.5	1.0	70.1	319
广电网络	2006-11	益阳国安广播电视宽带网络有限责任公司	49%	3,563	4.2	1.0	16.1	
	2007-12	陕西省广播电视信息网络股份有限公司所属“省干网”有线电视网络资产	100%	11,290				455
	2006-6	陕西省广播电视信息网络股份有限公司所属陕西省范围内11个市、区的有线电视网络相关资产	100%	152,372	1.3	3.5	20.0	538
天威视讯	2007-8	深圳市南油有线广播电视站	100%	5,281		1.7		
歌华有线	2004-9	涿州市广播电视局有线电视网络资产	100%	1,177	3.3	1.2	12.4	469
	2002-2	北京市郊十区县网络资产	100%	18,268				371

来源: 国金证券研究所

图表7: A 股有线网络公司用户价值

公司	有线电视用户数(万户)	数字电视用户数(万户)	股价(10.8)	市值(百万)	每户价值
歌华有线	426	248	14.77	14,628	3,434
天威视讯	109	109	22.73	6,440	5,912
广电网络	466	248	10.73	5,686	1,220
电广传媒	350	300	23.10	6,253	2,881

来源: 国金证券研究所

注: 电广传媒按照市值计算剔除创投业务部分

图表8: A 股有线网络公司估值比较

代码	公司名称	价格 2010-6-29	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
600037.SH	歌华有线	13.80	146.28	0.31	0.34	0.31	0.37	44.52	40.59	44.52	37.30
002238.SZ	天威视讯	24.12	64.40	0.29	0.33	0.54	0.71	83.17	73.09	44.67	33.97
600831.SH	广电网络	10.10	56.86	0.18	0.20	0.25	0.30	56.11	50.50	40.40	33.67
平均								61.27	54.73	43.19	34.98

来源: 国金证券研究所

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	3	9	13	14	22
买入	0	0	1	3	5
持有	0	0	3	3	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.24	1.33	1.36

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室